

## Um programa de estabilização no Brasil

RUDIGER DORNBUSCH\*



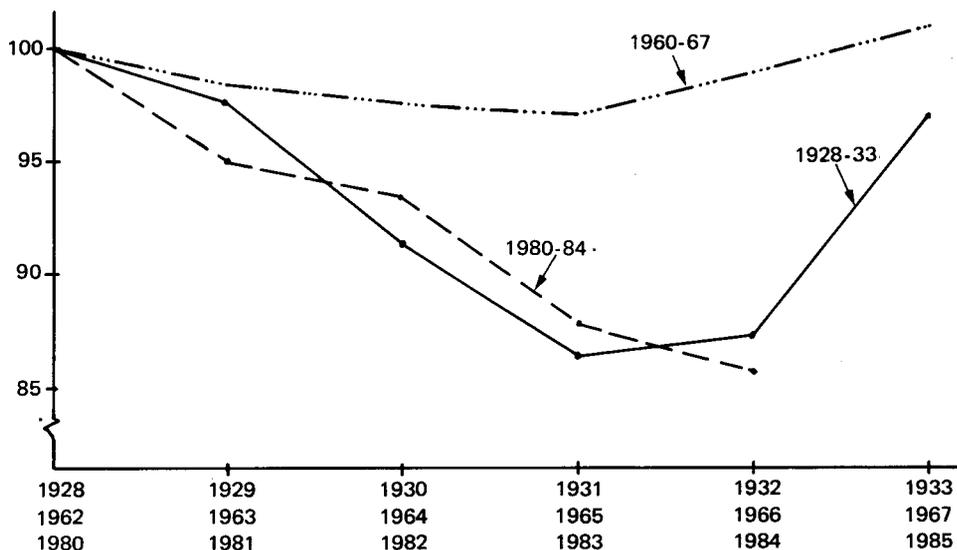
A economia brasileira está enfrentando a mais séria e profunda depressão da atividade econômica nos últimos sessenta anos. A produção *per capita* já declinou, desde 1980, em mais de 13 por cento, e isto usando-se estimativas as mais conservadoras. Além disso um declínio ainda mais severo está à frente, já que o país se prepara para implementar outro estágio de um acordo altamente deflacionário com o FMI. O Gráfico 1 mostra que a depressão atual em comparação com a de 1962-67 é maior, e mesmo a depressão externa dos anos 30 foi menor.

### HISTÓRICO

Não há muita necessidade em se especular quanto às fontes das presentes dificuldades. A crise do Setor Externo do balanço de pagamento é grandemente devida à deterioração nas condições econômicas mundiais: recessão nos países industrializados, taxa de juros real elevada e os problemas econômicos de alguns parceiros comerciais do Brasil. Mas estes fatores foram certamente reforçados por uma bem fraca administração dos recursos externos do Brasil e uma negligência em se efetuar ajustamentos ao longo do tempo.

\* Do Instituto de Tecnologia de Massachusetts.

**GRÁFICO 1**  
**PRODUÇÃO PER CAPITA EM TRÊS RECESSÕES**  
 (ano de pico = 100)



Esta má administração é bem mais aparente ao se apreciar o período 1980-82 e o lento controle de ajustamento dos pagamentos externos. A pobreza das políticas a este respeito é melhor ilustrada pelo montante das despesas de turistas brasileiros no exterior: em 1982 os brasileiros gastaram aproximadamente US\$ 1 bilhão no exterior, mais do que o dobro do que foi gasto nos anos anteriores. Hoje o mesmo US\$ 1 bilhão tem um imenso preço oculto. Para reduzir as importações em US\$ 1 bilhão extra, a atividade econômica sofrerá um corte de 1%.

A Tabela 1 mostra indicadores macroeconômicos chaves para o período 1970-82. Está claro que em 1981 todas as indicações de uma crise estavam presentes: importação de petróleo e pagamento de juros excederam as receitas de exportação, e a relação dívida/exportação tinha mais do que dobrado desde os anos 70. Um esforço interno de estabilização foi empreendido em 1981, mas além de levar a economia para a recessão por arrocho monetário, pouco fez para promover o ajustamento. Acelerada, a indexação plena tinha dobrado a taxa de inflação, e o redirecionamento de dinheiro para dívida financeira, combinado com o racionamento de crédito, elevou as taxas de juros reais nos empréstimos preferenciais a uma magnitude de mais de 50%. O programa falhou inteiramente em atingir o problema do setor externo do balanço — permitiu-se que a taxa de câmbio real valorizasse significativamente — assim como os problemas da inflação e de orçamento.

