

## **Brasil, a bola da vez?\***

Antônio Delfim Netto<sup>§</sup>

Roberto Macedo<sup>§</sup>

Joaquim Elói Cirne de Toledo<sup>†</sup>

### **Apresentação**

A revista *Economia Aplicada*, em sua seção **Debates**, tem por objetivo veicular debates sobre temas de relevância, seja para o debate acadêmico, seja para o debate de questões de relevância para a economia do País. Neste número apresentamos a exposição feita pelo professor Antônio Delfim Netto e os comentários dos debatedores professores Joaquim Elói Cirne de Toledo e Roberto Macedo.

### **Antônio Delfim Netto**

Eu não gostei muito do título da palestra. Não me parece elegante. O Plano Real foi um plano absolutamente sofisticado e bem-sucedido de combate à inflação, superando todos os demais programas já implementados em outros países. Isso pode ser visto no Gráfico I a seguir.

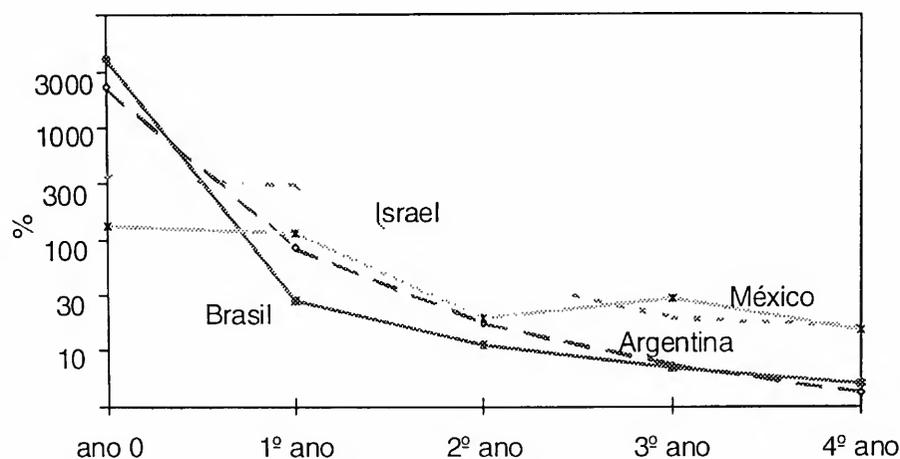
---

\* Palestras proferidas pelos professores Antônio Delfim Netto, Roberto Macedo e Joaquim Elói Cirne de Toledo por ocasião do debate organizado pelo Centro Acadêmico Visconde de Cairu em 29/09/98 na Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo.

§ Professor aposentado da FEA-USP

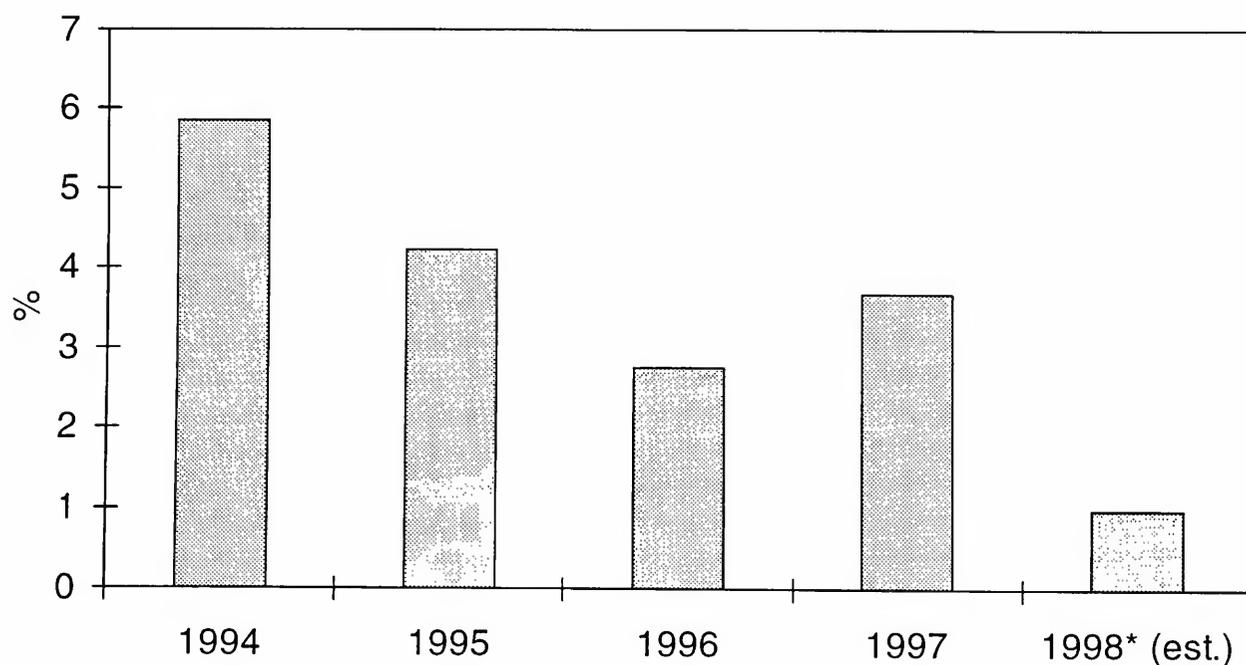
† PhD, Professor Doutor da FEA-USP

**Gráfico I**  
**Taxas Anuais de Inflação nos Planos de Estabilização**



No entanto, esse programa terminou já há uns dois anos e meio sem que o governo percebesse. Nesses dois últimos anos o governo continuou sentado em cima das glórias da estabilização monetária, permitindo que a situação econômica do País fosse se deteriorando rapidamente. O Gráfico II mostra a tendência de queda no crescimento. A supervalorização cambial não era necessária para o sucesso do programa de estabilização.

