

Inflação, emprego e balanço de pagamento no Brasil*

Inflation, employment and balance of payments in Brazil

ELIANA A. CARDOSO**

RESUMO: Em resposta às múltiplas crises que o Brasil enfrenta, muitos acreditam que a única resposta é aumentar a taxa de desemprego. Este ensaio estuda essa proposição, bem como outras medidas de política econômica adotadas recentemente para lidar com a dívida externa do Brasil.

PALAVRAS-CHAVE: Inflação; economia aberta; balanço de pagamentos; crise da dívida; estabilização.

ABSTRACT: In response to the multiple crisis Brazil faces, many believe that the only answer is by increasing the unemployment rate. This essay studies this proposition, as well as other economic policy measures recently adopted to deal with Brazil's external debt.

KEYWORDS: Inflation; open economy; balance of payments; debt crisis; stabilization.

JEL Classification: E31; F31; F32; F41.

Uma elevada e crescente dívida externa, assim como altas taxas inflacionárias, figuram entre os problemas mais sérios da economia brasileira, durante a última década. A eles se somaram, no último ano, taxas de desemprego ascendentes. Este último problema, entretanto, vem sendo apontado como solução. Não só os mentores de nossa política econômica, mas também um número crescente de economistas parece acreditar que é possível lidar com os déficits em conta corrente no balanço de pagamentos do país, aumentando o desemprego.¹ Este ensaio estuda esta

* Agradeço os comentários de Fernando Góes de Carvalho, Alkimar R. Moura, André Franco Montoro Filho, Helga Hoffmann e João Heraldo Lima.

** Universidade de Boston, Boston/MA, EUA.

¹ Esses economistas se esquecem de que uma proposição elementar da teoria econômica iguala o saldo em conta corrente do balanço de pagamentos à renda menos o dispêndio. O aumento no nível de emprego (e, portanto, do ritmo de crescimento da renda) eleva a despesa, porém menos do que proporcionalmente, aumentando, e não diminuindo, o saldo em conta corrente. Políticas que afetem a oferta agregada aumentando o emprego seriam mais adequadas do que a imposição de uma restrição da demanda, *tout court*.

proposição, assim como outras medidas de política econômica recentemente adotadas para lidar com as nossas contas externas. A primeira seção expõe um modelo macroeconômico moderno, que é utilizado, a seguir, para demonstrar o equívoco de se tentar conter a inflação através de um arrocho monetário. A segunda seção analisa os efeitos da maxidesvalorização, da prefixação do câmbio e da elevação das taxas de juros internas.² Por último, o ensaio indica uma medida alternativa de política econômica para nossas dificuldades externas.

UM MODELO MACROECONÔMICO

Os economistas gostariam de inventar uma política de estabilização que minimizasse tanto as variações da taxa de inflação quanto as do nível de emprego. Infelizmente existe um *trade-off*, que impõe uma escolha entre um e outro objetivo, ou pelo menos uma combinação consistente entre os dois. O *trade-off* entre as flutuações da taxa de inflação e do nível de emprego vem sendo desenvolvido em recentes pesquisas, tanto teóricas quanto empíricas,³ e pode ser interpretado como uma alternativa para o desacreditado *trade-off* entre inflação e emprego, postulado pela curva de Phillips. Ao contrário desta curva de má fama, a nova teoria argumenta que, mesmo num mundo onde as expectativas se formam racionalmente, é possível explicar a persistência do desemprego e da inflação: as políticas de estabilização podem amortecer os ciclos de atividade econômica, mas resultam em geral em maiores oscilações inflacionárias.⁴ E não se deve esquecer que as flutuações na taxa de inflação reduzem a eficiência econômica ao diminuir a acuidade das previsões dos preços futuros e atuam como um mecanismo perverso de distribuição de renda.

Além do *trade-off* entre a estabilidade das taxas de desemprego e de inflação, que discutiremos a seguir, as economias em desenvolvimento se deparam também com uma restrição imposta pelo balanço de pagamentos: qual é o ritmo de crescimento compatível com um endividamento externo sustentável no longo prazo? A restrição imposta pela dívida externa como um limite para o exercício de políticas anticíclicas será discutido na segunda seção. Por ora, vamos nos concentrar no comportamento da oferta e demanda agregadas.

² Tem-se argumentado que o aumento das taxas internas de juros visa estimular o fluxo de capital externo para financiar o pagamento da dívida. Se é este o objetivo, ele poderia ser obtido através de subsídios aos empréstimos externos, antes que pela imposição à sociedade de altas taxas de desemprego. Evidentemente, quaisquer subsídios, mesmo financiados por um aumento do imposto de renda, se encontram proscritos. Ao contrário de desemprego, subsídio virou nome feio.