De fato, permanece obscuro o que, precisamente, as autoridades acreditavam poder alcançar com um programa que esboçava primariamente arrocho monetário e

**TABELA 1**  
**DESEMPENHO MACROECONÔMICO BRASILEIRO 1971-82**

Itens	1971-73	1974-78	1979-80	1981	1982
Crescimento do PNB**	12,5	7,0	7,4	-2,0	1,0
Déficit em Conta Corrente*	1,5	6,2	11,8	11,9	16,3
Exportações*	4,6	10,3	17,7	23,3	20,2
Pagamentos de Juros*	0,5	2,2	6,5	10,3	12,6
Importação de Petróleo*	0,5	3,5	8,1	11,0	10,2
Índice Dívida/Exportação	1,3	2,2	2,8	2,7	3,7

\* Bilhões de dólares

\*\* Crescimento anual médio

controle de crédito. Mas é certo que o arrocho monetário – o estoque de dinheiro no conceito real de M1 declinou uns 60% desde 1980 – funcionou em reduzir a atividade, mesmo que não o tenha feito com a inflação. Isto não é, por certo, surpresa alguma, porque a estabilização monetária sob condições de indexação plena enfrenta uma opção particularmente adversa de desinflação/desemprego.<sup>1</sup>

## PERSPECTIVAS

Ao se projetar políticas de estabilização para o Brasil, a primeira questão deve ser se as condições nos mercados mundiais em um futuro próximo propiciam rápida e segura mudança para o setor externo. Um evento como esse mudaria totalmente a visão geral de uma estabilização doméstica, fazendo das restrições cambiais menos uma prioridade e da inflação e depressão o problema número 1. De fato, existe pouca perspectiva de que isso acontecerá. Pelo contrário, há razões para acreditar que a recuperação mundial será discreta e firme, promovendo apenas algum crescimento nas exportações, alguma melhora nos termos de comércio, preços firmes de petróleo e algum aumento nas taxas de juros e ônus do endividamento. A grande questão, então, é o comportamento do dólar.

Ao se avaliar as perspectivas para o setor externo, é essencial projetar os próximos dois ou três anos e perguntar se neste período – e não nos próximos dez anos – o quadro estará melhorando significativamente. Se sim, talvez possa ser de alguma valia deixar de lado os problemas atuais e fazer com que a economia mundial faça o Brasil crescer em liquidez e prosperidade. Se, por outro lado, a economia mundial não estiver propícia a fazer grandes mudanças para o setor externo da economia brasileira, então um programa de ajustamento de médio prazo é necessário e precisa ser iniciado com urgência.

<sup>1</sup> Este ponto é bem estabelecido e incontroverso no Brasil. Veja por exemplo, discussão extensiva por Mário Simonsen em R. Dornbusch e Mário Henrique Simonsen (eds.), *Inflação, Dívida e Indexação*, Editora MIT, 1983.

**TABELA 2**  
**A RECUPERAÇÃO MUNDIAL**  
 (Crescimento anual médio do PNB)

	1971-81	1983	1984	1985
EUA	2,9	3,5	5,5	3,0
Europa	2,9	1,0	1,5	1,8
Japão	4,8	3,3	4,0	3,4
OCDE	2,8	2,3	3,3	2,5

A Tabela 2 mostra estimativas de crescimento nos maiores países industrializados. A perspectiva é de crescimento significativo em 1983-84. O crescimento nos EUA e Japão está se revelando maior do que o esperado. Todavia, a recuperação dos EUA tenderá a se desacelerar por volta de 1985, e a Europa, embora sua taxa de desemprego seja alta e em elevação, demonstra estar pouco inclinada a se lançar numa política fiscal e monetária, buscando altas taxas de crescimento, com déficits orçamentários e inflação acelerada.

