

JE

Jornal dos Economistas

Nº 332 Abril de 2017

Órgão Oficial do Corecon-RJ e Sindecon-RJ

Juros X Inflação

Antonio Corrêa de Lacerda, Ricardo de Menezes Barboza, Marcio Pochmann, Marcelo Dias Carcanholo, Adhemar S. Mineiro, José Álvaro Cardoso, Victor Leonardo de Araujo e Carlos Pinkusfeld Bastos debatem se os juros estratosféricos praticados no Brasil são eficazes para reduzir a inflação

Bruno Leonardo Barth Sobral
escreve sobre o caso Cedae



Juros e inflação

Esta edição reverbera a polêmica iniciada pelo insuspeito André Lara Resende, que colocou em dúvida um dos dogmas da ortodoxia econômica e da imprensa brasileira, o de que a elevação das taxas básicas de juros levam à redução da inflação.

Antonio Corrêa de Lacerda, da Unicamp, afirma que a posição de Resende deu uma grande contribuição ao debate, por ele ser um economista do *establishment* que questiona a elevação dos juros como uma panaceia para a estabilização dos preços, sejam suas causas associadas ou não à demanda.

Ricardo de Menezes Barboza, da UFRJ, apresenta diferentes modelos abstratos e o experimento feito pelo BC em 2011 para fundamentar a sua conclusão: juro derruba inflação.

Marcio Pochmann, da Unicamp, informa que mais de 56% dos 430 mil produtos pesquisados pelo IBGE sofrem pequeno impacto dos juros. As altas taxas de juros resultam na transferência de renda dos pobres para os ricos, que acumularam R\$ 832 bilhões de reais em riqueza financeira em 2016.

Marcelo Dias Carcanholo, da UFF, defende que deveríamos nos focar no debate dos nossos graves problemas estruturais, como a fragilidade financeira e vulnerabilidade externa, desindustrialização, reprimarização de exportações etc.

Adhemar S. Mineiro e José Álvaro Cardoso, do Dieese, negam que o déficit brasileiro decorre do aumento acelerado da despesa pública primária, quando o verdadeiro problema é o pagamento de juros, o maior gasto do orçamento.

Victor Leonardo de Araujo, da UFF, critica a “teimosia irresponsável” do BC na lentidão em reduzir a Selic. A taxa de juros real tem subido rapidamente, o que dificulta o processo de desalavancagem das empresas e famílias e a retomada da atividade.

Carlos Pinkusfeld Bastos, da UFRJ, apresenta as duas grandes linhas teóricas de interpretação do fenômeno da inflação e recomenda, para o Brasil, uma política de inserção produtiva externa, com ganhos de competitividade, que permita uma maior estabilização do câmbio.

Fora do bloco temático, o artigo sobre a Ceda de Bruno Leonardo Barth Sobral, da Uerj, critica o fato de a empresa passar a ser um mero ativo negociável e afirma que é preciso reconhecer o caráter nacional do problema fluminense.

Sumário

Juros e inflação	3
<i>Antonio Corrêa de Lacerda</i>	
Inflação de diagnósticos, déficit de proposições	
Juros e inflação	5
<i>Ricardo de Menezes Barboza</i>	
Taxa de juros reduz inflação no Brasil?	
Juros e inflação	6
<i>Marcio Pochmann</i>	
Juros altos e a falácia do combate à inflação	
Juros e inflação	8
<i>Marcelo Dias Carcanholo</i>	
Inflação e taxa de juros no Brasil: um pseudodebate	
Juros e inflação	10
<i>Adhemar S. Mineiro</i>	
<i>José Álvaro Cardoso</i>	
Debate econômico no Brasil: entre a cruz e a caldeirinha?	
Juros e inflação	12
<i>Victor Leonardo de Araujo</i>	
Teimosia irresponsável	
Juros e inflação	14
<i>Carlos Pinkusfeld Bastos</i>	
As duas abordagens para a inflação	
Ceda	15
<i>Bruno Leonardo Barth Sobral</i>	
Ceda: de instrumento de políticas públicas a ativo financeiro queimado	

O Corecon-RJ apóia e divulga o programa Faixa Livre, apresentado por Paulo Passarinho, de segunda à sexta-feira, das 9h às 10h30, na Rádio Livre, AM, do Rio, 1440 khz ou na internet: www.programafaixalivre.org.br ou www.radiolivream.com.br

Inflação de diagnósticos, déficit de proposições

Antonio Corrêa de Lacerda*

Os artigos publicados pelo economista André Lara Resende têm trazido grande contribuição ao debate. Nem tanto pela tese questionável de que juros geram mais inflação, embora seja inegável que custo de capital elevado encarece produtos. De fato, a sua contribuição principal está em vindo de um economista do *establishment* romper o falso consenso, uma verdadeira convenção, a respeito da necessidade de se manter juros altos no país como principal instrumento de combate à inflação, independentemente da sua origem. Nesse sentido, Lara Resende tem gerado controvérsia, pois dessa vez não se trata de um economista crítico, heterodoxo, ou de “esquerda” que ousa questionar a mesmice de argumentos diuturnamente repetidos no debate público e de grande repercussão midiática.

O momento em que cresce o debate no Brasil é peculiar. A inflação oficial medida pelo Índice de Preços ao Consumidor – Amplo (IPCA) caiu de 10,7% em 2015 para 6,3% em 2016, e são esperados 4,2% em 2017 (projeção do Boletim Focus, de 10/03/2017). Essa importante redução tem dado munição para o discurso oficial e do mercado financeiro, gerado interpretações equivocadas. A contradição está em imputar toda a redução da taxa de inflação ao que seria um êxito da política monetária. Na verdade, três aspectos, além da política monetária ou de juros, explicam a inflação cor-

rente mais baixa: a recessão, a valorização do real e o efeito da safra agrícola.

Interessante ainda observar a demora do início da redução da taxa Selic pelo Banco Central e ainda um ritmo conservador de queda, a despeito da velocidade da queda da inflação. Ou seja, a taxa real de juros brasileira continua imbatível no ranking mundial, de longe a mais elevada, bem distante da média internacional. Mesmo com as projeções de que a Selic possa ser reduzida a 8 ou 9% até o final do ano, ainda assim permaneceremos no topo da maior taxa real de juros, entre 4 e 5% ao ano, uma vez que a projeção de inflação é de cerca de 4% ao ano.

Um segundo equívoco está em argumentar que, diante do novo quadro, é possível ou viável reduzir a meta de inflação, cujo centro é hoje de 4,5%. Ocorre que a redução inflacionária no Brasil é fruto de fatores circunstanciais e a um custo econômico e social enorme. Ou seja, estamos longe de um “novo normal” na inflação, mas sofrendo a consequência da maior crise da nossa história, além de fatores artificiais, com a valorização do real e um efeito climático que favoreceu a safra agrícola. Como não queremos recessão permanente, nem valorização artificial da moeda e tampouco fizemos um pacto com São Pedro para garantir chuvas nas áreas plantáveis, conviria sermos mais prudentes!

O argumento principal, geralmente apresentado pelos defensores da redução da meta, é o que

ela seria elevada para o Brasil. Os que o fazem geralmente levam em consideração a comparação com outros países que adotam o Regime de Metas de Inflação (RGI). De fato, México, Colômbia e Chile têm uma meta de 3% ao ano. Na Tailândia a meta é de 2,5%, enquanto que, no Peru e Nova Zelândia, é de 2%. A exceção é a Turquia, cuja meta é de 5%, mais próxima da meta brasileira.

No entanto, o mais adequado seria comparar inflação média corrente no Brasil com países cujas estruturas, como extensão territorial e Produto Interno Bruto (PIB), fossem minimamente semelhantes às nossas, de grande diversidade regional e de renda, independentemente de adotarem ou não o RGI. A Rússia, por exemplo, teve uma inflação de 5,3% em 2016, enquanto que a África do Sul teve 7,0%, o que denota que inflação é um fenômeno que aflige países em transição e têm particularidades específicas, não carecendo generalizações ou diagnósticos superficiais.

O caso brasileiro, afora ser de longe o de maior concentração de renda entre todos os citados, é o único com um complexo sistema de indexação, o que enrijece a formação de preços, tornando parte da inflação inercial, ou seja, a inflação de hoje vira piso para a de amanhã, considerando as regras de reajuste contratual.

O mundo em desenvolvimento tem uma inflação média que é o triplo da observada na média dos países desenvolvidos. Há componentes estruturais na inflação ve-



rificada naqueles países, muito relacionada a fatores como transformações demográficas, urbanização, mobilidade social e mudança de padrões de consumo, dentre outros aspectos. São alterações que, embora favoreçam a melhoria da distribuição da renda e a expansão do mercado, implicam, por outro lado, o encarecimento dos alimentos, derivado do crescimento da demanda, assim como o aumento do custo da mão de obra e, consequentemente, dos serviços.

Assim como o fato de o Brasil apresentar um comportamento da inflação semelhante aos países em desenvolvimento não deve ser um elemento interno de conforto, por outro lado, deve indicar que estamos diante de um fenômeno que afeta países com características semelhantes. Faz-se necessário, portanto, um maior esmero, tanto no que se refere ao diagnóstico do problema, quanto ao seu enfrentamento.