**Gráfico II**  
**Taxas de Crescimento do PIB**

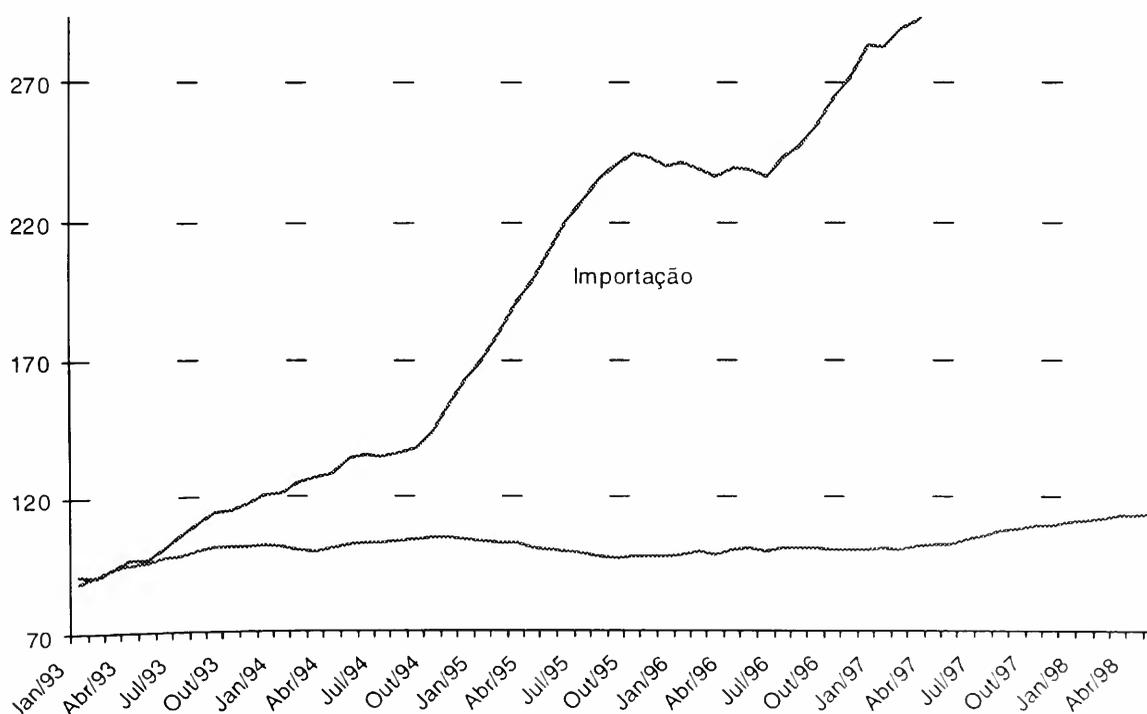


Uma das conseqüências finais desse plano é a redução no ritmo de crescimento, que se explica pelas dificuldades externas que obrigaram o governo a usar sistematicamente uma política monetária que elevou as taxas de juros a um nível absurdo. Após a barbearagem de

março de 1995, quando se tentou mexer no câmbio pela primeira vez, as taxas de juros elevaram-se dramaticamente. Essa elevação provocou um desconforto enorme nas finanças das empresas, produzindo uma inadimplência que chegou, inclusive, aos bancos. O PROER não foi criado para proteger os depositantes, como dizia o governo, nem para proteger os banqueiros, como dizia a oposição. Ele veio para salvar o próprio governo que, se não tivesse salvo os bancos, não teria quem financiasse o seu déficit. Esse processo voltou a se repetir em novembro de 97, quando houve a crise asiática, e agora mais recentemente, com a crise na Rússia. As restrições de crédito, feitas em cada um desses momentos, levou a uma grande redução do ritmo de crescimento do País e a um acentuado crescimento do desemprego.

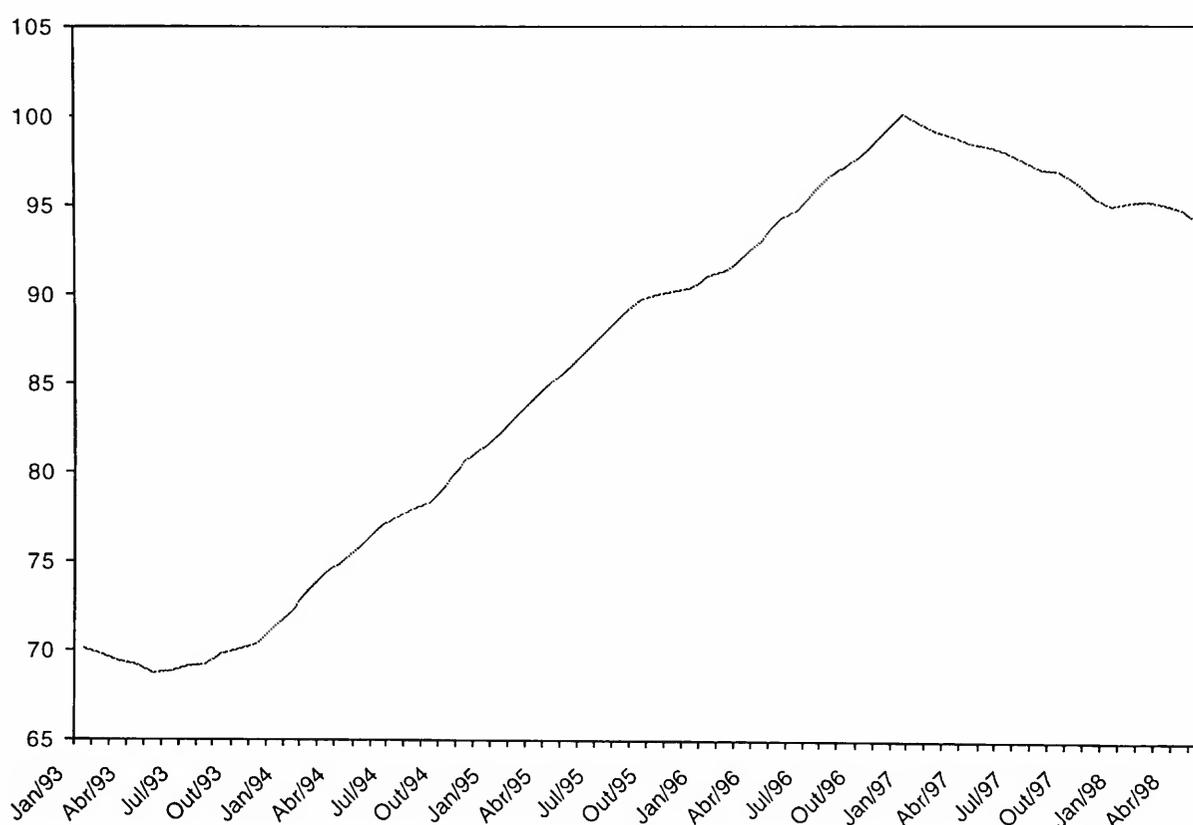
A razão básica para o desarranjo que estamos vivendo foi que, graças à valorização da taxa de câmbio, houve uma redução no ritmo de crescimento das exportações, que já era baixo antes do Real, e um crescimento enorme nas importações. Como decorrência, passamos a conviver com um déficit em conta corrente que, a todo tempo, está perturbando a nossa capacidade de crescer continuamente. O volume físico das exportações, que havia crescido ligeiramente antes do Real, permaneceu razoavelmente estável. Em contrapartida, o *quantum* das importações cresceu dramaticamente (Gráfico III).

**Gráfico III**  
**Índice do Quantum das Importações & Exportações**



Como foi possível tal desequilíbrio? Por que não quebramos antes? Não quebramos antes porque a mão de Deus nos ajudou. O preço das exportações cresceu rapidamente e o preço das importações permaneceu estável. Ou seja, as relações de troca, nesse período, melhoraram dramaticamente a favor do Brasil. Só não aconteceu uma coisa mais séria porque Deus estava conosco naquele momento, e parece que hoje ele se cansou, pois as relações de troca estão começando a se inverter, conforme vemos no gráfico abaixo.