As perspectivas para a contínua recuperação mundial são inquestionavelmente favoráveis. Mas não basta olhar para as previsões centrais negligenciando o fato de que há uma boa chance de um cenário bem diferente. A sensibilidade dos políticos para a inflação e para uma contínua concepção monetarista deixa aberta a possibilidade de uma colisão que pode retardar a recuperação. É também possível que o fortemente valorizado dólar venha a ser desvalorizado, e assim mude dramaticamente as opções inflação/desemprego e as políticas fiscais e monetárias, e dessa forma cresçam as previsões.

Muitas das discussões da dívida e problemas de ajustamento se focalizaram no cenário favorável da desvalorização do dólar com recuperação contínua. É bem verdade que esta é a previsão central nos dias atuais. Mas também existe o caso de analistas que acham uma probabilidade significativa de colisão nas altas taxas de juros que mantenham o dólar fortalecido e com isso interrompam a recuperação. Para ser mais específico, a *DRI - Review of the U.S. Economy*, por exemplo, fornece uma probabilidade de 0,3 aos cenários que em 1985 interrompam a recuperação.<sup>2</sup>

**TABELA 3**  
**CENÁRIOS ALTERNATIVOS MACROECONÔMICOS PARA 1984-85**

	Dólar se mantém	Dólar desvaloriza
A recuperação continua	Problemas	Tudo bem, em frente
A recuperação é retardada	Grandes Problemas	Problemas

<sup>2</sup> Veja *DRI - Review of the U. S. Economy*, nov. 1983.

Considerando-se o impacto da economia mundial, temos de nos perguntar se crescimento, taxas de juros e preços de exportação são fatores suficientes para melhorar o crédito externo do Brasil, consistentemente com a recuperação econômica doméstica. Uma maneira de dirigir essa interpelação é verificar os determinantes do índice Dívida Externa/Exportação. A mudança percentual na relação dívida/exportação é determinada por três fatores: taxa de juros nominal,  $i$ , taxa de crescimento das receitas de exportação em dólares,  $x$ , e índice da conta corrente exclusive juros/volume da dívida externa  $S/B$ :

$$(1) \text{ Mudança percentual no índice Dívida/Exportação} = i - x - S/B$$

O índice Dívida/Exportação cresce automaticamente, devido aos juros sobre a dívida existente. Mas o índice entra em declínio à medida que os ganhos de importação crescem em termos de dólares, devido aos efeitos combinados de inflação mundial, aumento nos preços reais de *commodities* e crescimento no volume de exportações brasileiras. O saldo, na determinação da evolução do índice Dívida/Exportação, é dado pelo saldo de  $C/C$  exclusive juros, o qual é determinado principalmente pelas condições cíclicas no Brasil.

A taxa de juros cobrada no atual reescalonamento é de 1 3/4% sobre a *prime rate* americana (ou 2% sobre a LIBOR) mais uma taxa de 2% de abertura mais 1/2% de taxa de compromisso. O custo total do crédito, portanto, alcança a 15,25%. Além disso, temos de ajustar o crescimento de exportação devido à atual inflação mundial, reforçado pela recuperação econômica mundial que promove o crescimento do volume e os aumentos nos preços reais de mercadorias.

No período março/outubro de 1983 as exportações cresceram em 11,9%, comparativamente ao mesmo período do ano anterior. Não há pressões para aumentos significativos nos preços reais de mercadorias. Pelo contrário, preços futuros de um ano, para as mercadorias mais exportáveis do Brasil, não demonstram nem mesmo aumentos à taxa da inflação mundial. A diferença entre crescimento de exportação e acumulação de juros é mínima. A melhora no índice Dívida/Exportação deve se originar primariamente da depressão doméstica da atividade, que gera um superávit exclusive juros através da compressão de importação. Claro está que no curto prazo isso tudo é viável. Mas é igualmente claro que não é uma estratégia de médio prazo.

#### O ACORDO DO FMI – 4

O Brasil está em processo de negociação de um outro acordo com o FMI. A Tabela 4 mostra, para fins de referência, a evolução da economia em 1982-83, assim como alguns dos termos chaves conforme constam da Carta de Intenções de 15 de setembro e dos mais recentes relatórios.