³ Ver em particular Taylor (1979, 1980).

⁴ Esta nova teoria tem por base a hipótese de contratos superpostos. O modelo desenvolvido neste trabalho, embora não lance mão desta hipótese, obtém resultados semelhantes aos de Taylor, devido à incorporação dos mecanismos de indexação e de acomodação monetária.

O Lado da Oferta

Nossa primeira tarefa é relacionar as variações na taxa de inflação e no crescimento do produto. Em geral, observa-se que sempre que as taxas de desemprego aumentam, isto é, durante os períodos de recessão econômica, quando as taxas de crescimento caem abaixo das taxas de crescimento médias recentes, a taxa de inflação tende a cair em relação às taxas de inflação recentes. Por outro lado, se as taxas de crescimento do produto se elevam acima da tendência, ou seja, durante um período de *boom* econômico, quando as taxas de desemprego diminuem, a taxa de inflação tende a aumentar em relação às taxas de inflação recentes. Existem diferentes explicações para esta sensibilidade da taxa de inflação em relação ao nível de atividade na economia. Sabemos, por exemplo, que a força de barganha dos trabalhadores depende das condições do mercado. Se as taxas de desemprego são altas, os líderes sindicais vão resultar em exigir maiores reajustes salariais. Mas, se existe escassez de mão-de-obra, os empresários serão forçados a conceder maiores reajustes de salários para atrair a mão-de-obra de seus competidores. Muitas vezes é difícil detectar o efeito das flutuações cíclicas da atividade econômica sobre a taxa de inflação, porque ele se encontra mascarado por outros efeitos. Considere-se, por exemplo, as expectativas em relação às futuras medidas de política econômica, que afetam o nível de atividade. Essas expectativas certamente influenciam a barganha salarial e a política de preços.

Além dos efeitos do nível de atividade econômica sobre as variações da taxa de inflação, existe um outro elemento, que é preciso tomar em consideração: trata-se da persistência ou inércia inflacionária. Esta inércia é em grande parte devida aos mecanismos de indexação, e em parte devida às expectativas sobre o futuro. Evidentemente, trabalhadores e empresários se recusam a aceitar menores reajustes de preços e salários, se acreditam que as taxas de inflação continuarão altas. E no caso de economias em que os salários são reajustados com base na taxa de inflação do período anterior, eles têm toda razão em acreditar que a taxa de inflação deverá continuar a se repetir.

As ideias acima expostas podem ser sumariadas numa equação:

$$(p - p_{-1}) = \phi (y - \bar{y}) + (p_{-1} - p_{-2}) \quad (1)$$

A equação (1) indica simplesmente que a taxa de inflação no período corrente, p , aumenta em relação à taxa de inflação no período anterior, p_{-1} , sempre que a taxa de crescimento do produto no período corrente, y , excede a taxa de crescimento tendencial, $\bar{y}$. Esta relação expressa a sensibilidade da taxa de inflação em relação ao nível de atividade da economia. O elemento de inércia está representado pelo fato de que a aceleração dos preços no período corrente, $(p - p_{-1})$, repete a taxa de aceleração dos preços no período anterior, $(p_{-1} - p_{-2})$.

Apelidamos a equação (1) de oferta agregada.⁵ Evidentemente ela representa

⁵ Para uma derivação analítica desta equação e das que se seguem, ver Cardoso (1981).

apenas a metade da nossa história. Na próxima seção examinamos o lado da demanda e os elementos que restringem o comportamento das taxas de inflação.

O Lado da Demanda

A demanda agregada relaciona a taxa de inflação com as políticas monetária e fiscal. Vamos nos concentrar apenas na política monetária. Antes, porém, descrevemos os efeitos de um aumento da taxa de inflação sobre o nível de atividade da economia. Por um lado, um aumento da taxa de inflação, desde que as taxas de juros nominais se mantenham inalteradas, implicam uma queda das taxas de juros reais: o custo de oportunidade de máquinas e equipamentos se reduz e o ritmo de investimentos aumenta, expandindo o ritmo de atividade econômica. Por outro lado, se a taxa de inflação aumenta e a taxa de expansão monetária se mantém inalterada, o estoque real de moeda passa a crescer mais lentamente. Isto força, as taxas de juros nominais para cima e provoca um aumento das taxas de juros reais, ou seja, um efeito no sentido contrário ao descrito anteriormente. Os dois efeitos, provocados por aumento na taxa de inflação sobre o ritmo de atividade econômica estão resumidos na equação abaixo:⁶

$$y = a (m - p) + c (p - p_{-1}), \quad (2)$$

onde $m \equiv$ taxa de expansão monetária.