No Brasil criou-se a cultura da elevação das taxas de juros como

uma espécie de panaceia para a estabilização dos preços, sejam suas causas associadas ou não à demanda. Há muitos fatores mais diretamente ligados à oferta e que, por isso, tendem a não responder às medidas de contenção da demanda. Não é por acaso que nenhum dos países citados, embora convivam com taxas de inflação anual próximas das verificadas no Brasil, pratica taxas de juros reais tão elevadas quanto as nossas.

Para além das questões já citadas, temos características específicas do nosso sistema de formação de preços, que são fomentadoras e mantenedoras da inflação. É o caso, principalmente, do elevado nível de indexação verificado, o que

tende a disseminar os choques localizados para outros setores da economia. Como as decisões de políticas econômicas não são neutras, as suas escolhas devem ser objeto de contínuo debate, especialmente nas democracias.

Mais do que antecipar uma redução da meta de inflação, o que, dadas as condições atuais, só faria elevar as taxas de juros e transferir ainda mais renda para os credores da dívida pública, conviriam a discussão e implementação de uma política de estabilização de longo prazo que contemplasse:

- promover uma redução pautada e gradual da indexação da economia, em um primeiro momento desvinculando

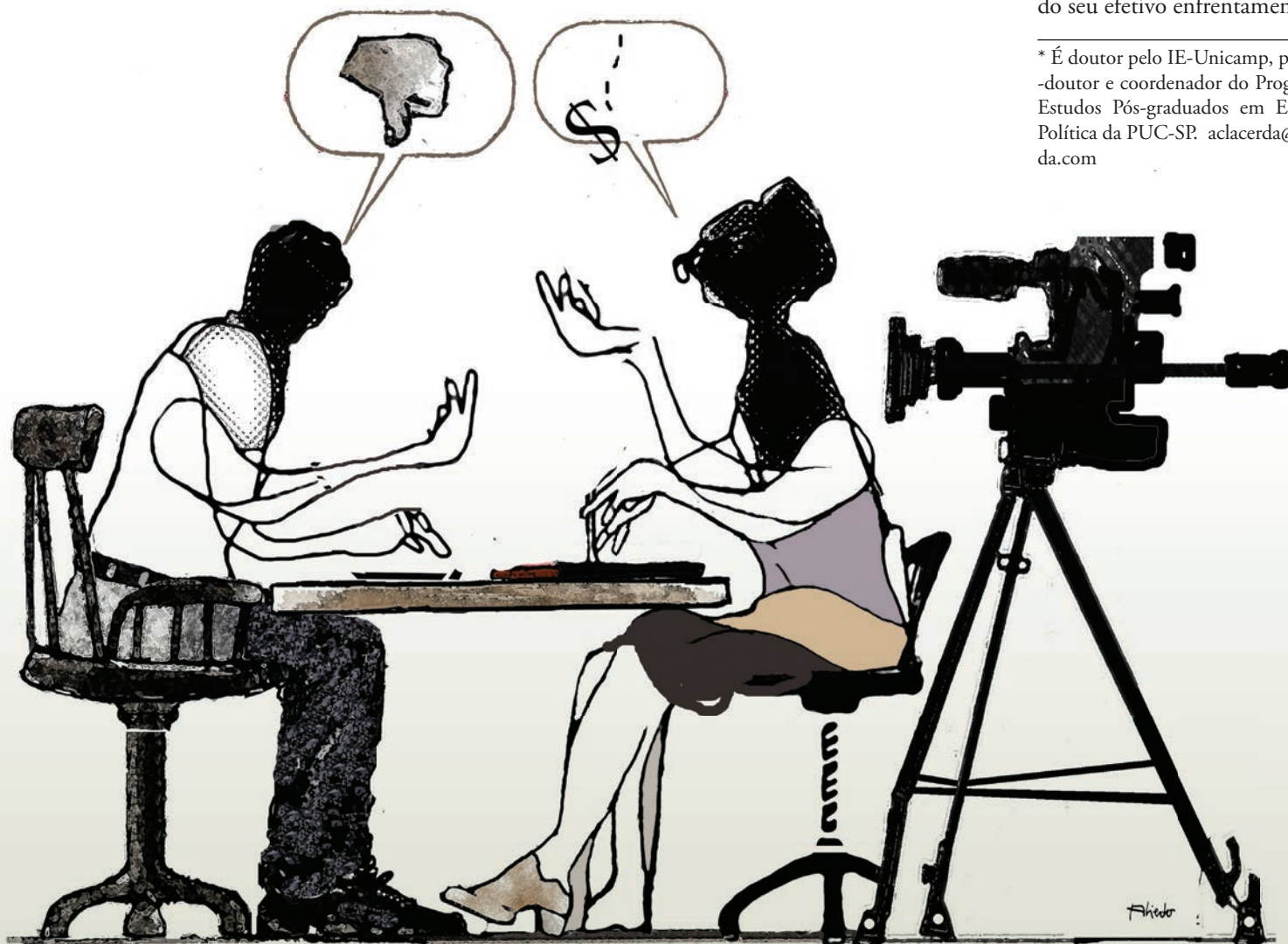
o reajuste de contratos, aluguéis, tarifas e demais preços a índices gerais, como o IGP-M (Índice Geral de Preços – Mercado), por exemplo, substituindo-os por indicadores específicos de evolução de custos de cada setor ou modalidade em questão;

- reduzir a indexação do mercado financeiro. Grande parte da dívida do governo é pós-fixada pela Selic. Como grande parte dos títulos da dívida oferece liquidez imediata e correção automática pela taxa de juros, há um certo “prêmio” pela aposta na inflação. É o contrário do funcionamento do mercado de títulos na maioria dos países;

- incentivar o aumento da oferta de produtos e serviços, visando minimizar os choques de preços. Isso pode ser alcançado com um ambiente favorável à expansão dos investimentos, assim como o uso seletivo da facilitação de importações para gerar concorrência local;
- por último, mas não menos importante, fomentar o aumento da produtividade.

Concluindo, embora surjam sempre diagnósticos alternativos para o problema da inflação, as grandes questões que a envolvem passam ao largo da agenda de reformas e mudanças econômicas. Há um certo conforto, uma acomodação com a inflação, ao invés do seu efetivo enfrentamento.

* É doutor pelo IE-Unicamp, professor-doutor e coordenador do Programa de Estudos Pós-graduados em Economia Política da PUC-SP. aclacerda@aclacerda.com



Taxa de juros reduz inflação no Brasil?

Ricardo de Menezes Barboza*

Se a pergunta acima dependesse apenas dos meus desejos, a resposta seria negativa. Assim, poderíamos baixar livremente a taxa de juros sem qualquer prejuízo inflacionário. O problema, no entanto, é que meus desejos são irrelevantes para a ciência econômica (de forma geral) e para a política pública (em particular).

Para responder a contento, precisamos consultar vossas excelências, os dados. Mas isto requer cuidado, pois Bancos Centrais tipicamente sobem a taxa de juros quando a inflação aumenta. Assim, deve haver uma correlação contemporânea positiva (e enganosa) entre juros e inflação.

A política monetária opera com grande defasagem. Alan Blinder, uma das maiores referências no assunto, deixa isso claro no seu livro *Bancos Centrais: teoria e prática*. No Brasil não é diferente. Estima-se que o efeito máximo da taxa de juros sobre a inflação ocorre de seis a oito trimestres (a depender do modelo utilizado) após um impulso monetário.

Convido o leitor a examinar o gráfico abaixo, que relaciona taxa de juros com inflação 24 meses à frente (que corresponde a oito trimestres de defasagem).

Como se nota, existe uma correlação negativa (-82%) entre juros e inflação futura. Mas só isto não basta. Aprendemos na faculdade que correlação não implica causalidade. Qualquer análise empírica séria deve recorrer, inevitavelmente, a métodos estatísticos mais sofisticados.

Começando por modelos em forma reduzida, como os de ve-

tores autorregressivos (VAR), estimados de forma bayesiana (com *priors* de Litterman): estes sugerem que choques de taxa de juros afetam negativamente a inflação. E isso vale para diferentes amostras de dados, considerando (ou não) o período conturbado mais recente da economia brasileira.

Avançando para os modelos de pequeno porte do Banco Central do Brasil, frequentemente reportados pela autoridade monetária em seus Boxes do Relatório de Inflação, reparamos que eles igualmente sugerem que um choque de juros reduz a inflação. Aliás, a resposta (máxima) da inflação de oito trimestres após o choque advém desses modelos¹.

Sob as lentes de um modelo semiestrutural de médio porte, tal como o desenvolvido por Minella e Souza Sobrinho (2009)², bem como outras versões correlatas, estimadas com dados até 2016, as conclusões permanecem as mesmas: juro derruba inflação! Continuamos, pois, sem ter indícios para desconfiar que a condução atual da política monetária, em termos da adequação de seu instrumento pa-



ra seu objetivo, esteja equivocada.

Se consultarmos modelos estruturais (microfundamentados), como o Samba do BCB, ou o Chorrinho, do Professor Fábio Kanckzuck, da FEA/USP³, estes também atestam resultados similares. As funções de resposta ao impulso desses modelos estão disponíveis para o grande público. No caso do Samba, o BCB divulgou recentemente novas estimativas em seu site⁴.