A realização mais dramática do novo programa é o contínuo e extraordinariamente forte arrocho fiscal e monetário. Uma redução no déficit deflacionado de 3% do PNB implicaria um declínio da atividade econômica bem abaixo da tendência zero que é

**TABELA 4**  
**VARIÁVEIS MACROECONÔMICAS CHAVES E OBJETIVOS**

	1982	1983	1984
Crescimento do PNB	1,0	-5,0	?
Inflação (a)	99,7	220,0	60,0 (d)
Expansão Meios Pagamento (a)			
Conceito M-1	69,3	90,0	50,0
Base	84,6	96,3	50,0
Déficit Orçamentário (b)			
Real	15,0	18,6	9,0
Deflacionado	6,0	2,7	-0,3
Conta Corrente (c)	-16,3	-6,5	-6,0

Notas: (a) dezembro a dezembro; (b) % do PNB; (c) bilhões de US\$; (d) as metas para inflação são 10%, 9% e 8% por mês no primeiro trimestre; planos para o último trimestre são para uma taxa mensal de 2,5%.

Fontes: *Programa Econômico do Brasil* e os mais recentes artigos de jornais.

antecipada nos documentos públicos. Requereria grande contração na demanda diretamente através da despesa reduzida do governo e, indiretamente, através de impostos mais altos, e o efeito da eliminação dos subsídios na renda disponível doméstica e despesa. Se a contração fiscal levada a efeito trouxer o déficit a zero, é inteiramente concebível que a concomitante queda na atividade econômica poderá alcançar uma vez mais 5%.

O programa do FMI não estabelece cláusulas para crescimento ou recuperação. Ele simplesmente focaliza-se em cortes orçamentários e inflação, deixando aberta a questão de como a economia retornará ao nível satisfatório de crescimento. Há um ponto de vista proeminente no FMI de que a recuperação se dará por si mesma: como o fluxo governamental de demanda por crédito é reduzido pelo programa, as taxas de juros declinam, conduzindo a um aumento do gasto privado. Portanto, produção e emprego não são pontos em questão. Sob este ponto de vista, já que os mercados de crédito mantêm a produção e o emprego através dos movimentos de taxas de juros, os programas de estabilização podem dar um máximo de ênfase a deflagar uma deflação fiscal e monetária. Este ponto de vista não pode ser documentado em termos de quaisquer modelos macroeconômicos usados em livros-texto, exceto sob condições de plena e instantânea flexibilidade em preço-salário e certamente não é parte dos modelos macro-econômicos da economia dos EUA.<sup>3</sup>

Uma reação ao programa do FMI é que ele é tão inconcebível, dadas as impli-

<sup>3</sup> A Macroeconomia padrão enfatiza que uma contração na demanda agregada reduz a produção e o emprego, a qual por sua vez reduz as taxas de juros. Um corte no presente orçamento de 3% do PNB, combinado com arrocho monetário, conduziria, segundo modelos econométricos padrões da economia americana, a uma queda de produção de cerca de 6% dentro de dois anos. A análise dos

cações políticas de uma depressão que se aprofunda, que não será nem mesmo tentada. Um ponto de vista mais plausível é que o Brasil fará um esforço para ir na direção deste programa e realmente implementar as políticas. Isto, é claro, já tem acontecido em certa medida, como fica evidenciado pelo agudo aumento nos preços de alguns produtos subsidiados e o grande corte no orçamento operacional. A perspectiva mais provável é, portanto, de um contínuo declínio na atividade econômica por um, dois ou mais anos, tornando, assim, essencial a procura de alternativas menos primitivas.

Qualquer solução para os problemas brasileiros deve vir quase inteiramente de iniciativas domésticas. No momento atual o procedimento é “seguir, apesar da aparente confusão”.

Peritos em mercados financeiros apreciam dizer que o problema da dívida é tão sério, que é essencial não adotar uma linha clara de ação, porque tal linha não existe, exceto por *default*.

Mas a passagem do tempo pode, sob este ponto de vista, resolver talvez o problema. De um lado, o crescimento nos mercados mundiais realmente ocorre; por outro lado, países se acostumam a uma depressão sustentada da atividade doméstica, como fica claro, por exemplo, na experiência do Reino Unido.

Prosseguir, apesar da confusão com seqüência de empréstimos para crises de curto prazo e programas de estabilização nunca cumpridos, parece assim um meio de continuar o sistema. Mas deixa aberta a questão do que virá depois que os empréstimos correntes sejam renovados pela terceira ou décima vez.

