Cenário externo e lógica política interferem no *timing* do ajuste da economia

Fernando Dantas, do Rio de Janeiro

Desde meados de agosto, a equipe econômica brasileira tem sido brindada com diversos motivos de alívio em relação ao momento extremamente tenso iniciado no segundo trimestre. Em maio, junho e julho a impressão era de que a recuperação da economia americana levaria a um aumento contínuo e drástico das taxas de juros dos Estados Unidos, prolongando indefinidamente o período de desvalorização intensa e turbulenta do real e de outras moedas de países emergentes e desenvolvidos dependentes de *commodities*.

Na China, muitos temiam um pouso forçado da segunda maior economia do mundo, cujo crescimento poderia cair abaixo de 7%, afetando o preço das *commodities* exportadas pelo Brasil e complicando o cenário de financiamento do déficit em conta-corrente. Finalmente, as manifestações populares de junho pareciam ter reduzido drasticamente o capital político da presidente Dilma Rousseff, acenando com o perigo da perda de governabilidade num momento econômico já bastante complicado. A virada do semestre registrou também perspectivas para o crescimento em 2013 e 2014 particularmente ruins.

Agora, porém, há uma lufada de alívio. Em relação ao câmbio, o real experimentou um comportamento mais razoável, diante da elevação dos juros americanos de longo prazo, antes mesmo da última reunião em setembro do FOMC (comitê de política monetária do Federal Reserve, Fed, banco central americano). Além disso, o FOMC anunciou nesse encontro que não seria iniciada por ora a redução das compras de títulos de longo prazo pelo Fed, para baixar os juros longos nos EUA.

Com isso, a rentabilidade dos títulos do Tesouro dos EUA de dez anos cedeu substancialmente (de 2,84% em 17 de setembro, um dia antes do anúncio do Fed, para 2,65% em 30 de setembro), e o real se valorizou, de R$ 2,26 para R$ 2,22, naquele mesmo período.

Como a Carta do IBRE discute nesta edição, há sinais bastante palpáveis de que a política monetária do Fed será *dovish* (pouco conservadora) por um longo período, maior do que julgava até pouco tempo atrás o mercado financeiro.

Na China, uma série de indicadores econômicos favoráveis foi divulgada recentemente. A isto se juntou uma nítida mudança de atitude do governo chinês. As lideranças do país se mostraram dispostas a aliviar um pouco o duro posicionamento em favor da transição do modelo econômico (como a intervenção em maio no sistema bancário "nas sombras", que levou a uma alta de dois dígitos das taxa interbancárias), em prol de evitar uma desaceleração demasiadamente brusca.

No *front* brasileiro, finalmente, houve a recuperação parcial da popularidade da presidente Dilma, e uma sucessão de indicadores econômicos melhores que a expectativa do mercado: o PIB do segundo trimestre, as vendas de varejo em julho, o Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) de julho e o desemprego de agosto.

Riscos do déficit externo

Essas boas notícias externas e internas aumentam as chances de que o Brasil não passe, antes das eleições presidenciais de 2014, por um processo mais drástico de ajuste externo. O déficit em conta-corrente acumulado em 12 meses atingiu 3,6% do PIB em agosto deste ano. Para muitos analistas, o indicador caminha para algo próximo a 4%, na ausência de um ajuste.

No passado, déficits em conta-corrente de 4% do PIB ou mais foram muitas vezes o limite a partir do qual graves crises de financiamento externo aconteceram. O Brasil de hoje é muito mais sólido em termos macroeconômicos, o que sugeriria que talvez os parâmetros históricos já não se apliquem. Mas há razões para se preocupar.

O crescimento potencial da economia brasileira parece ter caído de algo entre 3,5% a 4%, durante boa parte do governo Lula, para um número entre 2% e 3% nos anos Dilma. Quanto menor o crescimento, menor a capacidade de absorver sustentavelmente o aumento do passivo externo líquido engendrado por déficits em conta-corrente.

Na visão mais de longo prazo de alguns economistas, como Armando Castelar, pesquisador do IBRE, o Brasil terá de fazer o ajuste em algum momento, por ter exaurido as possibilidades do modelo de crescimento que prevaleceu durante a era Lula.

Para Castelar, as reformas dos anos 1990 tornaram a economia brasileira mais eficiente. Com a chegada de Lula ao poder em 2003, e a manutenção das linhas básicas da política econômica, a combinação de queda do risco político e do apetite da China por *commodities* exportadas pelo Brasil levou à aceleração de crescimento de 2004 a 2010.