A equação (2) mostra que um aumento no ritmo de expansão da moeda real, $(m - p)$, provoca um aumento na taxa de crescimento do produto, y . Este fenômeno se deve ao fato de que uma expansão do crédito real deprime as taxas de juros e estimula o ritmo de atividade. O segundo termo da equação (2) expressa a relação entre a aceleração dos preços no período corrente, $(p - p_{-1})$, e o ritmo de atividade da economia. Como a aceleração dos preços reduz as taxas de juros reais, ela tende a aumentar a taxa de crescimento do produto.

Para fechar o modelo é preciso especificar o comportamento da oferta monetária (representada pela variável m na equação (2)). A política monetária faz necessariamente parte do nosso cenário, uma vez que ela pode responder ao comportamento da inflação. As autoridades monetárias podem, por exemplo, expandir a oferta monetária em resposta a um choque inflacionário, e assim evitar uma redução da taxa de expansão da moeda real e, portanto, uma redução do ritmo de atividade. A esta política se chama acomodação monetária. Vale a pena observar que, ao acomodar o choque inflacionário, as autoridades monetárias amortecem seu efeito sobre a taxa de desemprego e, com isso, alteram os mecanismos de estabilização inflacionária embutidos no sistema de mercado. Se as autoridades monetárias não acomodassem o choque inflacionário, o aumento das taxas de desem-

⁶ A equação (2) é uma forma reduzida derivada do equilíbrio simultâneo nos mercados financeiros e nos mercados de bens e serviços. Supõe-se que a demanda da moeda dependa inversamente das taxas de juros nominais e que a demanda de investimento dependa inversamente das taxas de juros reais. Para obtenção de (2) veja-se Cardoso (1981).

prego faria com que a taxa de inflação retornasse ao seu nível anterior. Ao evitar o aumento da taxa de desemprego, as autoridades monetárias desestabilizam o processo inflacionário. Uma situação na qual as autoridades monetárias tentassem acomodar totalmente todos os choques corresponderia à situação descrita pelos modelos estruturalistas latino-americanos, onde a oferta de moeda não só é endógena, como se supõe no exemplo acima, mas se encontra determinada pela demanda de moeda. O extremo oposto corresponde à política recomendada pelos monetaristas e consiste em manter um ritmo de expansão monetária constante, e independente da taxa de inflação. Esta política pretende deixar os mecanismos de estabilização inflacionária embutidos no sistema capitalista funcionar sem empecilhos: castigando-se os trabalhadores com desemprego, eles aprendem a aceitar menores reajustes salariais e evitam-se os surtos inflacionários.

A evidência empírica mostra que a maioria dos países tem escolhido, durante os últimos 20 anos, uma política que é, pelo menos, de acomodação parcial.⁷ Uma política deste tipo pode ser especificada como:

$$m = \bar{m} + gp \qquad 0 \leq g \leq 1 \qquad (3)$$

Esta equação significa que a expansão monetária tem uma componente exógena, m , e uma componente endógena, gp , que corresponde à resposta das autoridades monetárias à taxa de inflação. O caso de acomodação perfeita, ou seja, o caso estruturalista, corresponde àquele em que $g = 1$. O caso oposto ou monetarista, isto é, de acomodação nula, corresponde a $g = 0$.

Nosso modelo agora está completo e podemos nos perguntar como funciona. Ele é particularmente útil na análise das políticas de desinflação, e vamos nos concentrar a seguir na discussão deste problema.

Políticas de Desinflação

Suponha-se que a taxa de inflação seja considerada muito alta e que as autoridades monetárias decidam que a única maneira de lidar com o problema seja através de uma redução do ritmo de expansão monetária. Uma vez que a taxa de inflação do período anterior tende a se repetir no período corrente, a redução na expansão monetária implica uma queda do ritmo de expansão dos encaixes reais e um aumento das taxas de juros. Consequentemente, o ritmo de atividade da economia se reduz, e as taxas de desemprego aumentam. Como argumentamos anteriormente, a taxa de inflação responde ao aumento das taxas de desemprego e os preços desaceleram. Isto significa que a redução da taxa de inflação através de um arrocho monetário se consegue às custas de um aumento das taxas de desemprego. Vale a pena observar também que a rapidez com que o ajustamento se processa depende do grau de acomodação monetária a que a sociedade está acostumada. Maior acomodação significa um ajustamento mais demorado, porém com

⁷ Ver Taylor (1980).