O sistema atual pode ser de interesse dos mercados financeiros. Certamente é assim comparado a uma alternativa de um *default*. Pode até, comparado com essa alternativa, ser do interesse do Brasil. Mas a questão é se não há programa alternativo que possa fazer o Brasil, e talvez mesmo mercados financeiros, seguir à frente. A profunda depressão da atividade econômica, os planos e deterioração anterior e a perspectiva desencorajadora na economia mundial sugerem que já é tempo para procurar opções de política econômica bem diferentes.

## O PROGRAMA DE ESTABILIZAÇÃO

O objetivo principal do programa de estabilização deveria ser aumentar a atividade econômica real consistentemente com um máximo de estabilidade financeira de longo prazo. O programa recomendado tem três grandes fatores:

- 1º) uma significativa *depreciação real*;
- 2º) um *refinanciamento* da dívida;
- 3º) uma estratégia melhorada de finanças públicas.

determinantes do declínio revela que a ausência de significativos estabilizadores embutidos, no Brasil, farão o multiplicador fiscal significativamente maior.

*Refinanciamento*: A política corrente de “prosseguir através da confusão” significa que a atividade doméstica é agudamente deprimida para assim conter as importações. Enquanto isso, a dívida real cresce a uma taxa que reflete a alta taxa de juros real que está sendo paga, em parte como prêmio de risco sobre a dívida. Não há razão para presumir que a passagem do tempo melhore a solvência externa do país, eis que a taxa real de juros excede a tendência da taxa de crescimento de volume de exportação ou qualquer outra tendência igualmente fundamental. A estratégia de prosseguir, portanto, implicitamente envolve um elemento de instabilidade de longo prazo. Além disso, no curto prazo a gerência da dívida absorve completamente a atenção dos políticos à custa da administração macroeconômica. Absorve também a atenção dos mercados financeiros brasileiros, cujo foco muda do financiamento da produção para a especulação.

Refinanciar a dívida externa tomaria a seguinte forma: o governo unilateralmente declararia o refinanciamento. Toda a dívida externa é assumida pelo governo e os credores recebem um título pelo valor de seu ativo. O título porta os seguintes termos: período de cinco anos de carência; juros reais de 3%; vencimento em vinte anos, o título é negociável.

A primeira condição essencial é a negociabilidade do título. Isso possibilitará divorciar os problemas do balanço de pagamentos brasileiro do problema dos credores, que são os bancos comerciais. A proposta reverte ao padrão anterior das finanças do mercado de capitais dos países em desenvolvimento.

Especificamente torna possível para os bancos comerciais vender seus ativos no mercado de capital. Quem compraria tal ativo? A analogia aqui com os títulos da cidade de Nova Iorque é interessante. Quando Nova Iorque estava à beira da insolvência — com muito menos recursos por parte dos credores do que o caso brasileiro — os títulos da cidade foram negociados com alta margem e mantidos por um público ousado, que incluía professores, fundos de pensão, companhias de seguros, etc. O mesmo era verdadeiro para os títulos brasileiros nos anos 30, e há todas as razões para se retornar a esse padrão.

O período de carência é essencial para prover folga de curto prazo no balanço externo enquanto a recuperação mundial ocorre e enquanto a reestruturação doméstica para uma direção mais orientada à exportação está sendo levada a efeito. Ele propicia folga também para um alívio doméstico de curto prazo. Durante o período de carência, nenhum pagamento de juros é feito, embora os juros se acumulem.

O refinanciamento programaria uma taxa real de juros de 3% ao ano. O retorno real de longo prazo em títulos do governo dos EUA no período 1930-1980 foi de cerca de 1%. Assim, os 3% propostos são um prêmio significativo. Dentro destes termos, o valor do título no *Open Market* sofrerá muito provavelmente uma perda de capital. Os bancos, portanto, ao liquidar suas posições, sofrerão perdas escriturais. Mas, é claro, espera-se que os empréstimos correntemente mantidos sejam pagos. Pelo contrário a absorção (como prejuízo) de juros ou principal está sendo ativamente discutida com os legisladores. Assim, é bem concebível que os bancos recebam desta forma termos mais líquidos e com menor perda de capital do que é provável que ocorra, se as coisas permanecerem como estão.