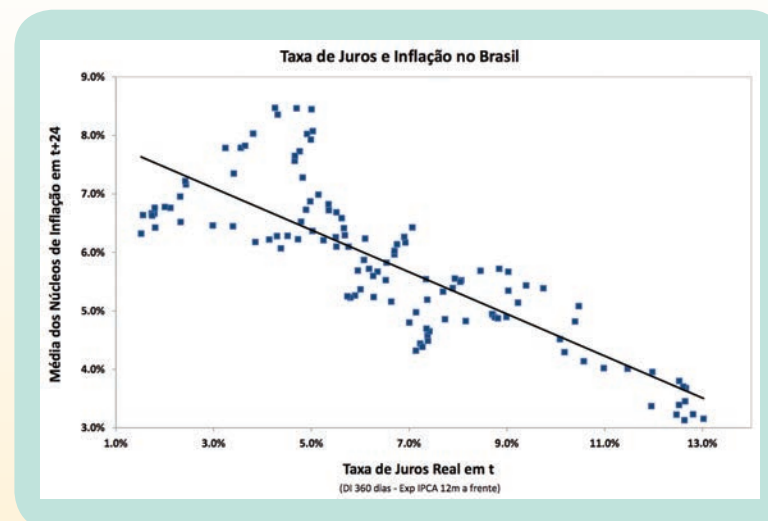
Obviamente, devemos estar atentos para não sermos vítimas do que Schumpeter chamava de “vício ricardiano”⁵: extrair conclusões prá-

ticas para a política econômica de modelos abstratos. Mas também não devemos ser céticos a ponto de ignorar as evidências disponíveis.

Um experimento feito pelo BCB em 2011 surpreendeu os analistas econômicos. O Copom optou por reduzir a taxa de juros quando o comportamento da inflação esperada era crescente e superior à meta. Como resultado (esperado, diga-se de passagem), a inflação aumentou em seguida, a despeito dos esforços do governo da época de segurar os preços administrados.

Em suma, ao contrário dos meus desejos, as evidências disponíveis sugerem que taxa de juros tem mesmo efeitos negativos sobre a inflação. Uma pena, mas essa é a realidade.

Se isto é verdade, por que, então, precisamos de juros tão elevados para manter a inflação sob controle? As hipóteses que julgo mais promissoras têm a ver com o comportamento dos gastos do governo, com os mecanismos que obstruem a transmissão monetária e com a produtividade da economia brasileira. Estes pontos, contudo, ficam para um próximo artigo.



* É mestre em Macroeconomia pela PUC-Rio, mestre em Economia pela UFRJ e economista do Grupo de Conjuntura Econômica do IE-UFRJ.

1 Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2015/06/ri-201506b4p.pdf>

2 Disponível em: <https://www.bcb.gov.br/pec/wps/ingl/wps181.pdf>

3 Disponível em: http://eesp.fgv.br/sites/eesp.fgv.br/files/file/FabioKanczuk_artigo2.pdf

4 Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/relinf/port/2015/09/ri-201509b8p.pdf>

Juros altos e a falácia do combate à inflação



Marcio Pochmann*

No Brasil, o uso exacerbado das altas taxas de juros, pelo menos desde a implantação do Plano Real (1994), cumpre atribuição distinta do propalado combate à inflação. Na realidade, a taxa de juros elevada tem servido de perequação dos ganhos financeiros frente ao baixo e oscilante dinamismo econômico portador de taxas de retorno insuficientes para animar o investimento produtivo no País.

Em conformidade com o IBGE, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), que serve de medida oficial para a inflação no Brasil, resulta do acompanhamento mensal de 430 mil produtos pesquisados em cerca de 30 mil locais pertencentes às treze principais áreas urbanas do País. Essa totalidade de preços de bens e serviços compõe-se de nove grandes grupos (alimentação e bebidas, habitação, artigos de residência, vestuário, transportes, saúde e cuidados pessoais, despesas pessoais, educação e comunicação).

A partir disso, pode-se, por exemplo, decompor o conjunto dos preços de bens e serviços em três segmentos, diferenciados em função de sua determinação final. No primeiro segmento, encontram-se os preços de bens e serviços administrados, cujos valores são determinados por contratos ou por diferentes órgãos públicos nos três entes da federação (União, estados e municípios).

Por conta disso, o comportamento dos preços administrados

se apresenta imperceptível à evolução tanto das forças de mercado (demanda e oferta) como da variação da taxa de juros. Os principais preços administrados localizam-se nos grupos de comunicação (tarifas de telefonia), do transporte coletivo (tarifas públicas) e individual dependente do petróleo e seus derivados, de saúde (planos privados de saúde) e da residência (taxas de água, luz, IPTU). A participação dos preços administrados no IPCA alcança 23,3% e expressa, em geral, a sua correção segundo a inflação passada por decorrência da forte indexação.

No segundo segmento, identificam-se os preços livres dos bens e serviços que são comercializáveis no exterior e cotados internacionalmente. Por conta disso, suas variações internas tendem a expressar o comportamento dos preços internacionais e, portanto, da situação da taxa de câmbio, uma vez que são quase insensíveis à taxa interna de juros.

Nesse sentido, destacam-se os produtos importados, como os **medicamentos utilizados para medicina humana e veterinária, partes e peças para automóveis e tratores, óleos brutos de petróleo**, trigo, entre outros. Ou também aqueles produzidos internamente, porém cotados externamente, como a soja, milho e outros, cujo peso no IPCA totaliza 32,9%.

No terceiro segmento, localizam-se os preços livres dos bens e serviços não comercializáveis no exterior e geralmente imunes às variações dos valores interna-

cionais. Os preços livres de bens e serviços incluem parcela importante dos grupos de alimentação e bebidas, habitação, artigos de residência, vestuários, despesas pessoais e educação.

Ainda que dependam do funcionamento da estrutura dos mercados, com maior ou menor competição intercapitalista, bem como do comportamento geral do mercado interno, os preços livres não comercializáveis são os mais sensíveis à variação da taxa de juros. Eles respondem por 43,8% do IPCA.

Diante disso, pode-se concluir que mais de 56% dos 430 mil produtos pesquisados mensalmente pelo IBGE em 30 mil locais distribuídos nas treze principais áreas urbanas do País sofrem pequeno impacto da taxa de juros, quando não de forma residual ou mesmo nenhum. Entre os meses de dezembro de 2014 e dezembro de 2015, por exemplo, o IPCA anualizado saltou de 6,4% para 10,7%, registrando elevação acumulada de 67,2%, enquanto os preços administrados subiram 260% e os preços livres cresceram 28,9%.

A liberalização dos preços administrados, concomitantemente com a desvalorização cambial e elevação de tarifas, taxas, contribuições e impostos, impôs significativo choque de custos na determinação de preços. Mesmo sob o aprofundamento da recessão, a taxa básica de juros no Brasil aumentou 21,8% entre dezembro de 2014 e dezembro de 2015.

Uma vez dissipado o efeito decorrente do choque de custos impostos nos preços administrados e

livres comercializáveis, a inflação passou a desacelerar, sem contribuição da taxa de juros, uma vez que seu impacto nestes dois segmentos tem sido muito contido. A queda da inflação seguiu ritmo muito mais intenso que a redução na taxa básica de juros.

Entre dezembro de 2015 e fevereiro de 2017, por exemplo, o IPCA anualizado decresceu 55,5%, ao passo que a taxa nominal de juros Selic diminuiu 14%. Com isso, a taxa real de juros acumulada em 12 meses saltou 3,2% para 7,2%.

Resumidamente, percebe-se que em plena redução do custo de vida, forçada pela dissipação do choque de custos promovido na passagem do ano de 2014 para 2015 e pelo avanço da recessão, os juros reais subiram significativamente no Brasil.

Paralelamente à redução da renda média dos brasileiros em 4,4%

no ano de 2016, com queda de R\$ 31.806 em 2015 para R\$ 30.407 no ano passado, a riqueza financeira *per capita* dos 110 mil brasileiros mais ricos subiu 14,5% em termos reais. Isso porque ela saltou de R\$ 6,5 milhões, em 2015, para R\$ 7,4 milhões, em 2016.

Para o conjunto dos brasileiros, o rendimento médio decaiu R\$ 1.399 no ano de 2016 (ou R\$ 117 por mês). No caso das famílias ricas, o crescimento médio da riqueza foi de R\$ 940 mil em 2016 (ou R\$ 78,3 mil por mês).