taxas de desemprego menores. Um ajustamento mais rápido se obtém numa economia onde os níveis de acomodação são menores, mas implica também que as taxas de desemprego em resposta ao arrocho monetário serão mais drásticas. Existem ainda dois pontos que vale a pena tomar em consideração. Durante os períodos de recessão, a economia está não apenas castigando os trabalhadores com desemprego, mas deixando de produzir e aumentar o estoque de capital no ritmo de pleno emprego. Isto significa que o nível de produção do futuro será irrecuperavelmente mais baixo do que seria, caso as recessões econômicas fossem evitadas. Além disso, durante os períodos de recessão, as taxas de crescimento caem porque as taxas de juros aumentam. Isto significa que durante este processo existe um mecanismo em funcionamento que redistribui a renda em favor da classe que vive de juros e contra os empresários e trabalhadores, que vivem de lucros e salários. Do modelo desenvolvido nesta seção decorre também que a existência de mecanismos de indexação, ou de contratos, torna a taxa de inflação bastante resistente, e arrochos monetários implicam necessariamente juros altos e recessão econômica. Além disso, numa economia em que parte da expansão monetária se deve aos déficits fiscais, é preciso estar atento ao seguinte fenômeno. Uma recessão, ou seja, um menor ritmo de crescimento do produto, implica um menor crescimento da receita fiscal, e, portanto, um aumento da participação do déficit orçamentário no produto, que vai exigir novas expansões monetárias. As emissões de moeda, que se desejava evitar, escapam pela porta dos fundos. Tudo que o arrocho do crédito acaba por conseguir são taxas de juros mais altos, maior participação dos gastos do governo no produto, e maiores oscilações, tanto da taxa de desemprego quanto das taxas inflacionárias. Nossa primeira conclusão é, portanto, a de que é inútil tentar controlar a taxa de inflação através de arrochos monetários. O controle das taxas de inflação exige um programa sincronizado entre as políticas fiscal, monetária e de rendas. Programas inconsistentes estão necessariamente condenados ao fracasso. É por isso que políticas baseadas no casuísmo e na solução dos problemas cotidianos, antes que num planejamento consistente do médio prazo, só podem resultar no caos econômico que hoje em dia se observa.

Até agora estivemos nos concentrando no *trade-off* entre oscilações do emprego e da taxa de inflação, sem tomar em consideração as restrições impostas pelo balanço de pagamentos. Na próxima seção analisamos os problemas derivados das nossas contas externas.

A ECONOMIA ABERTA

Precisamos trazer agora ao nosso cenário o balanço de pagamentos, e perguntar o que determina o seu saldo, e que restrições ele impõe às políticas de estabilização. Para tanto, recordemos que, ao contrário da economia fechada, onde o produto (ou renda nacional) iguala o dispêndio, na economia aberta, renda e despesa podem divergir: o excesso do dispêndio sobre a renda equivale ao déficit em conta corrente no balanço de pagamentos. Essa proposição é importante, porque

foca nossa atenção sobre a natureza macroeconômica dos desequilíbrios externos. Ou seja, se nossas exportações de bens e serviços são menores que nossas importações, isto significa que estamos gastando além de nossa renda, e medidas para corrigir o desequilíbrio externo terão forçosamente de consistir em medidas que equilibrem o dispêndio e a renda. Vale ainda a pena lembrar que os conceitos de saldo em conta corrente e de dívida externa estão indissolavelmente ligados. O saldo em conta corrente indica os acréscimos aos nossos ativos externos líquidos. Se gastamos mais do que nossa renda, isto significa que estamos diminuindo nossos ativo (ou aumentando nossa dívida). Repetindo, se nossas importações excedem nossas exportações de bens e serviços, estamos alienando ativos em favor de agentes externos, ao mesmo tempo que financiamos um nível de dispêndio superior à nossa renda. Uma economia em desenvolvimento precisa investir para aumentar o estoque de capital e o produto *per capita*. Se, ao mesmo tempo, não é possível (ou não se quer) comprimir o consumo, é preciso gastar além da renda, ou seja, incorrer em déficits em conta corrente e financiá-los através de empréstimos externos. Pode-se dizer, portanto, que a função dos empréstimos externos nas economias em desenvolvimento é suplementar a poupança nacional, de forma a se conseguir um maior ritmo de investimento e de crescimento do produto, sem que os níveis de consumo sejam reduzidos. À medida que o tempo passa, maiores empréstimos externos podem tornar-se necessários para sustentar o ritmo de crescimento do produto. A possibilidade de pagar os serviços de uma dívida externa crescente depende do comportamento das exportações, que determina, juntamente com a evolução das taxas de juros internacionais e dos termos de intercâmbio, o ritmo de endividamento sustentável no longo prazo. Eventualmente, desde que o produto e as exportações cresçam de maneira adequada, a defasagem entre a renda e o dispêndio desaparece e a economia passa a gerar um superávit na conta comercial, que lhe permite pagar os juros sobre a dívida contraída no passado. Essa análise chama a atenção para o seguinte fato: mesmo que no curto prazo as contas externas pareçam exigir medidas corretivas imediatas, estas só se podem tomar levando-se em consideração que os déficits em conta corrente são determinados e têm consequências no médio e longo prazo. É preciso perguntar o que é um déficit ótimo e como financiá-lo. Finalmente, supondo-se que o déficit não seja sustentável, como corrigi-lo?