Mas, mesmo que os bancos sofram uma perda de capital, podemos perguntar a quanto monta essa perda. Certamente, muitas pessoas estariam dispostas a adquirir tais títulos (uma pequena parte de sua poupança em tais títulos, é claro) com uma renda de 20%. Parece bem plausível, então, que as perdas de capital estariam circunscritas bem dentro dos limites das atuais alocações de capital e reserva.

O período de vencimento é, de alguma forma, arbitrário. Não deveria ser menos de 15 anos, mas outros podem ser expressos, já que, se o esquema tiver sucesso, grande parte da dívida será rolada. É apenas essencial remover das vistas, embora não da consideração, a perpétua negociação do principal e juros.

*Desvalorização Real:* Uma grande desvalorização real é requerida para tornar o refinanciamento viável e permitir uma recuperação substancial de produção e crescimento. No lado externo a desvalorização real é necessária, a fim de gerar, no final, as receitas com as quais se pagará o serviço da dívida externa. No lado doméstico ela é essencial, a fim de dar certeza de que isso pode ocorrer sob condições de alta taxa de emprego.

A Tabela 5 mostra a taxa real de câmbio do cruzeiro comparada com a dos EUA e com um grupo dos maiores parceiros comerciais. Torna-se claro, desses dados, que em 1980-82 uma grande valorização real foi permitida. Isso foi particularmente verdadeiro, relativamente aos países que não os EUA, refletindo uma grande valorização do dólar americano no mercado mundial. A faixa de sucesso em contrabalançar o efeito da valorização do dólar significou que o Brasil perdeu competitividade relativamente à Alemanha ou ao Japão, por exemplo, em escala massiva. A Tabela 5 mostra também que numa base ponderada em comércio, a máxi de fevereiro não fez muito, além de restaurar o padrão da competitividade externa que prevaleceu em 1980. Mas isso significa que não houve ajustes significativos em 1970 nem para o preço real do petróleo, nem para as mais altas taxas mundiais de juros reais, nem para o desaparecimento dos parceiros comerciais do Brasil e sua própria desvalorização competitiva.

É imediatamente essencial reconhecer que a desvalorização no começo deste ano é insuficiente para promover o ajuste requerido na *conta corrente de pleno emprego*. Há várias razões para essa contenção.

Primeiro, o Brasil compete com outros países subdesenvolvidos (Argentina, México, Chile, Coréia, Portugal, etc.), cada qual tendo empreendido grandes desvalorizações reais

**TABELA 5**  
A TAXA REAL DE CÂMBIO NO BRASIL

	1976-79	1980	1981	1982	1983**
Relativa aos EUA	84	100	93	94	125
Relativa aos maiores parceiros comerciais*	81	100	83	77	104

\* Pesos: EUA = 0,4; Alemanha = 0,3; Japão = 0,15; Argentina = 0,15.

\*\* Março 1983.

para ganhar competitividade externa. Ao mesmo tempo, o protecionismo está aumentando. Assim, meramente para permanecer igual, uma desvalorização real maior é requerida. Segundo, no lado doméstico a eliminação do déficit deteriora diretamente a competitividade comercial dos subsídios. Para compensar a eliminação dos subsídios e restaurar o alto emprego, uma desvalorização real é requerida. Finalmente para eliminar o desemprego e assegurar emprego contínuo de recursos liberados pela contração do setor público, uma competitividade maior de exportação é requerida. A requerida desvalorização real posterior é uma questão em aberto, mas 30% aparenta ser uma estimativa razoável.

Como política para melhorar o balanço externo e como uma política de emprego, a desvalorização real funciona com duas limitações. Primeiro, há respostas tardias no fluxo de comércio para um ganho em competitividade. Estes vácuos podem ser da ordem de um ano, ou dois ou mais, quando o investimento em equipamento, parque industrial, projeto de produtos ou *marketing* é requerido para se ter vantagens de competitividade aumentada. Isso implica que, uma vez que a necessidade da desvalorização real é reconhecida, quanto mais cedo a desvalorização ocorrer é melhor. Também faz com que o período de carência no serviço da dívida externa seja ainda mais importante.

No lado do emprego a desvalorização real terá efeitos adversos de curto prazo. Isto ocorre porque a resposta do comércio e do emprego é lenta, ao passo que ao mesmo tempo a redução no gasto de bens domésticos devido ao implícito corte nos salários reais pode ser significativa. Este é mais o caso quando a desvalorização eleva o preço real dos bens de demanda inelástica — alimentos, gasolina, etc. Com custos aumentados e maiores gastos com bens importados, o gasto em outros bens poderá reduzir, deteriorando o nível de emprego.