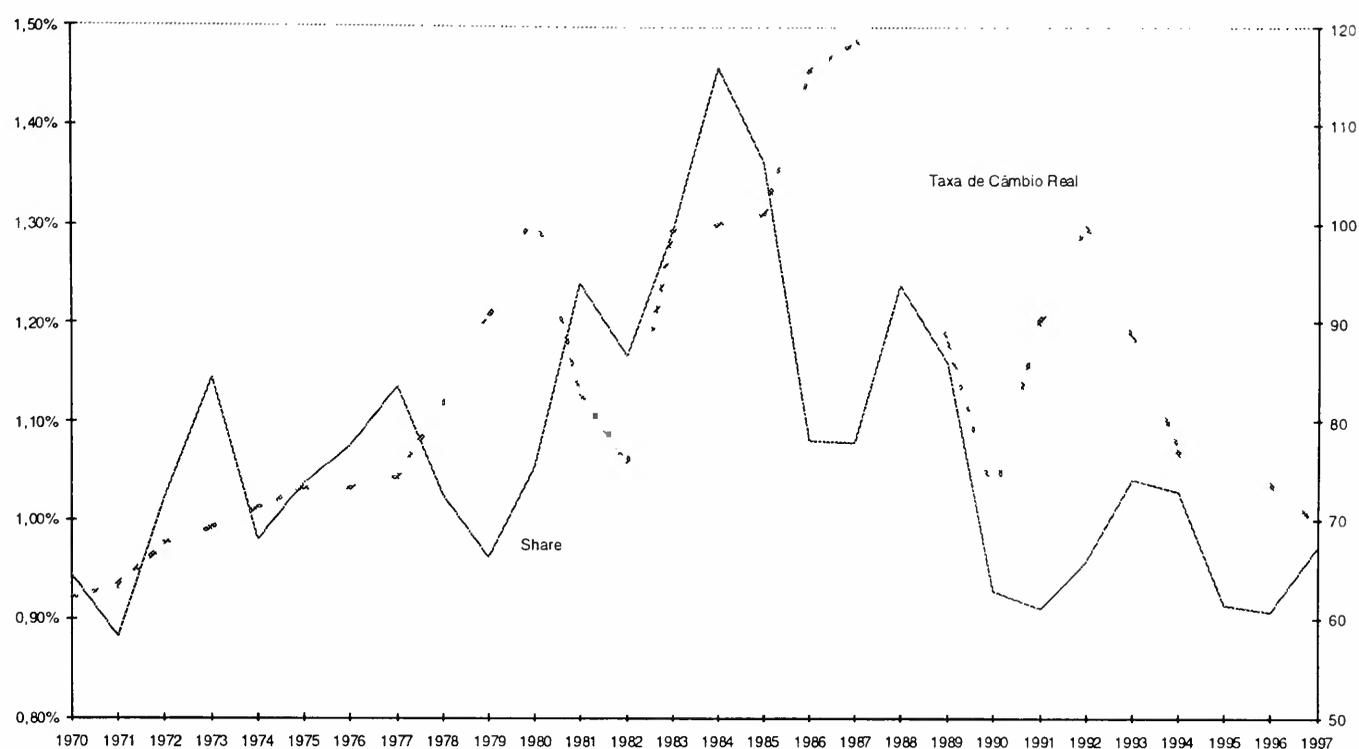
**Gráfico IV**  
**Índice do Termo de Troca**



Nós não quebramos antes, não foi porque o aumento da produtividade atenuou as deficiências do câmbio, como argumenta o governo. Não quebramos antes porque os preços das exportações cresceram muito mais do que os preços das importações e agora a coisa está mudando de figura. A participação do Brasil nas exportações mundiais é uma variável importante a ser observada porque elimina o efeito da renda do Resto do Mundo sobre as exportações brasileiras. Antes do Plano Cruzado nossa participação elevou-se para algo em torno de 1,5%. Posteriormente, congelamos o câmbio 3 vezes: Plano Cruzado, Plano Collor e Plano Real. A partir de 87/88 essa participação começou a se reduzir. No Real, nós não nos satisfizemos em congelar o câmbio, mas o sobrevalorizamos. O Gráfico V explicita a relação entre câmbio efetivo e o *share* das exportações ao longo do tempo. Podemos sugerir que uma boa parte do *share* que perdemos se deve à valorização do câmbio.