Uma resposta adequada à pergunta de como se determina o déficit ótimo exige uma análise mais sofisticada do que agora nos propomos.⁸ Vamos simplificá-la assumindo que um “bom” déficit deve ser, pelo menos, compatível com o pleno emprego e sustentável no longo prazo, no sentido de que no futuro seremos capazes de gerar superávits na conta comercial para pagar a dívida contraída no presente, sem uma contração do consumo. Para conseguir uma medida aproximada do déficit que

⁸ Respostas às perguntas sobre o ritmo ótimo de investimento e consumo, e, portanto, sobre o ritmo ótimo de endividamento externo, obtêm-se pela solução de problemas de maximização restringida, do valor presente de funções de utilidade. Ver Blanchard (1981) e Sachs (1981).

chamamos “bom”, procedemos da seguinte forma. Criamos uma medida de referência baseada nas razões Conta Corrente/PNB de pleno emprego e Investimento/PNB de pleno emprego, como a que se lê no quadrado central do diagrama apresentado na Tabela 1. Para conseguir esta medida, observamos alguns anos, durante os quais a economia, próxima do pleno emprego, não encontrava dificuldades de financiamento externo, e calculamos a razão entre o déficit em contas correntes e o PNB de pleno emprego, assim como a participação dos investimentos no produto. O diagrama da Tabela 1 define as razões para os déficits bons e maus, sob a hipótese de que, durante os anos em que a economia se encontrava numa trajetória de pleno emprego, sustentável no longo prazo, as relações observadas para a razão déficit em contas correntes/PNB de pleno emprego e para a participação dos investimentos no produto eram iguais, respectivamente, a 1,7% e 23,5%.

Sob a hipótese de uma taxa de crescimento potencial constante, um valor mais elevado para a razão déficit/produto de pleno emprego e menor para a razão investimento/produto de pleno emprego implica a existência de um “mau” déficit e, portanto, a necessidade de reduzi-lo. Por exemplo, observe-se as razões déficit/produto e investimento/produto num ano, sobre o qual queremos passar julgamento. Supondo-se que a taxa de crescimento do produto de pleno emprego não se tenha modificado, podemos calcular a relação déficit/produto de pleno emprego. Se encontramos uma razão mais elevada do que nossa medida de referência, mas observamos a mesma relação investimento/produto, isto significa que o déficit está financiando uma participação mais alta do consumo no produto. Se o investimento não está sendo feito de forma adequada, o serviço da dívida vai exigir uma drástica redução do consumo no futuro. Neste caso, consideramos a nova relação déficit/produto de pleno emprego má e acreditamos que o déficit em contas correntes deve ser reduzido.

Tabela 1

1 PNB	e.e. PNB		
	menor	1,7%	maior
maior	bom	bom	?
-23,5%	bom	bom	mau
menor	?	mau	mau

A definição do “bom” déficit como sendo um déficit sustentável de pleno emprego elimina de saída a proposta de sua eliminação através de recessões econômicas. E não é difícil entender por quê. Se o déficit é bom e não encontra dificuldades de financiamento, não há por que corrigi-lo⁹. Por outro lado, suponha-se que se

⁹ Supõe-se que um déficit sustentável no longo prazo não encontre restrições de oferta do lado dos credores, desde que estejamos dispostos a pagar o *spread* sobre as taxas internacionais.

observe um déficit alto em relação ao nível “bom” e que uma correção se faça necessária. Neste caso, uma recessão elimina o déficit apenas temporariamente. A contração do dispêndio perdura apenas enquanto as medidas recessivas estiverem em ação, e uma vez restaurado o pleno emprego o problema se recoloca.¹⁰ Podemos concluir que, se a economia se depara com um déficit não desejado, e se pretende corrigi-lo, então é necessário adotar medidas cujos efeitos sejam mais duradouros e menos custosos que as recessões econômicas.