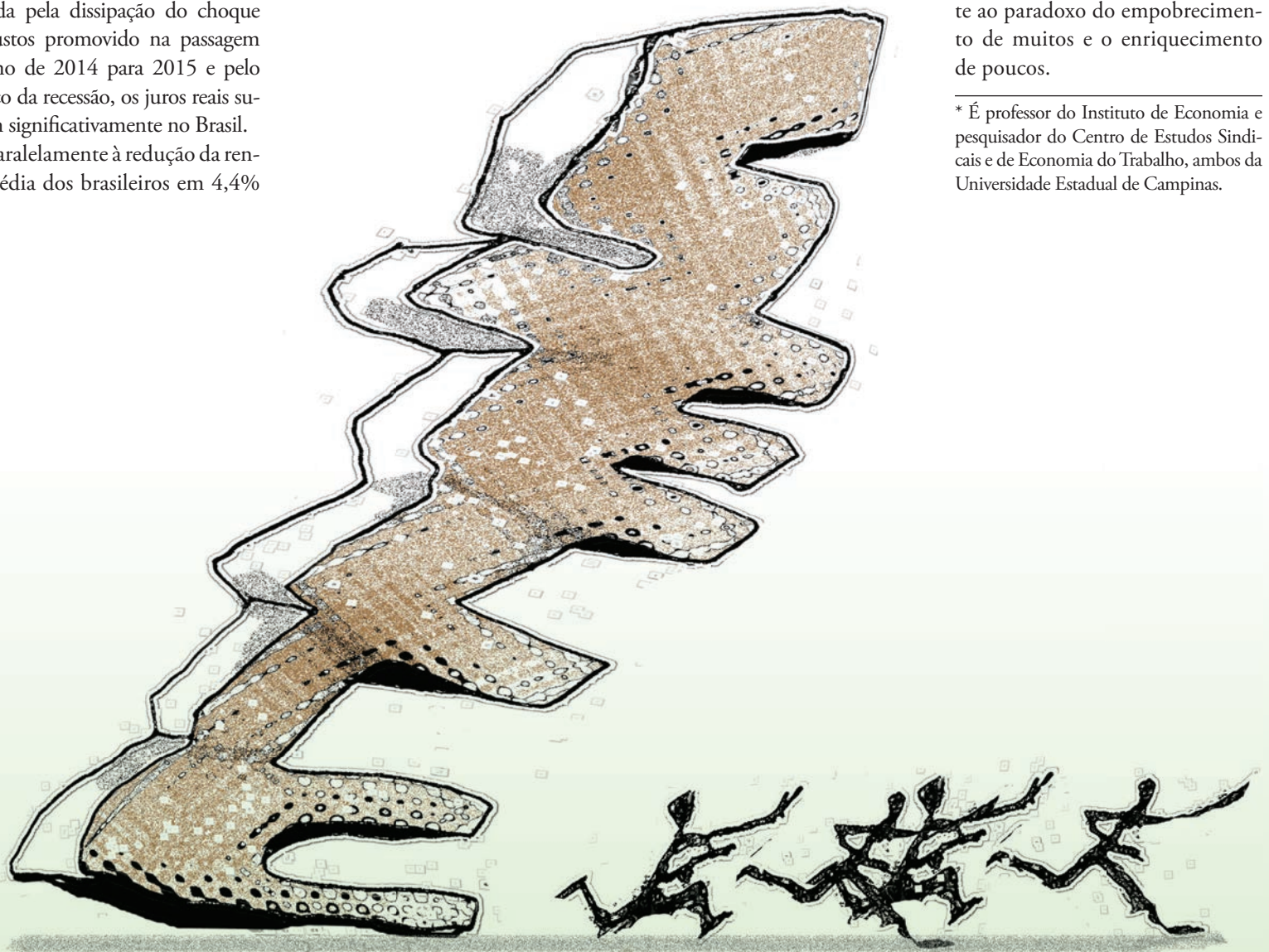
Esse comportamento tão diferenciado entre extremamente ricos e o conjunto da população termina sendo favorecido, para não dizer motivado, pela política monetária dos governos desde o Plano Real. Juros altos combinam muito mais com o poder do seletor grupo de brasileiros no topo da sociedade do que combate à inflação.

Enquanto a base da sociedade sofre os efeitos negativos da exagerada taxa de juros: com o desemprego significativo e o distanciamento do crédito, o topo da pirâmide so-

cial constituída por não mais de 0,1% das famílias acumulou 832 bilhões de reais em riqueza financeira no ano passado. Sem crescimento no horizonte econômico, a taxa de juros cumpre a função compensatória da perequação dos ganhos financeiros entre os ricos.

O resultado, contudo, tem sido uma profunda transferência de renda avalizada pelo Estado, o que termina concedendo um sobrepreço ao dinheiro daqueles que já tem muito. Isso porque o governo brasileiro pratica uma taxa de juros sem paralelo no mundo, conferindo maior desigualdade social frente ao paradoxo do empobrecimento de muitos e o enriquecimento de poucos.

* É professor do Instituto de Economia e pesquisador do Centro de Estudos Sindicais e de Economia do Trabalho, ambos da Universidade Estadual de Campinas.



Inflação e taxa de juros no Brasil: um pseudodebate



Marcelo Dias Carcanholo*

Em economia monetária, principalmente na teoria convencional ortodoxa, costuma-se trabalhar o que se chama fato estilizado na relação positiva entre taxas (nominais) elevadas de juros e altas taxas de inflação. A ideia é que, dada a determinação das taxas reais de juros no mercado de crédito real, a taxa nominal de juros seria igual à taxa real, acrescida da inflação esperada. Daí a correlação entre taxas nominais de juros e taxa de inflação.

A relação entre a política monetária e a fiscal poderia ser pensada a partir daí. Obtido um forte ajuste fiscal, que reduzisse a demanda do setor público por crédito, a taxa real de juros cairia, deixando apenas um componente nominal (combatido pela política monetária anti-inflacionária) na taxa de juros.

Como operacionalizar essa política monetária? O mal chamado novo consenso pregava que um regime de metas inflacionárias deveria elevar as taxas básicas de juros conforme a inflação efetiva superasse a meta inflacionária, e vice-versa. Em linguagem comum, juros altos levariam a inflação baixa.

Nos últimos meses estabeleceu-se um debate na economia brasileira com respeito a este mantra. Baseado nos trabalhos – basicamente empíricos – do economista americano John Cochrane, André Lara Resende se posicionou argumentando que uma alta taxa de juros, além de agravar o desequilíbrio fiscal, mantém, no longo prazo, a inflação elevada, a cha-

mada hipótese neofisheriana. A partir daí, vários economistas entraram no debate, seja desqualificando o argumento, seja mostrando que ele seria limitado e/ou que não apresentaria tantas novidades.

De uma forma ou outra, o que interessa para a realidade econômica brasileira continua sendo o mesmo: (i) por que os juros no Brasil são tão altos?; (ii) juros elevados combatem a inflação?; (iii) redução de juros é suficiente para melhorar a economia brasileira? Este “novo” debate monetário no Brasil nos remete às questões de sempre, mas os seus participantes, deliberadamente ou não, apenas resvalam em (ii). Começamos por esse ponto, portanto.

A hipótese que embasa a opinião de que juros elevados reduzem inflação decorre de considerar a inflação provocada pela demanda agregada. A elevação dos juros, ao retrair investimentos e, de forma mais indireta, consumo, reduziria a pressão da demanda e, portanto, nos preços. Esta concepção tem sua origem no modelo macroeconômico clássico, segundo o qual a oferta agregada é insensível aos preços, sendo determinada, no curto prazo, pelo nível de emprego de equilíbrio. Este último é obtido pela interação das curvas de oferta (desutilidade marginal do trabalho crescente) e demanda (produtividade marginal do trabalho decrescente). Ou seja, pleno emprego de equilíbrio, produto efetivo igual ao potencial e inflação de demanda são todos elementos da mais elementar ortodoxia em economia.

Segundo esta concepção, o arrocho (fiscal e monetário) é a forma

de combater a inflação e, ao menos no longo prazo, sem impactos recessivos, dado que a oferta agregada depende de outros fatores.

O que ela desconsidera? Em primeiro lugar, juros elevados aumentam as despesas financeiras das firmas, o que intensifica os custos, pressionando os preços para cima. Em segundo lugar, juros elevados incrementam a despesa financeira do Estado, o que também contribui para elevar seus gastos e, dada a oferta, o nível de preços. Seria esta concepção (mais heterodoxa?) que sustentaria a opinião neofisheriana no atual debate? Certamente não.

A defesa destes autores não passa pela redução dos juros como combate à inflação. Eles apenas sustentam que: (i) os Bancos Centrais devem ter mais cuidado com as políticas de juros elevados no combate à inflação; (ii) na explicação do anterior, porque a inflação pode estar relacionada mais a problemas fiscais, e elevar os juros agravaria a situação fiscal, sem combater propriamente a inflação. Qual a proposta? Ajuste fiscal e reformas! Nada mais ortodoxo! O debate em economia é, logicamente, anterior a isto: quais as causas da inflação na economia?

O outro ponto a discutir é a razão dos altos juros na economia brasileira. Para além da visão convencional de que isto reflete a baixa credibilidade do Estado na rolagem de sua dívida, o que até pode ser um dos elementos, há outras razões mais estruturais. A primeira delas até está relacionada com a inflação, mas de forma totalmente distinta. O que ocorre é que, com

baixíssimas taxas de investimento por décadas, a capacidade instalada da economia é limitada. Com isso, qualquer pequeno crescimento de demanda pressiona preços, mas porque a oferta é estruturalmente restringida, e não pela demanda diretamente.