### Gráfico V

#### Exportação Brasil/Exportação Mundo & Taxa de Câmbio Real Efetiva

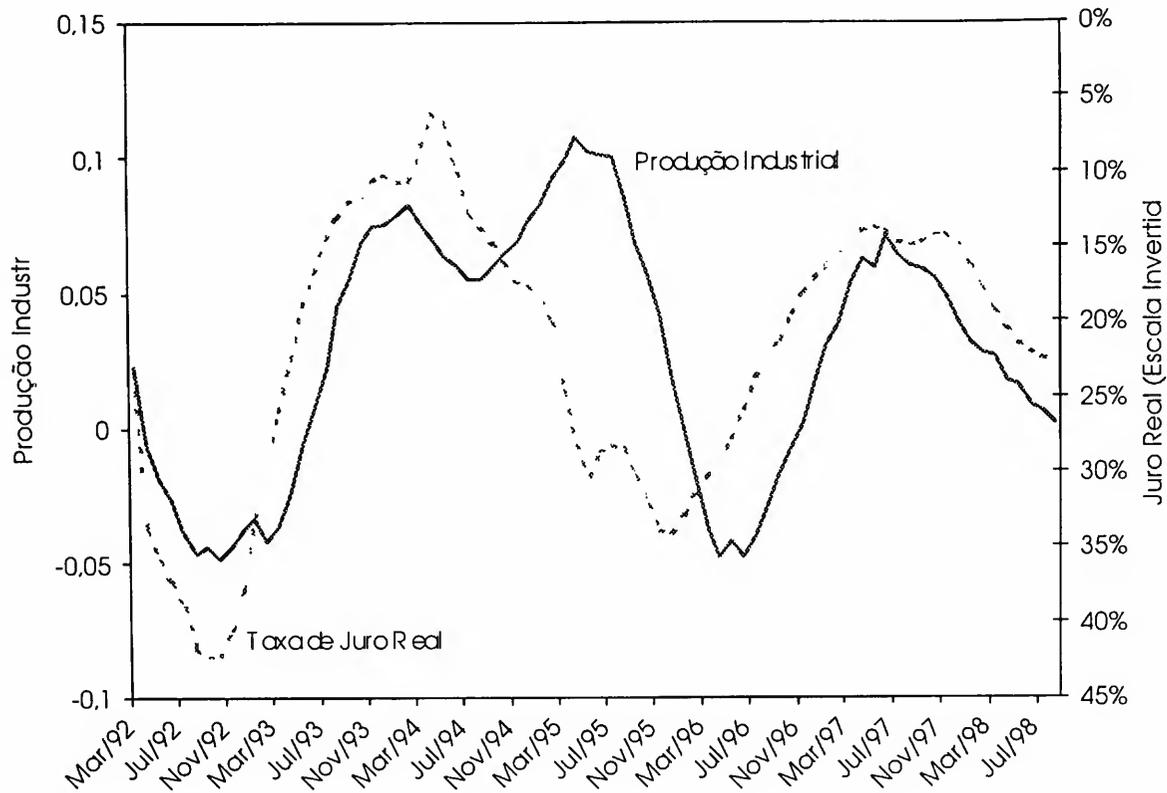


Tínhamos uma participação de 1,48% e hoje estamos com uma participação de 0,8%. Perdemos, portanto, 0,6% do comércio mundial, que corresponde a mais ou menos 40 bilhões de dólares. Se não tivéssemos perdido essa participação certamente hoje estaríamos exportando em torno dos 100 bilhões de dólares, que é o objetivo do governo até 2002, se levarmos o governo a sério.

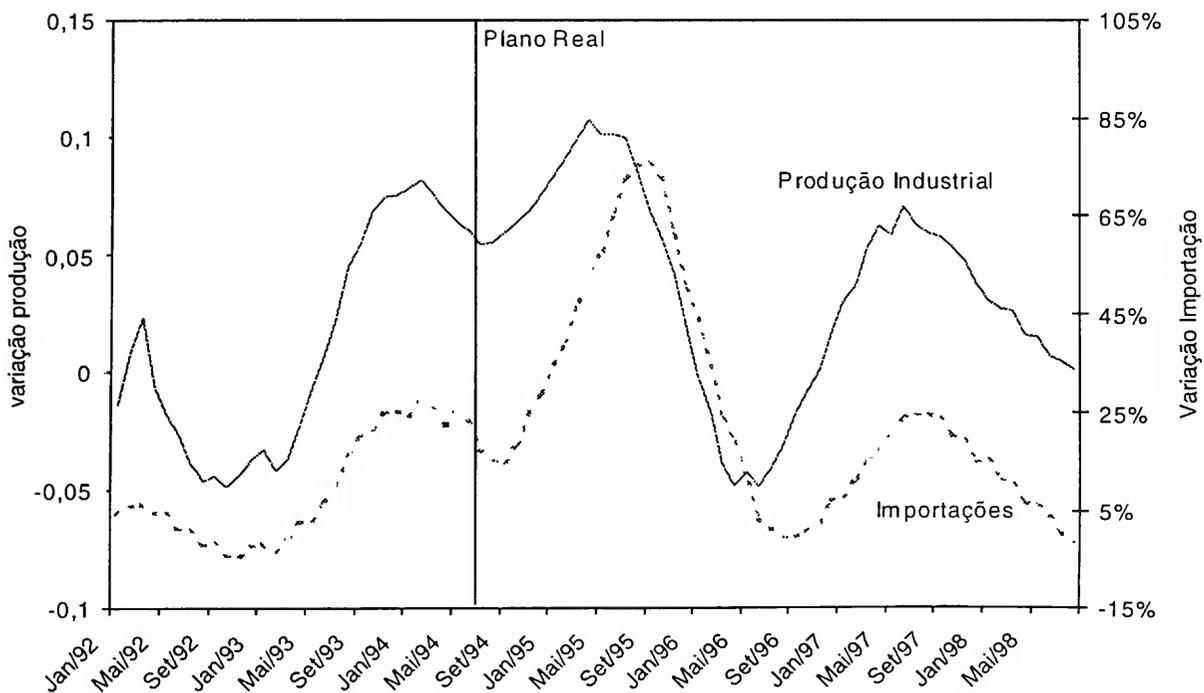
A redução do nível atividade interna foi necessária para reduzir o déficit em conta corrente.

Como não há nenhum instrumento para aumentar as exportações, tornou-se necessário reduzir as importações. Os juros são o instrumento que se utiliza para reduzir a produção, o nível de atividade e as importações. No Gráfico VI vemos como o juro influencia a produção e no Gráfico VII observa-se a estreita relação entre importações e produção industrial.