Antes de nos perguntarmos em que medida se deve corrigir e déficit em contas correntes no balanço de pagamentos do Brasil e quais as medidas mais adequadas na consecução desse objetivo, vejamos brevemente como o nosso balanço de pagamentos se tem comportado no passado recente. Até 1973, a balança comercial estava em equilíbrio. O fluxo de investimento e empréstimos excedia o déficit nas contas correntes, resultando em um superávit geral e na acumulação de reservas. Em 1974, em parte por causa do choque do petróleo, os gastos com importações duplicaram. Embora as exportações tenham crescido rapidamente durante o período 1974-79, o déficit comercial aumentou em relação ao período anterior, bem como o déficit em contas correntes. A Tabela 2 mostra que a participação do déficit em contas correntes no produto nacional aumentou no período 1974-79 em relação ao período 1968-73, embora os diferenciais de crescimento entre a economia brasileira e o resto do mundo tenham diminuído. A explicação para esse fato reside no rápido crescimento dos pagamentos de juros, refletindo os efeitos tanto do crescente endividamento externo como do custo mais elevado do capital estrangeiro. Em 1979, face às dificuldades externas, o governo recorreu a uma maxidesvalorização, que discutiremos mais adiante.

O impacto do aumento dos preços do petróleo em 1979-80 foi considerável. Em 1980, 44% das despesas com importações correspondia a despesa com petróleo. As taxas de juros cobradas sobre os empréstimos externos também aumentaram substancialmente, de forma que em 1980, apesar do rápido crescimento das exportações e da redução do volume das importações, a participação do déficit em contas correntes no produto chegou a 5%. Durante algum tempo o governo pareceu acreditar que uma razão déficit/produto igual a 5% era sustentável e que a política econômica adequada consistia em forçar o financiamento do déficit. Para atrair capitais estrangeiros, o governo prefixou a taxa de câmbio, supondo que esta medida seria suficiente para garantir o menor custo de oportunidade do capital externo em relação ao crédito doméstico, desta forma estimulando as empresas a tomar empréstimos no exterior. O fracasso dessa medida se deveu à inconsistência das outras políticas econômicas adotadas ao mesmo tempo. Por um lado, não se acreditava que a razão déficit/produto era sustentável, e temiam-se novas depreciações. Por outro lado, o fato de que as taxas de depreciação anunciadas, que somavam

¹⁰ Se, por um lado, uma recessão prolongada pode reduzir a dívida inicial a níveis compatíveis com uma relação déficit/produto mais elevada, por outro lado, a recessão implica a perda de recursos e um produto potencial permanentemente mais baixo, o que reduz a relação déficit/produto que a economia pode permitir-se.

por volta de 50% ao ano, representavam apenas a metade da inflação esperada, e tornavam a prefixação e a confiança que nela se podia depositar insustentáveis. Uma prefixação cambial só pode ser efetiva se os agentes econômicos nela acreditarem, e isto só pode ocorrer se ela se faz acompanhar por uma política econômica consistente. Isto significa que uma prefixação cambial teria de ocorrer simultaneamente com a prefixação dos salários e uma política monetária e creditícia que garantissem uma taxa de inflação próxima à depreciação anunciada.¹¹

Tabela 2

Anos	C.C./PNB	% Crescimento do Brasil – % Crescimento OECD
1968-73 (média)	1,7	6,7
1974-79 (média)	4,5	3,6
1980	5,0	6,8

Diante do fracasso da prefixação cambial, a recessão econômica constituiu-se numa medida de desespero. Prevê-se que a participação do déficit no produto em 1981 diminua em resposta às políticas recessivas adotadas durante o ano. Mas vale a pena observar que a queda do déficit/produto corrente, e não do déficit/produto de pleno emprego, deixa os problemas externos longe de uma solução.

Recoloquemos o problema. A razão déficit/produto que se espera verificar em 1981 deve ser menor do que a verificada em 1980, mas a razão déficit/produto de pleno emprego ainda se conserva em torno de 5%. Se a razão déficit/produto de pleno emprego observada durante o período 1968-73 é tomada como uma medida de referência, e observando-se que a participação do investimento no produto praticamente não mudou entre 1980 e os anos anteriores,¹² coloca-se a necessidade de redução da razão déficit/produto de 5% para 2%.¹³ A redução do ritmo do crescimento do déficit em relação ao crescimento do produto de pleno emprego pode ser conseguida através de uma mudança dos preços relativos entre bens comerciáveis e não-comerciáveis internacionalmente, a favor dos primeiros, de forma a estimular a produção de bens exportáveis e prosseguir o processo de substituição de importações. Essa mudança de preços relativos corresponde, ou a uma desvalorização real, que explicamos a seguir, ou à introdução de um sistema de transferências que será explorado mais adiante.

Começemos pelo significado de uma desvalorização real. A condição de Mar-

¹¹ Ver Blejer e Mathieson (1981).