Houve um *boom* de crédito, e o alto desemprego e o câmbio desvalorizado do início daquele período moderaram as pressões inflacionárias (as importações aumentaram velozmente, ampliando a oferta para atender à crescente demanda doméstica).

"Foram tempos de euforia", rememora Castelar, notando que, enquanto o emprego e a renda real subiam, a inflação e os juros caíam. A alta da arrecadação permitiu o aumento do gasto público.

Problemas do modelo

Segundo o economista, entretanto, o modelo era insustentável, já que a apreciação cambial e a alta da renda minavam a competitividade industrial, as dívidas cresciam mais rápido do que os rendimentos, os preços de exportação não poderiam subir para sempre e havia limites para a deterioração das contas-correntes.

A partir dos primeiros sinais de problemas no modelo, a história se complica, segundo Castelar, com a tentativa fracassada de dar sobrevida ao *boom* por meio da "nova matriz econômica" do governo

O crescimento potencial da economia brasileira parece ter caído de algo entre 3,5% a 4%, durante boa parte do governo Lula, para um número entre 2% e 3% nos anos Dilma

Dilma — as políticas monetária e fiscal tornaram-se expansionistas, o câmbio foi desvalorizado e grandes volumes de crédito subsidiado foram usados para financiar o consumo e a política industrial dos "campeões nacionais". O governo tornou-se mais intervencionista, e distribuiu isenções tributárias setoriais para estimular o consumo de carros, eletrodomésticos etc.

Já em 2012 estava claro que o modelo econômico de Dilma não estava apresentando os resultados almejados, com lento crescimento e alta inflação. Por outro lado, a surpreendente manutenção do vigor do mercado de trabalho ainda garantia níveis altíssimos de popularidade para a presidente.

De qualquer forma, a percepção geral entendia que os problemas eram administráveis econômica e politicamente, e que a reeleição de Dilma, em 2014, representava quase favas contadas. Em meados do primeiro semestre de 2013, a alta da inflação, que se refletiu numa desaceleração

Quanto menor o crescimento, menor a capacidade de absorver sustentavelmente o aumento do passivo externo líquido engendrado por déficits em conta-corrente

do consumo, afetou um pouco a popularidade da presidente, mas aquele quadro básico mantinha-se como a visão consensual.

Foi então que veio o período de grandes dificuldades, de maio a julho deste ano. A sensação, quando houve o agravamento simultâneo em diversas frentes relacionadas à capacidade de o Brasil se financiar, era a de que o país estava sendo forçado a se ajustar, e que esse processo poderia ter desdobramentos significativos antes das eleições de 2014, prejudicando os prognósticos de Dilma. Evidentemente, o governo tem todo o interesse em suavizar ou mitigar o ajuste, mas numa situação muito drástica de perda de financiamento, não haveria o que fazer.

Para alguns observadores, o ajuste, além da questão das contas externas, significa corrigir uma série de distorções (segundo essa visão) introduzidas na economia brasileira, na tentativa de estender o *boom* dos anos Lula, ou por uma abordagem ideológica equivocada.

Na interpretação de Samuel Pessôa, pesquisador do IBRE, o ajuste da economia brasileira envolveria retomar um regime de flutuação de câmbio menos administrado; combater a inflação mais duramente; corrigir preços artificialmente controlados, como o dos combustíveis; retrair o BNDES; retomar a abertura da economia; acabar com a desoneração tributária seletiva; e reformular a política de concessões, na direção de contratos mais adequados à participação do setor privado.

Mudança de preços relativos

Em relação à questão externa propriamente dita, José Júlio Senna, chefe do Centro de Estudos Monetários da FGV/IBRE, vem examinando a dicotomia entre "ajustar ou financiar" o déficit em conta-corrente.

Ajustar significa fazer uma mudança substancial dos preços relativos, o que é o outro lado da moeda de uma desvalorização real do câmbio.

"Os bens comercializáveis internacionalmente, especialmente as manufaturas, têm de se tornar mais caros em relação aos bens não comercializáveis, dos quais o setor de serviços representa a maior parte", explica Senna.

Em recente seminário de conjuntura do IBRE, o economista apresentou um gráfico com a evolução dos preços relativos (preços dos comercializáveis divididos pelo preço dos não comercializáveis, segundo as séries do Banco Central) e o câmbio nominal desde 1995.