**Gráfico VI**  
**Juro Real Anual e Variação Anual da Produção Industrial**

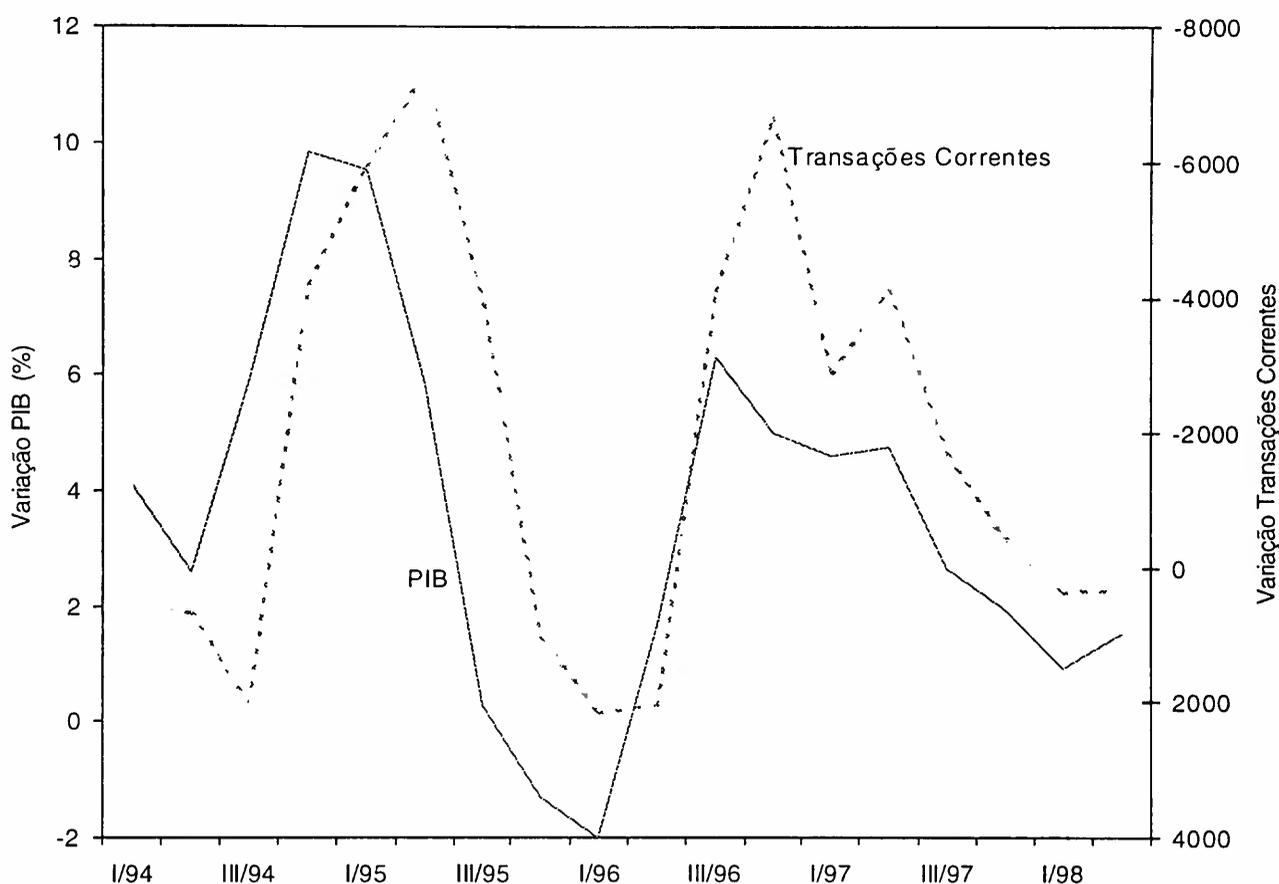


**Gráfico VII**  
**Variação da Produção Industrial e das Importações**



A coisa dramática é que cada vez que há uma dificuldade ela é empurrada sobre o setor privado por meio da redução do nível de atividade e do aumento do desemprego e finge-se que está tudo perfeito. Isso mostra claramente que o instrumento de equilíbrio é o nível de emprego, que é manipulado por meio da taxa de juros. Analisando-se as variações do PIB e do déficit em transações correntes nesse período pode-se concluir que elas estão extremamente correlacionadas (ver gráfico abaixo).

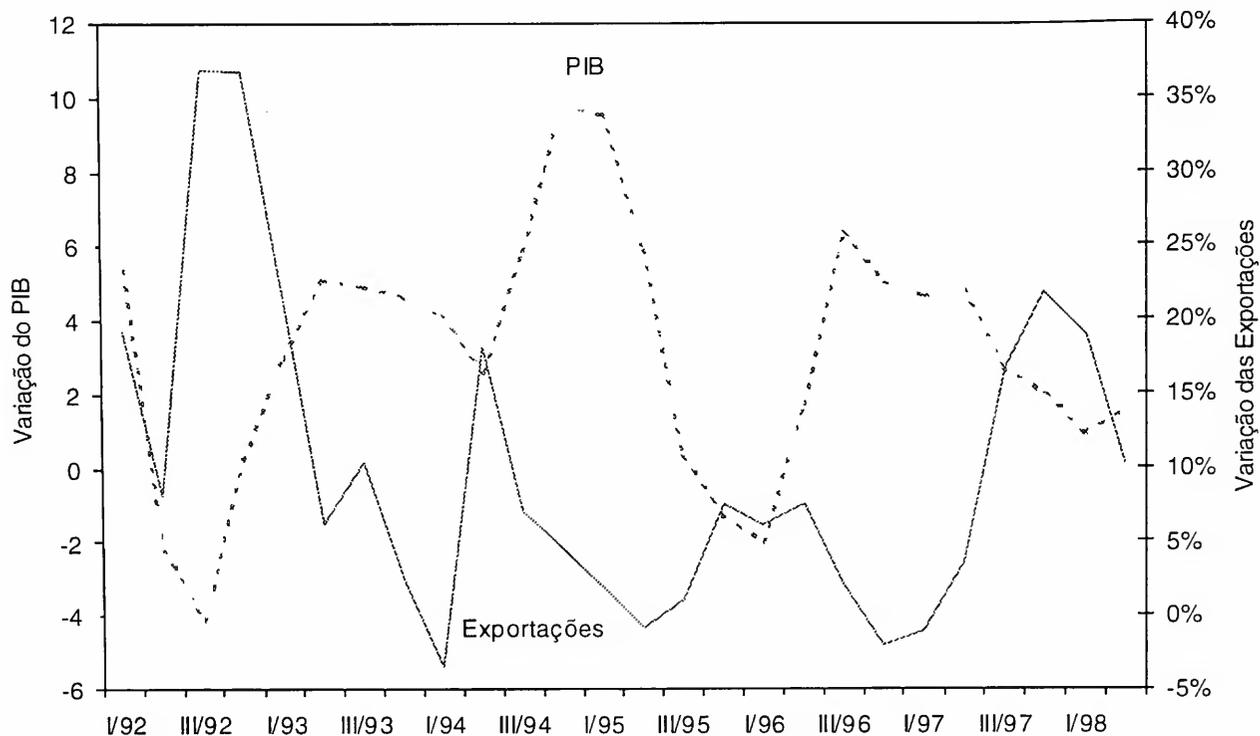
**Gráfico VIII**  
**Saldo em Transações Correntes & Variação do PIB**



Na verdade, o comportamento do PIB não é utilizado para ajustar o déficit em transações correntes. É o inverso. A manipulação do PIB é feita por meio da taxa de juros para ajustar o déficit em transações correntes.

Se analisarmos a relação entre as variações do PIB e as variações das exportações pode-se concluir que se exporta os excedentes, quando a atividade interna diminui (Gráfico IX).