A outra razão dos juros altos na economia brasileira se relaciona com a vulnerabilidade externa estrutural que a caracteriza ao longo de sua história, agravada pela aplicação da estratégia neoliberal de desenvolvimento desde os anos 90 até o presente momento. Isto eleva a dependência dos fluxos externos de capitais para o fechamento do balanço de pagamentos e, agravado/aliviado pela conjuntura internacional, define um piso para os juros internos, abaixo do qual crises cambiais e de balanço de pagamentos podem ser detonadas.

A redução das taxas de juros teria dois pré-requisitos. Por um lado, algum tipo de controle de capital seria necessário para impedir a fuga de capitais que poderia ocorrer após a redução dos juros. Por outro, a ampliação da capacidade produtiva é fundamental para construir um espaço de crescimento não inflacionário da demanda agregada. Isto implica ampliação de investimentos, o que, do ponto de vista do setor privado, implica perspectiva de venda futura da produção decorrente¹; do ponto de vista do investimento público, o requerimento é reconstruir a capacidade de financiamento do setor público.

O leitor mais desavisado pode achar que, por outros caminhos, chegamos ao mesmo, a necessidade do ajuste fiscal. Chame-se como desejar. O fato é que essa reconstrução não precisa ser – nem deve! – do ponto de vista do arrocho das despesas não financei-

ras do Estado. Por que não aliar uma reforma fiscal com estrutura tributária progressiva, incluindo imposto sobre estoque de riqueza, com redução das despesas financeiras, não apenas do seu serviço via juros, mas também com rediscussão, inclusive política, do seu estoque? Simplesmente porque isso, dentro da ortodoxia, mais ou menos maquiada, é indiscutível; ajuste fiscal significa apenas a produção de crescentes superávits primários, e o resto não se discute. Por quê? Porque nos levaria ao que importa: quais são os interesses de classe que embasam a opção de política econômica e a estratégia de desenvolvimento atualmente em voga no país?

Perceba-se que em nenhum momento do presumido debate estas questões são explicitadas. Há imenso acordo no que diz respeito a elas. Trata-se de um falso debate. E apenas nos restringimos à economia política da política econômica, para definirmos de alguma forma. A economia brasileira, para além de suas conjunturas e políticas econômicas de curto prazo – certamente importantes – possui problemas estruturais muito mais graves que, inclusive, encurtam a margem de manobra da política econômica no curto prazo: fragilidade financeira externa, vulnerabilidade externa, elevados estoques de dívida interna e externa, passivo externo, desindustrialização, reprimarização de exportações, etc. Esta longa lista de problemas estruturais se relaciona com a estratégia neoliberal de desenvolvimento que nos aflige desde o final do século passado. Se o atual “debate” monetário no país não se aprofunda nem nas questões mais de curto prazo relacionadas à política econômica, quem dirá no que se refere à estratégia de desenvolvimento.



Há, de fato, um debate relevante na ortodoxia econômica brasileira?

* É presidente da Sociedade Brasileira de Economia Política (SEP), professor associado da Faculdade de Economia da UFF, membro do Núcleo Interdisciplinar de Estudos e Pesquisas em Marx e Marxismo (NIEP-UFF) e professor colaborador da Escola Nacional Florestan Fernandes (ENFF-MST).

¹ A política do atual (des)governo de reduzir os custos de contratação da mão de obra, basicamente com a reforma trabalhista, não garante nem a retomada do emprego nem a ampliação dos investimentos privados. Justamente porque os capitais só produzem com expectativa de venda. Na atual conjuntura de profunda recessão, não é esta a expectativa do mercado.

Debate econômico no Brasil: entre a cruz e a caldeirinha?



Adhemar S. Mineiro*
José Álvaro Cardoso**

Desde janeiro desse ano vimos outro debate se juntar à estupefação dos analistas com a brutal crise econômica em curso e à sofisticação analítica – jurídica e política – sobre a ruptura institucional operada no poder político no ano passado, e que resultou em um novo governo no país. Estamos falando agora sobre a eficácia da política monetária levada adiante pelo Banco Central e a equipe econômica, que tem como principal mecanismo de operação taxas de juros muito altas – poder-se-ia dizer estratosféricas, para os padrões internacionais vigentes hoje no mundo.

O início desse debate se dá partir da discussão sobre as taxas de inflação, o que é um mau começo. De fato, as altas taxas de juros já vinham sendo praticadas antes, e a sua justificativa para o controle dos preços foi o mote da política contracionista adotada ainda pelo Ministro Joaquim Levy e pelo presidente do Banco Central Alexandre Tombini. Entretanto, a análise mais detalhada da subida dos preços em 2015 vai apontar, entre suas principais motivações, o “tarifaço”, em especial no setor de energia (eletricidade e derivados de petróleo) no início do segundo governo Dilma, a desva-

lorização cambial (com o objetivo de recompor a competitividade em especial dos manufaturados produzidos no Brasil, para exportação ou competição com bens importados) e os efeitos de um regime de chuvas irregular sobre a produção de alimentos, afetando os seus preços. Assim, esses componentes, que agiram no sentido de aumentar as taxas de inflação, deveriam ter seus efeitos diluídos ao longo do tempo pela desindexação parcial operada no país desde o Plano Real. A flutuação para baixo dos índices de preços ocorreria ao longo do tempo, caso novos choques como os apontados não acontecessem novamente.

A elevação dos juros, combinada à política de cortes de gastos públicos (com a exceção dos gastos financeiros, que dispararam no período) serviu apenas para apressar esse caminho. Em parte pelo brutal processo recessivo: os números divulgados nesse início de ano dão conta de uma marcha à ré de 7,2% do PIB em dois anos – 2015/2016 – e de um recuo do PIB per capita de 9,1% no mesmo período), onde a queda da renda e dos empregos serviu para apressar a queda dos preços. Em parte por uma nova apreciação do real em relação ao dólar estadunidense (depois de romper a barreira dos R\$ 4 por US\$, a moeda estadunidense voltou a um patamar entre R\$ 3 e R\$ 3,20 nesse início de ano), resultante da atração de capitais especulativos no mercado internacional pelas altíssimas taxas de juros

reais praticadas no Brasil.

Evidentemente o questionamento sobre os efeitos diretos entre juros e inflação não está sendo feito a partir da experiência brasileira. O debate foi colocado a partir da experiência internacional, em especial pelo fato de que as políticas monetárias praticadas nos EUA (e mais recentemente pelo Banco Central Europeu) após a crise financeira de 2008, e há bastante mais tempo pelo Japão, de taxas de juros muito baixas (e por vezes negativas) e expansão monetária acentuada não resultou em inflação elevada ou fora de controle; muito pelo contrário. Mas tem como contexto a situação brasileira, que tem especificidades muito importantes, como a estrutura altamente oligopolizada da oferta, e os juros altíssimos aqui praticados.

Por outro lado, a análise crítica que tem aparecido coloca de certa forma a ênfase na questão fiscal como alternativa. Para essa leitura da conjuntura, o centro do combate à inflação e a manutenção da inflação em níveis muito baixos passa por uma “consolidação fiscal”, novo nome dado pelas instituições financeiras internacionais a um ajuste fiscal forte, e por um equilíbrio fiscal de longo prazo. Evidentemente, essa nova alternativa teórica, que pode até ser formalizada elegantemente, tem o mesmo problema da tentativa de conexão entre inflação e taxa de juros – a baixa aderência aos números da economia internacional, em que a maior parte dos países apresenta déficit fiscal de longo prazo e taxas de inflação bastante baixas, como nos casos, de novo, da maior parte dos países europeus e dos EUA.

Para o caso brasileiro, também acaba funcionando como

mais uma restrição ao nosso processo de retomada do crescimento, já que o gasto público autônomo é um elemento essencial, assim como taxas de juros mais baixas (não apenas a taxa SELIC, mas em especial a taxa de juros de longo prazo e as taxas de juros para consumidores e capital de giro para as empresas), para retirar o país da recessão em que dois anos de política contractionista nos meteram. Ficar debatendo entre ajuste fiscal e juros altos, se já seria anacrônico no plano internacional, do ponto de vista da retomada do crescimento econômico do Brasil é optar entre a cruz e a caldeirinha. É que para boa parte desses analistas, o problema fiscal brasileiro decorre do aumento acelerado da despesa pública primária, quando se sabe que o verdadeiro problema do déficit é o pagamento de juros, o maior gasto do orçamento do governo. A conta não está fechando, não pela previdência ou em função dos demais gastos primários, mas, principalmente, pelo gasto com a dívida pública. Dívida, aliás, que provavelmente não resiste a uma auditoria.