¹² Segundo as informações contidas nas contas nacionais, FGV, a participação da formação bruta de capital no PNB tem oscilado em torno de 23,5% durante os últimos 10 anos.

¹³ O fato de que drástica deterioração nas relações de troca do país, devido aos choques do petróleo, deve ter levado a uma redução do produto potencial, torna a “boa” relação déficit/produto potencial sustentável no longo prazo, ainda menor do que 2%.

shall-Lerner estabelece que, numa economia grande, uma desvalorização real melhora a balança comercial, desde que as exportações e importações sejam suficientemente elásticas em relação aos seus preços. Numa economia pequena, onde os preços internacionais estão dados, uma desvalorização real sempre melhora a balança comercial expressa em dólares. Por último, mesmo que a elasticidade preço das importações seja nula, se a variação cambial afeta apenas os preços em cruzeiros, uma resposta positiva das exportações à mudança cambial se traduz num acréscimo ao saldo comercial em dólares. É claro que o efeito positivo das desvalorizações cambiais só se pode alcançar se ela de fato se traduz num aumento do preço recebido pelo produto exportado em relação ao seu custo de produção. Ora, uma desvalorização cambial eleva o preço em cruzeiros das exportações, mas também aumenta o preço em cruzeiros dos intermediários importados. O aumento do preço dos intermediários importados não só aumenta diretamente os custos de produção dos exportadores, como também aumenta os custos de produção de outros bens consumidos internamente, induzindo um aumento no custo de vida. À medida que os salários respondem ao aumento do custo de vida, os custos de produção tornam a aumentar, reduzindo o impacto da desvalorização sobre o preço real das exportações. Não é difícil demonstrar que a desvalorização real depende inversamente da regra de indexação salarial e que é nula numa economia onde os salários estão perfeitamente indexados e respondam imediatamente aos aumentos no custo de vida.

O raciocínio acima explica por que os efeitos de uma maxidesvalorização se perdem à medida que os salários são reajustados em resposta ao aumento no custo de vida, provocado pela desvalorização. E também ajuda a entender por que, numa sociedade onde não se deseja reduzir os salários reais, a depreciação cambial está condenada ao fracasso.

Qualquer mudança de preços relativos implica uma redistribuição de renda. Mudar os preços relativos entre bens comerciáveis e não-comerciáveis internacionalmente através de uma depreciação cambial é impossível se a sociedade recusa uma redução dos salários reais e não deseja ver os problemas do balanço de pagamentos resolvidos através de uma transferência de renda dos trabalhadores a favor dos exportadores. É preciso, portanto, pensar numa solução alternativa. Evidentemente, uma outra solução vai implicar alguma outra forma de redistribuição. A solução que desejamos propor consiste na criação de um sistema de subsídios às exportações financiado por um aumento do imposto de renda. Tal política implica uma redistribuição da renda das classes média e alta em favor dos exportadores. Mas parece razoável que os problemas da dívida externa se resolvam às custas das classes que se beneficiaram do milagre econômico em períodos anteriores. Em seguida, argumentamos que o sistema pode funcionar, e mostramos como o montante dos subsídios e impostos pode ser calculado.

O sistema funciona aumentando a participação das exportações no produto e reduzindo a participação do dispêndio em bens de consumo no produto. Nosso argumento pode ser desenvolvido em duas etapas. A primeira consiste em demonstrar que, mesmo na ausência de um efeito positivo sobre o emprego, essa política

implica uma melhora do saldo comercial. A segunda etapa consiste em demonstrar que essa medida aumenta o nível de emprego na economia. O aumento do produto acarreta um aumento menos do que proporcionalmente no dispêndio, o que reforça os efeitos positivos sobre as contas externas.

Começemos por observar que os subsídios às exportações aumentam a competitividade do nosso produto e acarretam uma elevação de seu volume, o que implica, portanto, uma melhora do saldo comercial. Por outro lado, o aumento do imposto de renda diminui a renda disponível e comprime a demanda de importações de consumo e turismo, contribuindo para uma melhora do saldo em conta corrente.