**Gráfico IX**  
**PIB & Exportações de Manufaturados**

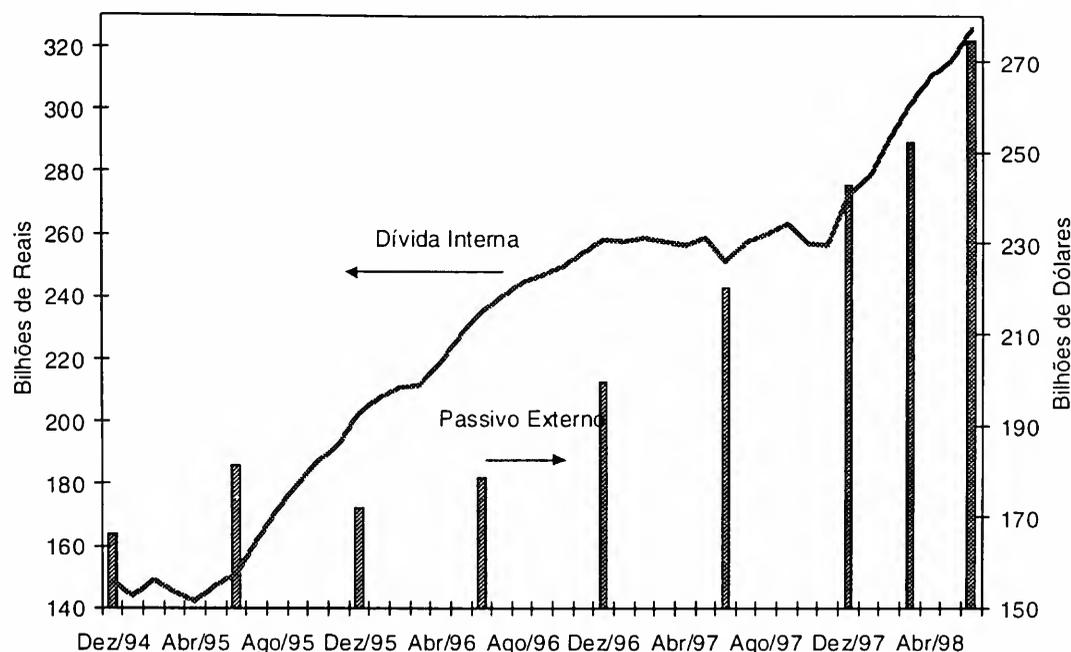


Há uma relação inversa entre a taxa de crescimento das exportações e a taxa de crescimento do PIB. Não há uma política direcionada ao processo exportador. Ao manipular a taxa de crescimento do PIB reduzindo as importações e, de outro lado, elevando ligeiramente a taxa de crescimento das exportações, está-se praticando um ajuste perverso na medida em que não se utilizam os preços.

Como decorrência, essa política econômica conduziu a um grande crescimento da dívida interna (como pode ser visto no Gráfico X), que nos levou a um déficit público também extremamente elevado por causa da permanência da taxa de juros absolutamente insatisfatória ou exagerada.

### Gráfico X

#### Dívida Interna & Passivo Externo Líquido



Além disso, a dívida interna passou a ser mal financiada com papéis pós-fixados. A imaginação dos nossos economistas do governo cresce a cada instante. Havia papéis com correção cambial, no câmbio comercial. Foram criados papéis com correção cambial, no flutuante. Eu recomendaria a criação de um papel com correção cambial no câmbio negro, tentando assim dar realmente segurança para os investidores (*sic*). Há um passivo líquido da ordem de 270 bilhões de dólares que tem de ser remunerado com uma taxa de retorno de, no mínimo, 8 ou 9% ao ano, o que significa um serviço de 22 ou 23 bilhões de dólares ao ano.

A coisa mais importante da nossa crise atual deve-se, na verdade, a uma barbearagem cambial monstruosa e ao abandono daquilo que é fundamental para manter o equilíbrio depois da estabilização. A estabilização é uma condição necessária, e nós precisamos prestar atenção no que faremos depois dela. Hoje, no mundo inteiro, as taxas cambiais são flutuantes. No entanto, há dois países, Brasil e Argentina, com taxas de câmbio fixas. São dois semibêbados, um evidentemente segurando o outro. O mundo inteiro flutua e nós permanecemos fixos. Isso não é economia, é pura mecânica. Se todo mundo flutua, e há um ponto fixo, então todas as tensões cairão em cima do ponto fixo. Não há condições de se manter o câmbio na forma em que se encontra e muito menos de sustentar o que está sendo feito.

Na Tabela I vemos que desde a crise da Tailândia a taxa de câmbio real foi desvalorizada com relação aos Estados Unidos em 8,4%. Com relação à Europa, houve uma valorização

de 4,6%; com relação à Argentina, foi de 6,4%; com relação ao Japão, valorizamos 16,2%, e com relação aos outros países asiáticos, 56%. Nós desvalorizamos 8,4% com relação ao EUA, mas a Comunidade Econômica Européia desvalorizou 12%. Nós ganhamos da Argentina, que desvalorizou 2,1%, mas perdemos para o Japão, que desvalorizou 21% e para os outros países asiáticos, com 41%. Ou seja, a nossa condição de competir e crescer junto aos demais países se deteriorou dramaticamente e vai prosseguir se deteriorando se nós continuarmos na situação em que nos encontramos.

**Tabela I**  
**Varição do Câmbio Real**

Out 98/Set 96

		Brasil	EUA	Europa**	Argentina	Japão	Outros Asiáticos***
Variação da moeda local com relação à moeda externa	Brasil		-10,1%	2,9%	-8,1%	0,8%	39,1%
	EUA	11,2%		14,4%	2,2%	12,0%	54,7%
	CEE**	-2,8%	-12,6%		-10,6%	-2,0%	35,3%
	Argentina	8,8%	-2,1%	11,9%		9,7%	51,4%
	Japão	-0,8%	-10,8%	2,1%	-8,8%		38,1%
	Outros Asiáticos***	-28,1%	-35,4%	-26,1%	-33,9%	-27,6%	
Participação % nas exportações brasileiras			19,2%	12,5%	10,8%	6,4%	4,5%

(-) desvalorização

(+) valorização

Deflatores: IPC de cada país

\*\* Portugal, Itália, Alemanha, França, Espanha e Suécia.

\*\*\* Taiwan, Malásia, Indonésia, Tailândia e Coréia.

Não há, portanto, nenhuma possibilidade de que possamos alterar esse quadro sem uma modificação cambial.

Hoje, uma modificação cambial seria muito difícil e arriscada. Nós perdemos a oportunidade de fazê-la em 94, 95 e 96 e talvez no primeiro trimestre de 97. E o que é que o governo está propondo? Ele está propondo um ajuste fiscal absolutamente cavalariço, de forma a produzir um superávit primário de 3%. Hoje convivemos com um déficit de mais de 1%. Ou seja, a proposta é de um ajuste de 4%. Quando se fizer essa grande correção fiscal, vai-se produzir uma recessão bastante acentuada. Quando essa recessão estiver lá pelos 5%, aí então se desvaloriza o câmbio e as coisas talvez comecem a melhorar.

No entanto, essa política será o primeiro exemplo no mundo em que se consegue equilíbrio fiscal crescendo mediocrementemente. Não há experiência mundial em que se vá ao equilíbrio fiscal sem crescimento. Por outro lado, precisa haver um corte de despesas. Cada vez que se usa aumento de impostos como instrumento para voltar ao equilíbrio, na verdade afasta-se dele. Para implementar essa política, o governo recorreu ao Fundo Monetário Internacional. O FMI, até pouco tempo atrás, era considerado uma espécie de monstro que atacava os países em dificuldade. O FMI nada mais é do que um clube. Eu fiquei muito feliz de ver o presidente reconhecer isso. O Gustavo Franco disse, pouco tempo atrás, que aderir ao Fundo seria perder a soberania nacional. Hoje ele já disse que aderir ao Fundo seria muito bom. Faz 15 dias que ele mudou de posição. O Fundo é um clube que nós fundamos. As melhores famílias já freqüentaram o clube. A Inglaterra já foi ao clube, a França também. Nós somos sócios antigos do clube, já fomos a ele muitas vezes. Já me fizeram muitas críticas pois assinei sete cartas de intenção. Não foi por virtude. É que faltou tempo para assinar a oitava.