Até aqui, a política econômica adotada no país tem conseguido manter a economia em uma brutal recessão. Mais: os mecanismos que se criam só fazem ancorar a estagnação, como a PEC de Teto dos Gastos ou as propostas de renegociação para a situação dos Estados, aprofundando os problemas e inviabilizando políticas anticíclicas. Segundo dados do site do Banco Central do Brasil, a dívida líquida do governo geral aumentou de 37,9% do PIB a 47,6% do PIB entre dezembro de 2015 e dezembro de 2016, enquanto a dívida bruta do governo geral passou, como proporção

do PIB, no mesmo período, de 65,5% a 69,6%. Aumentamos rapidamente nosso endividamento, tocado a altas taxas de juros, impactando a própria dívida pública, nosso maior gasto público. E em meio à maior recessão da história do país. Com números como estes, nem o mais otimista dos nossos “macroeconomistas de divã”, aqueles que usam sofisticados números e modelos para a análise, e que acabam concluindo que estamos dependendo, para a retomada do crescimento, de “confiança e otimismo”, vão apostar em alguma recuperação consistente, exceto para fins de propaganda de política econômica. Não é possível sair da arapuca em que nos metemos por esse caminho, mas é possível, talvez, salvar por algum tempo os ganhos dos aplicadores financeiros, o que parece ser o objetivo implícito da política econômica adotada e das reformas propagandeadas e em curso.

Os países da América do Sul parecem gostar de andar em grupo, para o bem ou para o mal – ou para o bem e o mal. Na primeira metade dos anos 1990, todos saíram das crises inflacionárias em que se tinham metido ao longo dos anos 1980 com a solução da abertura financeira e comercial, e a sobrevalorização das moedas nacionais. Nacionalmente, alguns dos que lideraram a política anti-inflacionária do período passaram por planos “eficientes” e “criativos” em cada um de seus países, mas o fato é que a solução foi adotada por toda parte, com os mesmos ingredientes básicos, sem nenhuma criatividade. E com um brutal efeito colateral: se era eficiente contra a inflação, a política adotada fragilizava o balanço de pagamentos, expunha os países à especu-

lação internacional, e limitava às possibilidades de crescimento aos chamados “voos de galinha”, dependentes dos ciclos mundiais de capitais e preços de commodities.

Agora, no Brasil, na Argentina e em outros países, corremos fortemente o risco de nos ancorar na estagnação. O modelo, desenhado com as mudanças políticas, em 2015 pelo voto na Argentina, e em 2016 pela ruptura institucional no Brasil, supunham a entrada de capitais externos em supostas parcerias que viabilizariam algum suposto investimento. Com as mudanças nos EUA (vitória eleitoral de Donald Trump e o novo governo nos EUA) e as incertezas políticas na Europa, esses capitais para parceria vão ficar ainda mais escassos, inviabilizando o modelo desenhado, se é que ele seria possível. Os capitais, se vierem, serão para adquirir ativos públicos sabidamente depreciados em função da crise, como já estão fazendo com os da Petrobras. A situação atual requer caminhar com as próprias pernas e com soberania. Para isso dependemos de sair dessa situação de sobre-endividamento do Estado, das famílias e das empresas, o que só conseguiremos com juros menores e crescimento da renda e da arrecadação, hoje dependente de gastos maiores para ativar a economia. Precisamos, portanto, de uma estratégia de desenvolvimento bastante diferente da hoje em curso. Mas essa não é uma definição dos economistas, mas de todo povo brasileiro. E para isso, precisamos de outro debate e outra estratégia, que ainda não estão na ordem do dia no país.

* É economista e técnico do Dieese/RJ.

** É economista, supervisor técnico do Dieese/SC e editor do blog Sensor Econômico Brasil.

Teimosia irresponsável



Victor Leonardo de Araujo*

O excesso de endividamento das famílias e das empresas está entre os fatores intensificadores da crise atual, embora não seja o seu fator causador. De fato, a recessão econômica em curso desde 2015 não foi precedida de aumento relevante ou abrupto da inadimplência dos mutuários, tampouco de perdas contábeis das instituições financeiras. Não se trata de uma crise causada por processos de desalavancagem nos quais famílias e empresas decidem reduzir o seu consumo corrente para viabilizar o pagamento de suas dívidas. Contudo, é inegável que o excesso de endividamento tornou o cenário mais complexo e difícil. Famílias que se endividaram ao longo do recente ciclo expansivo de crédito, diante da perda do emprego ou redução do salário, tiveram dificuldades em acomodar o pagamento das dívidas com outros compromissos. O mesmo ocorreu com as empresas, que se depararam com queda das vendas e das receitas. A redução do consumo corrente para garantir o pagamento de dívidas pretéritas, embora não fosse o fator causador da crise, potencializou os seus efeitos. Nem é preciso dizer que muitas famílias e empresas caíram na inadimplência, diante da inevitabilidade de saldar outros compromissos.

Ao mesmo tempo, o excesso de endividamento não recomenda a execução de políticas de crédito contracíclicas, porque a saída para a crise não passa mais pelo aumento da oferta de crédito. Na crise de 2008/09, por exemplo, os

bancos privados decidiram reduzir a oferta de crédito como resposta à enorme incerteza associada aos desdobramentos da crise financeira internacional e também às dúvidas quanto à solvência de pequenas instituições financeiras afetadas pela desvalorização cambial. Naquela ocasião, os bancos públicos expandiram a oferta de crédito, contrabalançando a redução da oferta dos bancos privados, e garantindo crédito suficiente para a manutenção das atividades empresariais e o consumo das famílias.

Já no biênio 2015/16, a desaceleração (e posterior contração) da oferta de crédito está relacionada a outras razões. As famílias, diante do flagelo do desemprego e da queda da renda, modificaram seus planos de consumo, substituindo os duráveis por bens de consumo imediato e serviços inadiáveis, cujo consumo não requer novo financiamento: alimentação, transporte, moradia e outros serviços. As necessidades de financiamento das empresas, com capacidade ociosa, se deslocaram para o capital de giro e para o financiamento de outras atividades associadas às suas decisões de produção e comercialização, em vez da formação bruta de capital fixo. Em suma, famílias e empresas compram pouco não porque o crédito lhes foi racionado, mas porque suas rendas correntes caíram. Neste cenário, há muito pouco espaço para tradicionais políticas de crédito contracíclicas, executadas no sentido de ampliar a oferta.

Contudo, há certamente espaço para políticas que busquem alterar a composição do crédito. Não é preciso dizer que, se por um la-

do famílias e empresas contraíram o consumo corrente depois da redução de seus salários e vendas, inclusive para assegurar o pagamento das dívidas pretéritas, por outro lado, muitas caíram na inadimplência, porque a contração da renda, em alguns casos, foi tão brutal que tornou-se impossível conciliar as necessidades mais urgentes (de sobrevivência, no caso das famílias, e de pagamento de fornecedores, no caso das empresas) com as dívidas.

É neste sentido que políticas voltadas para a desalavancagem das empresas e das famílias podem contribuir para a recuperação econômica: porque permitem conciliar as dívidas pretéritas com a retomada do consumo e da produção. A renegociação e a rolagem de dívidas com prazos mais longos e menores taxas de juros permitiria às famílias e às empresas comprometer um percentual menor de suas rendas e receitas correntes com juros e amortizações, permitindo a recomposição e recuperação da demanda agregada, tão necessária para a contratação de novos trabalhadores. Lateralmente, o setor público também poderia se beneficiar dos efeitos deste processo, já que o excesso de endividamento de empresas e famílias também compromete o pagamento de impostos, taxas e contribuições devidas à União, estados e municípios. O estoque de crédito precisa ser recomposto por operações mais longas e com taxas menores. No caso específico do crédito às pessoas jurídicas, esta recomposição deve priorizar empresas que atuam em setores intensivos em trabalho e com maiores efeitos de encadeamento.



Por excelência, a principal política voltada ao auxílio deste processo de desalavancagem consiste na redução da taxa básica de juros Selic, que deve ser intensa e rápida, para permitir que os processos de renegociação e rolagem das dívidas ocorram em condições mais favoráveis à rápida retomada do consumo e do investimento. Além da redução da taxa Selic, que é uma atribuição do Banco Central, a redução dos *spreads* das operações ativas dos bancos públicos poderia contribuir para esta finalidade, especialmente nas modalidades mais diretamente associadas às decisões de produção e consumo de duráveis. Esta medida ainda teria a vantagem de induzir os competidores privados, ao estilo do que ocorreu em 2012.

Neste cenário, só a irresponsável teimosia explica a lentidão com a qual o Comitê de Política Monetária (Copom) do Banco Central tem reduzido a taxa básica de juros. Em abril de 2013, o Copom iniciou o mais longo ciclo de aumento da taxa Selic, que perdurou mesmo quando a economia brasileira já mergulhava na maior recessão de sua história. O aperto monetário, que somente foi revertido em outubro de 2016, foi ineficaz no controle do processo inflacionário em curso, já que este fora desencadeado por choques de custos bastante severos e pouco sensíveis ao ciclo da política monetária, como o tarifaço realizado em 2015 e a desvalorização cambial, muito intensa em 2015, mas em curso desde 2011. Foram

a reversão da trajetória da desvalorização cambial e o esgotamento dos efeitos do tarifaço – e não a política monetária apertada – que recolocaram a trajetória da inflação no limite inferior da meta no ano de 2016. A recessão prolongada também contribuiu, já que do mercado de trabalho, desaquecido e com os salários reais em queda, não ocorreram pressões altistas sobre os custos das empresas.