Para demonstrar a segunda parte de nosso argumento precisamos mostrar que o efeito contracionista do aumento do imposto de renda é menor que o efeito expansionista dos subsídios às exportações (supondo que os aumentos dos impostos e subsídios se equivalham). Para tanto, escrevemos a equação que iguala o produto à soma do dispêndio e da conta corrente, exceto o serviço da dívida:

$$Y = A(YT) + X(pS) - M(YT).$$

Supõe-se que o dispêndio, A , assim como as importações, M , dependem da renda disponível, YT ; onde $T \equiv 1 - t$, sendo t a alíquota do imposto de renda. As exportações, X , dependem de seu preço real, pS , onde $S \equiv 1 - s$, e s é a alíquota de subsídios às exportações. Da equação acima decorre que o aumento percentual da renda, $\hat{Y}$, iguala:

$$\hat{Y} = \frac{(\pi - d)}{(1 - d)} \hat{S},$$

onde π é a elasticidade preço das exportações; $d \equiv$ propensão marginal a despendar de bens nacionais; S representa o aumento percentual dos subsídios e assume-se que ele é igual ao aumento percentual nos impostos, T . Como a propensão marginal a despendar em produtos nacionais é menor do que 1 , e menor que a elasticidade das exportações, segue-se que um aumento dos subsídios financiados por um aumento dos impostos de renda aumenta o nível de renda e reduz o déficit.

A seguir procuramos determinar aproximadamente o montante dos subsídios necessários para reduzir a participação do déficit em contas correntes no produto de 5% para 2%.

Em primeiro lugar observe-se que a redução da participação do déficit no produto através de um aumento dos subsídios implica que:

$$a\eta\hat{S} = 3\%,$$

onde a representa a participação das exportações no produto e η foi definido anteriormente como a elasticidade preço das exportações. Como a elasticidade das exportações de bens primários e de manufaturados diverge, é preciso distinguir entre elas, assim como excluir as exportações de café dos nossos cálculos.

Admitindo que as elasticidades das exportações de primários e manufaturados sejam respectivamente 0,5 e 1, e admitindo-se que suas participações no produto

sejam respectivamente 0,03 e 0,04, concluímos que teríamos de somar à alíquota de subsídios existentes 55 pontos percentuais. Isto implica uma redução do imposto arrecadado dos exportadores igual a 0,55 vez o valor das exportações exceto café, ou seja, aproximadamente 4% do PNB. Este é montante requerido no aumento aos impostos de renda.

Um aumento da arrecadação de impostos da ordem de 4% do produto nacional é certamente elevado. A participação dos impostos diretos no produto nacional bruto em 1970 era igual a 13%. O aumento dessa razão para 17% equivale a um crescimento dos impostos da ordem de 30%. Por um lado, esses números tornam clara a dimensão dos nossos problemas externos. Por outro lado, vale a pena observar que uma participação dos impostos diretos no produto nacional bruto igual a 17% nada tem de extraordinária quando comparada com as razões observadas em outros países mais avançados.¹⁴

CONCLUSÕES

Este ensaio argumentou que uma recessão econômica é uma má política tanto para diminuir a inflação quanto para reduzir os déficits do balanço de pagamentos. E a razão para tanto consiste no fato de que não só os custos das recessões econômicas são elevados, como seus resultados duvidosos. Tanto o problema inflacionário quanto os déficits externos terão de ser enfrentados através de uma reforma fiscal, combinada a uma política de rendas e não através de arrochas monetários. Pode-se argumentar que o atual sistema político não tem como implantar as medidas que se fazem necessárias para enfrentar as dificuldades externas e caminhar na direção de uma distribuição mais equitativa. Neste caso, cabe à sociedade mudar o sistema por um mais adequado às suas necessidades.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BLANCHARD, O. (1981): "Debt and the Current Account Deficit in Brazil", Harvard University, mimeo.
- BLEJER, M. e MATHIESON (1981): "The Preannouncement of Exchange Rate Changes as a Stabilization Instrument", IMF, Research Department, *Document*.
- CARDOSO, E. (1981): "Indexation, Monetary Accommodation and Inflation in Brazil", IPEA, *Texto para Discussão*.

¹⁴ Por exemplo, no mesmo ano de 1979, a participação dos impostos diretos no produto nacional bruto nos Estados Unidos era igual a 17,68%.

Existem dois problemas sérios na implantação do programa sugerido, que exigiriam sua reformulação: (i) a imposição de mais um subsídio fiscal pode levar nossos parceiros comerciais a medidas retaliatórias; (ii) seria preciso mostrar que os novos impostos de renda asseguram maior eficiência e equidade na tributação. O programa aqui sugerido pretende apenas sugerir a existência de programas alternativos e mostrar que eles implicam uma redistribuição de renda.

- SACHS, J. (1981): "Some Intertemporal Aspects of Countercyclical Fiscal Policy", Harvard Department of Economics, mimeo.
- TAYLOR, J. (1979): "Staggered Wage Setting in a Macro Model", *American Economic Review*, pp. 108-13.
- TAYLOR, J (1980): "Output and Price Stability: An International Comparison", *Journal of Economic Dynamics and Control*, pp. 109-32.