O gráfico mostra como a política de fixação do câmbio do Plano Real encareceu os não comercializáveis e como, a partir da desvalorização de 1999, as mudanças no câmbio nominal foram razoavelmente acompanhadas por mudanças correspondentes nos preços relativos.

Mas essa tendência foi quebrada tanto na desvalorização momentânea de 2008 e 2009 (o preço dos não comercializáveis não se barateou relativamente ao dos comercializáveis) quanto na nova rodada de desvalorização a partir de julho de 2011, período em que o dólar saiu de cotações abaixo de R$ 1,6 para os níveis atuais.

Assim, enquanto o dólar se valorizou, em termos nominais, 50% ante o real, de julho de 2011 a agosto de 2013, a relação entre preços de comercializáveis e não comercializáveis caiu 6,8% (isto é, os não comercializáveis ficaram relativamente mais caros do que os comercializáveis no período).

Outra maneira de detectar a resistência dos preços relativos em mudar é comparar a inflação em 12 meses até agosto dos bens duráveis (tipicamente comercializáveis), que está em 2,71%, com o mesmo indicador dos serviços, de 8,6%.

Como se vê, portanto, a economia brasileira vem apresentando uma resistência ao ajuste dos preços relativos. Isso pode se dever a uma combinação de fatores, ligados às políticas públicas ou não. O fato, porém, é que ajustes desse tipo são dolorosos, e não é de se esperar que a dinâmica política faça com que voluntariamente, e sem necessidade imperiosa, esse processo seja iniciado.

Um ajuste externo (redução substancial do déficit em conta-corrente), com mudança de preços relativos, é um processo que implica a perda ou no mínimo a contenção da renda e do consumo dos trabalhadores. Há mais de uma forma de olhar para esse fenômeno.

Uma delas é notar que o impacto inicial da desvalorização do câmbio nominal sobre os preços domésticos ocorre nos bens comercializáveis. Tendem a subir de preço produtos importados, que concorram com importados, ou mesmo os exportáveis (já que o aumento de exportação, pelo câmbio mais desfavorável, reduz a oferta doméstica).

Porém, para que a mudança de preços relativos se cristalize, é preciso evitar que a inflação dos comercializáveis se propague para os não comercializáveis. Para tanto, as políticas monetária e fiscal têm de ser apertadas, contendo a renda, o consumo e o crédito, afetando os trabalhadores.

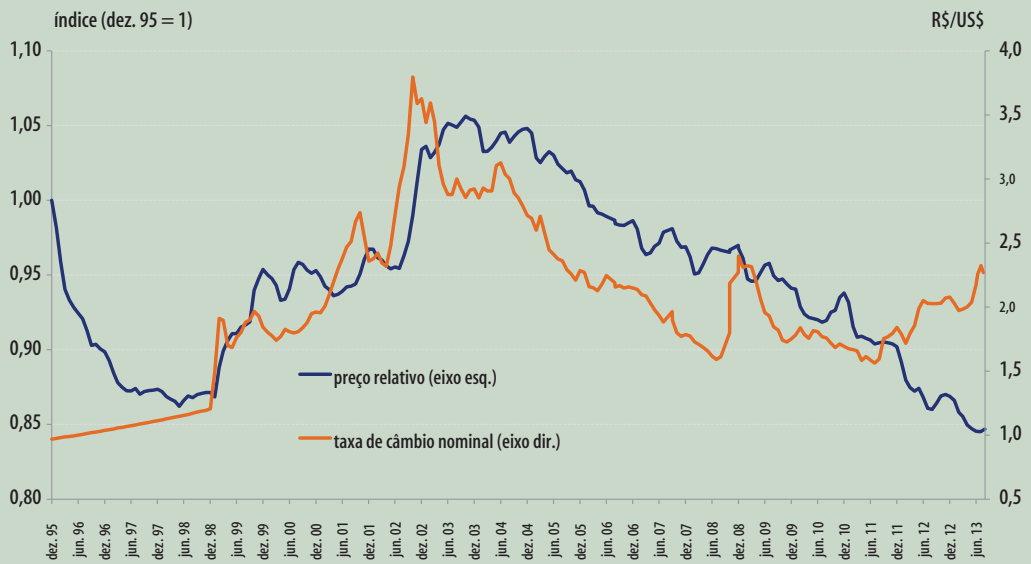
Conter o consumo

Outra forma de mirar o lado desagradável do ajuste externo é pensar que, num primeiro momento, é preciso conter a absorção doméstica (consumo mais investimentos), de tal forma que o país importe menos e sobrem mais excedentes para exportar.