Ainda que a queda da Selic vá ao encontro do que desejam todos os que anseiam pela rápida retomada econômica, ela tem sido mais lenta do que a queda da inflação. Os resultados são bastante previsíveis: a taxa de juros real tem subido com impressionante rapidez, dificultando o processo de desalavancagem. Além disso,

taxas de juros reais elevadas retardam a retomada do nível de atividade econômica, já que é um dos mais importantes parâmetros no qual os empresários se baseiam nas suas decisões de produzir e de investir. Finalmente, os impactos da taxa Selic elevada sobre as finanças públicas são bastante conhecidos: eleva-se o déficit nominal e a dívida (bruta e líquida) do setor público, a despeito de todo o esforço em contrair as despesas primárias.

Mas afinal, o que o Banco Central tem a temer? O cenário inflacionário projetado para 2017 segue benigno, já que permanecem sob controle as variáveis que no passado recente pressionaram a inflação. Os maiores riscos residem nas perspectivas de aumento de preços de algumas commodities, especialmente o petróleo. Desde outubro de 2016, a Petrobras modificou sua política de preços, e o repasse dos aumentos dos preços internacionais da sua principal *commodity* importada são imediatamente repassados aos preços domésticos. Ainda assim, os aumentos de preços dos combustíveis têm sido contrabalançados pela apreciação cambial. Também não se espera pressões altistas do mercado de trabalho, que permanecerá desaquecido mesmo nos cenários mais otimistas (em geral, oriundos das peças de planejamento do governo federal, diga-se de passagem) de recuperação econômica. A Selic precisa cair com maior rapidez, e os bancos públicos devem reduzir os seus *spreads* para facilitar o processo de desalavancagem das famílias e das empresas. O País vem pagando um preço muito alto pela teimosia irresponsável do Banco Central.

* É professor da Faculdade de Economia da UFF. E-mail: victor_araujo@terra.com.br

As duas abordagens para a inflação

Carlos Pinkusfeld Bastos*

Análise macroeconômica se divide em duas grandes linhas analíticas: a abordagem marginalista e um conjunto de escolas que divergem em relação àquela em dois pontos cruciais. Nas abordagens marginalistas, a remuneração dos fatores de produção é dada pela escassez relativa de capital e trabalho e a interação entre oferta e demanda de fatores de produção cria uma tendência da economia para o pleno emprego. Nas abordagens heterodoxas, a distribuição é dada pela correlação conflitiva de trabalhadores e capitalistas (dados certos parâmetros estruturais da economia) e a trajetória de crescimento no longo prazo é determinada pelo comportamento da demanda efetiva.

Seguindo essa grande divisão de abordagens radicalmente distintas, o fenômeno da inflação também possui duas grandes linhas de interpretação. A primeira está ligada à abordagem marginalista, em qualquer uma de suas versões macroeconômicas, e relaciona o fenômeno do aumento continuado dos preços com um persistente excesso de demanda. A partir de uma tendência ao equilíbrio de pleno emprego, somente uma demanda real acima da oferta pode fazer com que haja uma pressão altista sobre os preços. A interpretação heterodoxa parte da incompatibilidade distributiva entre as diferentes variáveis de formação de preços. Obviamente, a partir da abordagem da demanda efetiva, não faz muito sentido a ideia de um persistente estado de excesso de demanda,

posto que a própria capacidade produtiva responde à elevação da demanda agregada.

As duas fontes de excesso de gasto na interpretação marginalista seriam de natureza fiscal e/ou monetária. A primeira se manifesta por um desajuste entre a taxa de equilíbrio de pleno emprego, taxa natural de juros e taxa monetária de mercado. Poderia haver um desajuste temporário no mercado privado, que se levasse a uma taxa inferior à de equilíbrio, geraria uma inflação de demanda. Posto que o Banco Central tem papel central na formação da taxa básica, uma política monetária equivocada por parte do governo causaria inflação de demanda. A outra forma de gerar um excesso de demanda seria através da política fiscal. Bastaria que, independentemente de como é financiado, por dívida ou moeda, este gerasse uma demanda agregada real superior à oferta de pleno emprego.

Ao contrário destas abordagens de excesso de demanda, os modelos de conflito distributivo se baseiam na pressão de específicas classes sociais sobre variáveis distributivas, salários, lucros, e, numa economia aberta, comportamento de câmbio e commodities. Assim, a dinâmica das variáveis distributivas vai depender de fatores de natureza econômica (nacional e internacional), sociopolítica e institucional.

Se é verdade que o conceito de excesso de demanda é estranho à abordagem de conflito distributivo, o nível de demanda agregada, especificamente emprego, pode eventualmente exercer influência

sobre o salário nominal e, conseqüentemente, sobre os preços. Um nível de demanda mais aquecido, que resulta em baixo desemprego, pode ampliar o poder de barganha do trabalhador, que dessa forma pressiona por ganhos nominais de salário. A elevação dos juros nominais também pode exercer também um efeito altista sobre os preços ao elevar a remuneração do capital, e assim o *mark up* nominal das empresas. Assim, a dinâmica das variáveis distributivas está sujeita a condicionantes estruturais socioeconômicos que podem variar no tempo, e de sua interação resulta a taxa de inflação. No caso específico do Brasil, a tendência a recorrentes choques cambiais, que detonam espirais de câmbio, preços, e salários, é central para entender sua história inflacionária.

Uma vez que apresentamos sucintamente as diferenças de distintas interpretações teóricas da inflação, é importante mencionar brevemente a relação destas com as medidas anti-inflacionárias de política econômica.

Por uma questão lógica, as interpretações ortodoxas/marginalistas devem buscar seguir políticas que não interfiram no equilíbrio de mercado, ou seja, estabelecer uma taxa de juros próxima à natural e evitar que a política fiscal crie uma demanda agregada superior à oferta de pleno emprego. Apesar de uma generalização do senso comum sobre os efeitos inflacionários de um déficit público, na macroeconomia tradicional da síntese neoclássica tal déficit só seria inflacionário se a economia esti-

vesse próxima ao pleno emprego. Mas, mesmo nesse caso, uma política fiscal expansionista poderia ser compensada por uma política monetária contracionista. No debate recente quanto à eficiência de políticas monetárias ou fiscais, são incorporados elementos intertemporais que tornam essa visão tradicional mais complexa. Entretanto, apesar dessas diferenças, todos os modelos ortodoxos comungam da mesma hipótese de inflação como resultado do desequilíbrio no mercado de bens e fatores.

Já para a abordagem de conflito distributivo, a inflação não é uma anomalia, resultado de erros de gestão do Estado, seja fiscal ou monetária, e sim consequência da própria natureza conflitiva do capitalismo e suas particularidades históricas. As políticas econômicas seriam de natureza muito diversa, dependendo de qual componente de custo pressionaria os preços. No Brasil, que sofre historicamente o impacto da instabilidade cambial, uma política adequada seria a melhoria da inserção produtiva externa, com ganhos de competitividade/produtividade que permitissem uma maior estabilização da taxa de câmbio. Ganhos de produtividade também podem “acomodar” pressões salariais. Assim, em vez de políticas permanentemente depressoras da renda e emprego, políticas de desenvolvimento produtivo ajudariam a mitigar as pressões distributivas, naturais do capitalismo.

* É professor do IE-UFRJ e PhD pela New School.

Cedae: de instrumento de políticas públicas a ativo financeiro queimado

Bruno Leonardo Barth Sobral*

ACedae passou a ser um mero ativo negociável, assumindo seu comando avalistas financeiros. O risco de esvaziamento de seu papel como instrumento de política pública levou inclusive ao questionamento de vereadores e prefeituras da região metropolitana. Na Constituição Federal, os municípios são os titulares dos serviços de interesse local, podendo promover reviravoltas nesse processo, pois depende deles assinar contratos de concessão com a empresa.

Afinal, o governo fluminense pôs o “carro na frente dos bois”, conseguindo uma autorização às cegas para só então ter que discutir a o processo de alienação das ações. A Alerj consentiu sem ter essa estruturação realizada, votou como um “voto de confiança”. Causa espécie a redação curta do projeto de lei 2.345/2017 e a ausência de referência a qualquer relatório técnico. Aprovada afoitamente, a alegação da exigência federal bastou sem pormenores sobre o setor envolvido. Destaca-se o contraste com a postura do governador de Minas Gerais. Em pronunciamento recente, Pimentel¹ afirmou que:

“O valor da Cedae mal cobre um mês da folha de pagamento do Rio de Janeiro. Vai privatizar para quê? A não ser que o governo federal assuma que isso não tem nada a ver com ajuste e que seja decisão ideológica. Podemos privatizar se isso for mais útil para a prestação de serviços. Agora, sermos obrigados a privatizar? (...) Não cabe discutir

privatização de empresas com o pano de fundo de tapar buraco, da recuperação judicial. Se for outra discussão, se alguém me provar que, do ponto de vista da prestação de serviços, é melhor a gestão privada, aí nós vamos caminhar para isso. Se não, então não tem sentido”.

Esse episódio reflete o quanto o governo fluminense experimenta uma tentativa de alinhamento com os interesses do governo federal. A proposta nasce mais das disparidades de forças desses entes e da fraqueza comum frente à desarticulação federativa. A sabedoria política recomendaria não tratar o problema da dívida pública desconexo de um programa estadual de reabilitação da economia real, estimulando o Rio a reassumir seu lugar no desenvolvimento nacional. Afinal, qual a vantagem em desconsiderar do ajuste fiscal a franca possibilidade de manter abatida uma economia do porte da fluminense quando isso agrava suas condições de retorno à normalidade financeira?