O FMI não pode nos prejudicar em nada. O suporte do FMI, que não será da dimensão que as pessoas imaginam, poderá atingir de 20 a 30 bilhões de dólares, mas com condicionalidades formidáveis. Nada será um presente. O FMI funciona como um auditor credor e ele não vai permitir que seja colocado dinheiro bom em cima de dinheiro ruim. Essa é a alternativa que nós vamos trilhar. Somente a partir daí é que a sociedade vai entender claramente que o *trade-off* é entre câmbio e recessão. Se houver um pouco mais de câmbio, haverá menos recessão. O suporte do FMI permitirá uma manobra cambial muito mais tranqüila e certamente nos ajudará a reduzir o peso da recessão. Eu não ficaria surpreso se o FMI decidisse empurrar para cima do Brasil um *currency board* tal como existe na Argentina. Isso seria uma tragédia monumental. Primeiro, vamos continuar sendo o suporte do desequilíbrio. Segundo, porque seria uma coisa trágica para um país como o Brasil, que certamente tem condições de ser um *global player*. O *currency board* foi inventado pelos ingleses para controlar suas colônias africanas e asiáticas. Eu não ficaria surpreso se fôssemos tentados a fazer uma graça como essa.

Finalmente, eu gostaria de dizer que nada do que estamos vivendo se deve ao plano de estabilização. Nossas dificuldades se devem à enorme barbearagem cambial produzida por pessoas que inclusive têm uma boa formação acadêmica, mas que têm o pensamento ideologicamente distorcido. Partiram de duas hipóteses absolutamente falsas e imaginaram que iriam demonstrar o teorema. Partiram da hipótese de que o câmbio valorizado gera produtividade. Essa é uma das coisas mais falsas do mundo. Os economistas formados na Idade Média como eu já sabiam isso. Câmbio valorizado significa economia fraca, todos nós sabemos disso. O que aumenta a produtividade é a abertura comercial, a competição.

A segunda hipótese é ainda mais dramática. Esses economistas descobriram que num mundo onde há plena liberdade de movimento de capitais sempre existirá lá fora um número suficiente de idiotas dispostos a financiar qualquer déficit em conta corrente. Mas o que é a crise brasileira? É a descoberta surpreendente de que há mais idiotas aqui dentro do que lá fora.

## **Roberto Macedo**

Eu não tenho grandes divergências com respeito à exposição do Professor Delfim Netto. Quando há problemas crônicos que não são corrigidos, em algum momento vem a crise. É como uma doença que não se trata. O esgotamento do Plano Real pode ser aquilatado pelo lado real da economia. O Plano Real capitalizou as oportunidades decorrentes do fim da inflação e seus efeitos benéficos sobre a atividade econômica. Com o fim do imposto inflacionário, as pessoas, particularmente as de baixa renda, passaram a adquirir mais. Isso foi particularmente sentido no final de 94. O início de 95 foi um pouco tumultuado porque o governo deu um aperto na economia por causa da crise do México. Por outro lado, a estabilidade monetária e a confiança na nova moeda possibilitaram que os prazos do crediário se dilatasse. Como decorrência, deu-se uma explosão da demanda até o início de 96, principalmente no setor de bens de consumo duráveis. Aí se encerraram os efeitos do Plano Real sobre a atividade econômica.

Com relação ao setor de bens de consumo duráveis, houve uma farra, com crescimento de até 20% ao ano. Mas depois houve um esgotamento. Os consumidores foram às compras e acabaram se endividando em demasia. Posteriormente, foram afetados pelo desemprego. As empresas privadas também erraram. Elas superestimaram a demanda. Imaginou-se, por exemplo, que a demanda de televisores que, em 96, havia atingido 8,5 milhões de aparelhos, poderia atingir 12 milhões nos dois anos seguintes. O quadro de excesso de oferta no setor se acentuou com a entrada de novos competidores como a Samsung e a LG. O consumo já estava um pouco saturado e aí sobreveio a crise do setor.

O Plano Real é uma bananeira que já deu cachos, sobraram algumas pencas. É necessário que a economia volte a crescer. É necessário gerar renda, pois os efeitos do Plano Real já se esgotaram. O Plano Real foi como uma escada. Após subir os 2 degraus do fim do imposto inflacionário e da volta do crediário, não há nenhuma força que possa impulsionar escada acima. Às vezes ocorre até um retrocesso, como ocorreu no Plano Real, devido ao excesso de consumo e também excesso de produção. A economia não cresce e ela está aí perdida com o problema da dívida interna e o problema da dívida externa, cujos sintomas

mais importantes são o crescimento elevado e o câmbio defasado. Há uma defasagem cambial da ordem de 10 a 15%. Eu creio que o governo relaxou, acreditando que iria haver financiamento externo.

Para o governo, fechar um balanço de transações correntes pelo lado real ou pelo lado financeiro não faz muita diferença. Há uma insensibilidade quanto à questão de se determinadas medidas afetam ou não a produção. Há insensibilidade pelo chão de fábrica. O governo, por causa da eleição para o segundo mandato, relaxou violentamente no controle fiscal e essa é uma das razões de as coisas estarem do jeito que estão. Por outro lado, o ajuste fiscal não é feito, pois não há uma clientela pelo ajuste fiscal. Ajuste fiscal significa cortar gastos, aumentar impostos, ou seja, fazer tudo o que o pessoal não gosta de fazer. Não há uma clientela política para isso.

Na hora da crise, o paciente é levado para a UTI e começa a pedir socorro. Você vai ao FMI, que eu também não tenho nenhuma restrição a ele; eu não escrevi sete ou oito cartas de intenção, mas já levei uma. Como técnico, eu sempre digo o que é preciso fazer, mas a área política, por diversas razões, não o faz. As coisas acabam sendo proteladas e aí chega o momento da crise. O momento atual é muito grave. O grau de distorção do câmbio é imenso. A minha maior preocupação é que não se faça nada. O grande nó do Brasil não é uma questão essencialmente econômica. O grande nó encontra-se na área política, que impede o ajuste fiscal. Não há clientela disposta a isso. Deve ser feito um programa de ajuste, e se o Brasil caminhar na direção correta, ele fará o que foi indicado pelo Professor Delfim. Mas vai ser um processo difícil, sem crescimento nós não iremos a lugar algum. Apesar das grandes dificuldades em nível macroeconômico, não devemos nos esquecer das grandes oportunidades que existem do lado micro da economia, principalmente com relação ao setor de bens de consumo.