É preciso levar em conta, por outro lado, que o aumento do preço relativo dos comercializáveis (induzido pela desvalorização do câmbio nominal) os torna mais lucrativos, quando comparados aos não comercializáveis. Isso é especialmente verdadeiro porque os salários, custo importante dos comercializáveis, podem ser vistos como o preço de um serviço, isto é, de um bem não comercializável.

A maior competitividade dos comercializáveis afeta especialmente a indústria, já que as *commodities* têm

Preço relativo e taxa nominal de câmbio



Fonte: Banco Central do Brasil.

um ciclo próprio, em que o preço internacional é mais decisivo do que a taxa de câmbio. Dessa forma, a mudança de preços relativos desvia os investimentos e a produção para os bens comercializáveis, com destaque para os manufaturados, possibilitando ao país, num segundo momento, recuperar renda e consumo com uma aceleração econômica puxada pela demanda externa.

Pessôa chama atenção também para o fato de que, ao reduzir a renda dos trabalhadores em favor dos capitalistas (que têm suas margens ampliadas nos setores de bens comercializáveis), a mudança de preços relativos acaba aumentando a poupança do país, já que a propensão a poupar dos detentores do capital é maior do que a da classe trabalhadora. Esse aumento de poupança, por sua vez, torna a mudança real do câmbio mais sustentável e compatível com o processo de elevação do investimento que ocorre em função da alta da rentabilidade do setor de bens comercializáveis.

"O investimento se eleva sem que o déficit de transações correntes aumente", resume o economista.

Um ajuste externo desse tipo, somado à toda a lista de correções micro e macroeconômicas apontada pelo economista, pode prejudicar a popularidade do governo, especialmente no primeiro e mais difícil momento. Para ficar apenas em alguns exemplos, um ajuste completo envolve tanto reduzir a renda dos trabalhadores, quanto aumentar o preço de combustíveis e retirar vantagens e proteção de empresários.

Assim, muitos analistas trabalham com a hipótese de que Dilma e sua equipe econômica vão tentar "empurrar com a barriga" até as eleições, e promover mudanças mais profundas na economia em 2015. O alívio recente em termos de Estados Unidos, China e dos indicadores econômicos domésticos e da popularidade presidencial reforçam essa ideia.

Castelar, porém, contempla a hipótese de que o governo tente esticar ainda mais a corda. Para o economista, "existe uma chance de que, em vez de fazer o ajuste em 2015, o governo dobre a aposta".

Ele lembra que a correção de rumos da economia envolve custos políticos muito grandes, que podem ser intragáveis mesmo depois de uma eleição: redução do nível de atividade (num primeiro momento), aumento do desemprego, corte de despesas públicas, alta de juros, alta da inadimplência, subida do preço dos combustíveis etc.

Custos cumulativos

O economista observa que muitos desses custos são cumulativos e, em alguns casos, podem subir em função de mudanças conjunturais previsíveis. Por exemplo, com a normalização da política monetária americana em algum momento futuro (ainda que demore mais do que se julga agora), os juros brasileiros também tenderão a subir, e os subsídios implícitos nos financiamentos do BNDES aumentarão.

No caso do controle da inflação, e na tentativa de colocá-la de fato rumo ao centro da meta (de 4,5%), quanto mais tempo decorre, mais a credibilidade do Banco Central sofre, e mais as expectativas se desancoram. Isto, por sua vez, torna o trabalho da autoridade monetária mais difícil e custoso em termos de desaceleração da economia e de aumento do desemprego.

Na comparação com o duro ajuste de 2003, primeiro ano do governo Lula, a situação atual tem alguns fatores novos e preocupantes, acrescenta Castelar. Um exemplo é o forte crescimento da carteira de crédito dos bancos públicos.

"O aumento de inadimplência nos bancos públicos não vai ser brincadeira", prevê o economista, observando que os bancos privados vêm mantendo aproximadamente o nível das suas carteiras de empréstimos, em termos reais, há cerca de dois anos.

O pesquisador ressalva que não está afirmando que o ajuste não ocorrerá no início de um eventual segundo mandato da presidente Dilma, mas apenas que ele não é tão certo como aparece nas projeções de alguns analistas. Para Castelar, em termos puramente políticos, a correção de rumos seria mais fácil para um novo presidente, já que, nesse caso, ele ou ela poderiam jogar a culpa pelo tempo de vacas magras na administração passada. "O ajuste pode não fazer sentido do ponto de vista da lógica política, mesmo em 2015", ele alerta.