Transparece um caráter punitivo para servir de exemplo e desconsidera-se a urgência de um socorro emergencial. O governo estadual jaz prostrado na apuração de responsabilidades e figura como vítima fácil de intimidação, que se traduz em bloqueio das contas e confisco. As obrigações com cláusulas inflexíveis e chicanas processuais não escondem a incompatibilidade com a capacidade de pagamento. Não só há desatenção aos mecanismos de propagação de recessões e ao ônus social, como descuido na preser-

vação de fatores portadores de futuro (vide a agonia da Uerj, entre tantos outros exemplos).

Uma alternativa mais razoável exige questionar três aspectos centrais: 1) estabeleceu-se a crise como um problema exclusivo estadual, quando a escala do problema é nacional, 2) a União assumiu o papel simplesmente de credora sem a redistribuição de competências e recursos no âmbito do pacto federativo (incluindo recompartilhamento de custos como segurança), e 3) a não articulação do problema das finanças públicas aos efeitos imprevisíveis de uma grave crise econômica. Resumindo como um problema de gestão estadual, a narrativa até o momento dominante não trata do principal estopim: as responsabilidades federais sobre a crise no Rio.

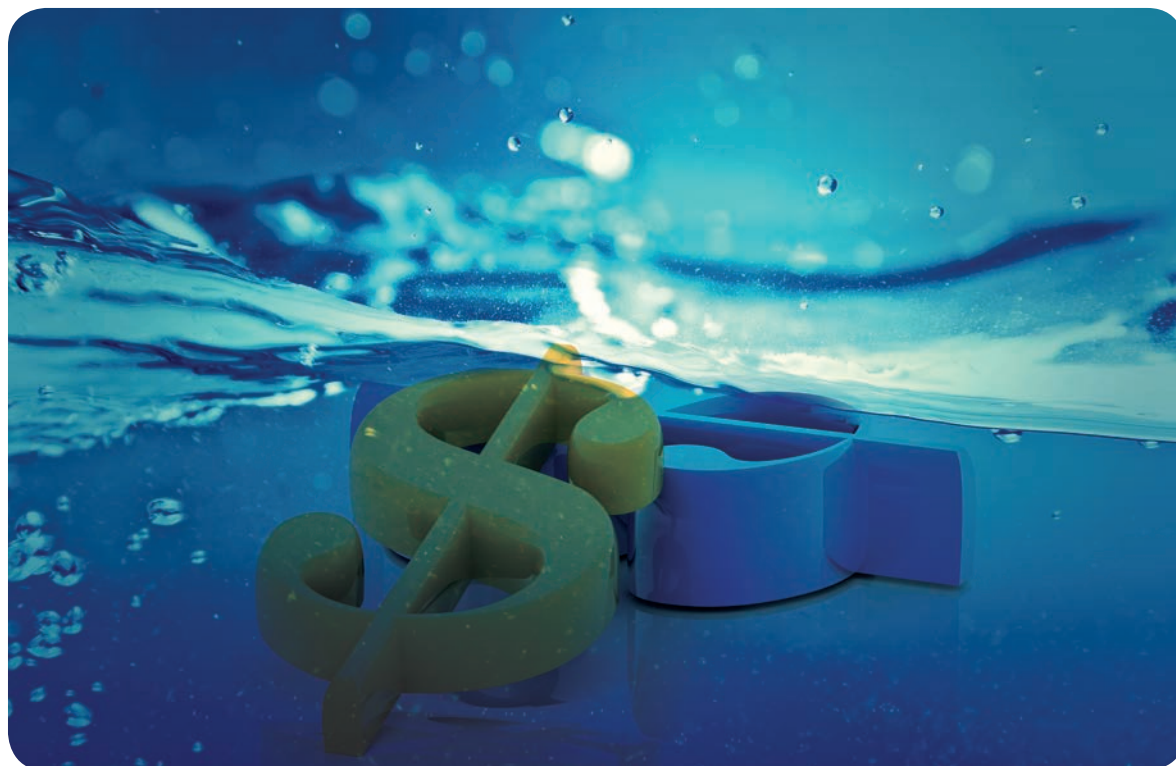
O grande nó das contas fluminenses não foi corrupção nem isenções fiscais. Esses são assuntos que merecem discussões próprias, mas não a centralidade que ganharam. O ponto de partida da fragilidade foi a exposição temerária a um endividamento, induzida pelo governo federal. No início, isso se justificava para fazer investimentos de interesse nacional que não foram realizados diretamente pelo governo federal, apoiando o endividamento dos governos estaduais para fazerem no seu lugar. Soma-se a tentativa de sustar temporariamente os efeitos de uma recessão nacional que se julgava passageira. Porém, ao se alongar, transformou esse processo em uma “bola de neve”. A diferença é que agora o governo Temer es-



tá fazendo seu ajuste de contas diretamente à custa dos entes subnacionais, como o Rio. Ao impedir que financie seu déficit através do orçamento como o mesmo fez, a União empurra a gestão fiscal estadual para um comportamento cada vez mais especulativo: endividamento crescente, numa lógica de dívida sobre dívida.

Dessa forma, não oferece solução para os impactos nas finanças de uma “estrutura produtiva oca” (termo que criei e discuto em diversos trabalhos). Desde a segunda metade dos anos 2000, não houve bonança econômica estadual alegadamente desperdiçada, algo que também apontam outros especialistas, como Mauro Osorio, professor da UFRJ. Ao contrário, a crítica deveria ser sobre indícios da desindustrialização nacional, que atinge mais que proporcionalmente o Rio e que levaram a uma trajetória problemática de arrecadação, antes ocultada pelas rendas do petróleo e gás. Atualmente, o governo tem uma arrecadação incompatível com suas despesas não porque gasta muito, e sim por essa “estrutura produtiva oca” vulnerável a graves crises nacionais. Insistir na retórica do “dever de casa” sobre contrapartidas é desconsiderar que, daqui para frente, economias substanciais só serão feitas sucateando ou cortando serviços públicos.

Todo o debate que foca exclusivamente nas finanças acaba enfatizando a folha de pagamentos sem contextualizar o efeito de um problema maior e com outras especificidades. Por exemplo, nunca houve um plano de amortização sobre a previdência estadual. Estão em vigência dois modelos: um chamado “plano financeiro” (servidores civis ingressos antes de 09/2013 e militares) e outro chamado “plano previdenciário” (servidores civis



ingressos depois de 09/2013). Segundo o mais recente cálculo atuarial, não há déficit nesse último, só no primeiro, que tende a encolher quase totalmente no tempo (pois só entram nele novos militares).

O discurso oficial oculta que o cerne da questão não é mais estrutural, dado que já está encaminhado, e sim dos efeitos de curto e médio prazos, que se revertem em um custo de transição. Por lei, as insuficiências já esperadas do “plano financeiro” devem ser aportadas pelo ente governamental.

Portanto, como uma questão específica, a previdência estadual não é a razão da crise, muito menos a via de sua solução. O que está totalmente desajustado são as receitas públicas por questões tributárias e federativas não enfatizadas numa proposta que foca no retorno rápido e melhor para a União como credora, enquanto esboça tolerância com a dívida ativa de empresas com o próprio governo.

Desconsidera-se ainda uma re-

visão do Fundo de Participação Estadual e uma série de ressarcimentos. Por exemplo, a Fundação Amazônia de Amparo a Estudos e Pesquisas (Fapespa) fez o ranking das perdas tributárias com a Lei Kandir e, depois de Minas, o Rio é o estado mais prejudicado (R\$ 49,2 bilhões). Soma-se o atraso da ANP em atualizar cálculos de royalties e participações especiais (cerca de R\$ 2 bilhões, além de valores retroativos). Além disso, o ICMS para extração e refino do petróleo é ainda cobrado no destino, prejudicando as finanças do Rio (perda anual em torno de R\$ 10 bilhões).

É preciso nacionalizar a crise no Rio a fim de não confiar cegamente em uma proposta que trata como crise do Rio. Em caráter emergencial, caberia à União fazer transferências voluntárias, assumindo suas responsabilidades. Ademais, precisa-se ir além de um debate contábil focado em gestão e orçamento, e enxergar o senti-

do mais amplo e profundo de um processo no qual o Estado e o planejamento público no Rio precisam ser resgatados em seu papel mais estratégico, para lidar com sua debilidade produtiva.

Por isso, não basta apenas mais mobilização social e sim um diagnóstico mais apurado para ser conduzido por premissas capazes de reconhecer o caráter nacional do problema fluminense e, a partir disso, enfrentar suas reais especificidades. Nesse sentido, merecem destaque iniciativas coletivas na busca de alternativas, como a plataforma recém-criada pelo movimento Uerj Resiste (www.contrapacote.com) e o esforço mais recente do movimento GestRio, que apresenta um folder com um conjunto de propostas nesse mês de abril.

* É professor da FCE/Uerj e autor do livro *Metrópole do Rio e Projeto Nacional* (Garamond).

1 Entrevista para o jornal Valor em 2 de março de 2017.