### **Joaquim Elói Cirne de Toledo**

Eu tenho uma certa dificuldade para entender a posição do professor Delfim Netto de que as dificuldades do Plano Real decorrem dos equívocos da política cambial. Eu vou relembrar o famoso plano de estabilização da Alemanha, que é o pai de todos os planos. Em 07 de novembro de 1922, em Berlim, um comitê de *experts* apresentou um conjunto de recomendações para estabilizar a economia da Alemanha. O programa de estabilização da Alemanha foi implementado em meados de novembro de 1923. O comitê recomendava, primeiro, a criação de um conselho independente do câmbio, ou seja, um *currency board*. Além disso, recomendava a fixação da taxa do câmbio, a livre movimentação de capitais e

a adoção de uma taxa de juros extremamente elevada. Essas medidas deveriam ser mantidas até que a estabilização estivesse definitivamente assegurada. Eles recomendavam também a emissão de títulos indexados ao câmbio. Ou seja, a emissão de títulos indexados ao ouro com uma taxa de juros apropriada e que deveriam ser vendidos em troca de divisas. Eles recomendavam ainda a compra de moedas nos mercados à vista e a venda nos mercados futuros. Desse comitê faziam parte o professor Gustavo Kassel e um jovem e promissor economista chamado John Maynard Keynes. Após a fixação da taxa de câmbio nominal, a taxa real apreciou-se fortemente, de forma que, após 1 ano, a taxa de câmbio havia caído 35% em termos reais. Ou seja, o mesmo que aconteceu com a economia brasileira.

O Brasil experimentou a mesma apreciação da taxa de câmbio como outros programas de estabilização: México, Israel e Argentina. O Professor Delfim diria, é claro, que tudo bem que houvesse uma apreciação em termos reais, mas não precisava apreciar em termos nominais. A taxa de câmbio nominal no mercado oficial da Alemanha ficou fixa, mas no mercado livre apreciou-se fortemente. Taxas de juros extremamente elevadas foram praticadas na Alemanha sem inflação e sem desvalorização cambial. Quando o programa começou, as taxas de juros diárias variaram de 5 a 20%, dois dias após a estabilização do câmbio. Em 10 de dezembro de 1923, a taxa de juros era 1,4 a 1,5%. Como se pode observar, taxas absurdamente elevadas foram praticadas no início do programa de estabilização. Por outro lado, a arrecadação tributária elevou-se fortemente com a estabilização, da mesma forma que o gasto público.

A apreciação cambial na Alemanha, assim como nos outros países citados, foi acompanhada também de ganhos reais de salários viabilizados pela apreciação real da taxa de câmbio. O desemprego caiu na Alemanha, pelo menos no início da estabilização. Os alemães fizeram novos impostos no início do processo, mas os alemães também fizeram uma outra coisa que nós não fizemos. Um ano depois de estabilizada a economia, eles tinham zerado o déficit público. O Brasil nem zerou antes nem depois da estabilização. Hoje temos um déficit público de 8,5% do PIB.

Por que é que os nossos amigos alemães tiveram tanto sucesso e nós tivemos tantos fracassos? Porque no controle do déficit público os alemães utilizaram a tática de botar fogo para acabar com o incêndio. Eles pagaram a dívida interna em dinheiro. É claro que isso ajudou a explodir ainda mais a inflação nos últimos meses de hiperinflação na Alemanha. Mas eliminou-se a questão da dívida interna. Apesar dos juros extremamente elevados, o governo alemão não teve custo. Nós começamos a estabilização com a dívida interna elevada. Medida em dólares, a taxa de juros praticada no Brasil de 86 a 88 no mercado CDI, que é a taxa básica paga sobre dívida pública mobiliária, é da ordem de

26% ao ano. Essa é uma taxa de juros absolutamente escandalosa. A taxa média de juros nos 50 meses do Plano Real, também medida em dólares, é de 30% ao ano. O Banco Central vende hoje títulos cambiais com taxas de juros próximas a 19% ao ano. Chegou a vender títulos cambiais com juros de 25% ao ano, durante o início da crise da Rússia. Com uma dívida total já da ordem de 38% do PIB, torna-se extremamente difícil estabilizar a economia.

Eu não consigo ver um grande erro na condução básica do Plano Real. Então, por que as coisas estão se deteriorando? A explicação não reside apenas nos impactos da crise externa, que não deixam de ser extremamente preocupantes. Creio que a explicação encontra-se na combinação de juros extremamente elevados com a percepção exagerada do risco País. Sistemas políticos ou sociedades se comportam como se dívidas são feitas para não serem pagas. O caso da França, quando comparado com o da Inglaterra, é exemplar. A França sempre teve problemas seríssimos de instabilidade financeira e cambial, porque os governos adoravam repudiar dívidas. Esse comportamento contrasta com a Inglaterra aonde a regra do jogo era pura e simplesmente: *“Dívidas existem para serem honradas, custe o que custar. Subimos os impostos.”*

A Inglaterra, no século passado, chegou a pagar um custo de dívida interna da ordem de 10% do PIB. É o único lugar no mundo onde já se fez tal loucura. Muitos países não aceitam pagar nenhum custo elevado de dívida pública. Toda vez que a conta fica alta demais, o balanço político se move a favor de uma inflação que reduza o tamanho da dívida pública. Toda vez que o custo é módico, as pessoas se sentem interessadas em estabilidade.

No caso do Brasil, um déficit público de 7,0% do PIB é sustentável? Deveríamos fazer um ajuste de 7%. Com um déficit primário de 3%, teríamos que fazer um ajuste da ordem de 7,0% para obter um superávit primário de 4%. Mesmo que a crise atual seja superada, teremos um problema sério à frente. Não haverá condições sociais e políticas de gerar um superávit primário de tal ordem e magnitude que estabilize a dívida que, continuando a crescer ao longo do tempo, pressionará a economia.

De um lado, pressiona com o próprio efeito de preços porque aumenta a renda disponível, pois está aumentando o pagamento de juros, as transferências do governo ao setor privado. Se o governo subir ainda mais a taxa de juros para evitar pressões sobre a economia, ele reduz o investimento e com isso reduz a taxa de crescimento do PIB, o que agrava ainda mais o problema. Se ele abaixar as taxas de juros, ele gera fuga de capitais e cria um problema externo. Ele pode eventualmente desistir dos juros e fazer algumas

maxidesvalorizações para resolver o problema externo. Nesse caso, o problema é resolvido porque com maxidesvalorização volta a inflação que reduz a dívida. Além disso, há um efeito extremamente interessante no Brasil, que é a dualidade no mercado financeiro. Ou seja, parcela da dívida pública, negociada no mercado financeiro organizado, pagava elevadas taxas de juros. Isso não ocorria, por exemplo, com os depósitos no FGTS que eram remunerados com taxas reais negativas. Ou seja, esses pequenos poupadores, que constituem a maior parte da população, acabam pagando a conta.

Como é que nós vamos sair desse embrulho? Se adotarmos uma taxa de juros igual à americana vamos crescer um pouco mais e vamos gerar um superávit primário maior. No entanto, essa política é coerente com a nossa realidade econômica, política e social? Eu começo a desconfiar que não. Ainda que a crise atual vá embora, há um sério problema de endividamento do governo e que poderá acabar com a estabilidade da economia brasileira.