## FINANÇAS PÚBLICAS

O atual programa do FMI seleciona o orçamento como meta principal. Há quatro argumentos que podem ser oferecidos. Primeiro, que déficits orçamentários, do tamanho destes em que o Brasil vem incorrendo inevitavelmente, conduzem a alta e instável inflação. Segundo, que déficits orçamentários implicam um déficit externo que poderá não mais ser financiado. Terceiro, que os déficits orçamentários pressionaram por desejáveis programas de gastos privados. Finalmente, que o déficit foi a contraparte de altamente ineficientes empresas do setor público e resultado do uso generalizado de subsídios, que desvirtuou maciçamente a alocação de recursos.

É verdade que o déficit orçamentário deflacionado do Brasil de 6% em 1982 foi imenso. Mesmo o déficit atual de 2,7% do PNB é ainda bem alto, de fato exatamente do tamanho do déficit americano (deflacionado dos juros).

A discussão pública corretamente enfatizou a ineficiência nos investimentos do setor público e das pródigas políticas de salário e emprego das empresas do setor público. Além disso, os subsídios têm conduzido à significativa má alocação de recursos, talvez

muito além do que era justificado pelas metas econômicas ou sociais que os legisladores tinham em mente. Em qualquer caso a economia não podia suportar os déficits orçamentários e os correspondentes déficits externos, uma vez secadas as fontes de crédito externo.

Não pode haver muita argumentação quanto à necessidade de uma completa reforma fiscal. Permanece, todavia, a questão da velocidade do ajustamento. Já que o corte orçamentário não é um objetivo desejável por si mesmo, e certamente não comporta benefícios em termos de alocação de recursos que garantam a eliminação do desemprego, deve-se rever agora se os cortes foram suficientes, pelo menos para o momento. Se o equilíbrio externo não é imediato, então os demais cortes deveriam ser postergados e a ênfase ser colocada na recuperação e no aumento da lucratividade das empresas. Uma reconsideração da política fiscal deve ser realizada mais tarde, quando a economia estiver bem encaminhada para a recuperação. A essa época poderá ser formado um julgamento de quanto do déficit é cíclico, quanto pode ser sustentado e se há sentido em administrar um superávit orçamentário. Será essencial reconhecer então que finalmente o serviço da dívida externa demandará grandes recursos orçamentários. A desvalorização real no curto prazo é inflacionária, tanto quanto a remoção de subsídios, e reduz a renda disponível real das famílias, exatamente da mesma maneira que o saneamento fiscal o faz. Portanto, ela inquestionavelmente conduz à contração na atividade doméstica. Enquanto se espera o crescimento nas exportações, os legisladores devem dirigir cuidadosamente o potencial limitado de ajustamento e escolher instrumentos e seus efeitos no tempo, para que equilíbrio interno e externo, assim como estabilidade financeira, possam ser alcançados. Desde 1980, e especialmente sob o programa do FMI, as coisas têm sido levadas de uma maneira particularmente desastrosa: prioridade foi dada à remoção dos subsídios, uma política que é altamente inflacionária, mas que tem também efeitos adversos na competitividade de exportação e, além disso, desequilibra as chances para uma desvalorização de sucesso. Não seria sábio reverter o movimento político-econômico agora. Todavia, certamente deveria haver um embargo em posteriores movimentos inflacionários que não contribuem diretamente com o emprego no setor exportador. Ao mesmo tempo, é desejável conciliar o impacto de curto prazo da desvalorização na renda real e o emprego por uma política fiscal (orçamento equilibrado) e de renda que redistribua para o trabalho.

Deixo aberta a questão sobre se a transferência propicia vantagens como um programa de emprego na política de habitação do setor público, ou como um abandono de direito nas contribuições ao seguro social. Deixo também aberta a questão sobre se recursos fiscais são garantidos por imposto sobre capital, talvez concentrado inteiramente no débito público, ou por um imposto sobre a terra (remoção dos subsídios à agricultura) ou por uma taxa nos ganhos de juros. Mas a mensagem básica deveria ser no uso de política fiscal, agora para fazer uma desvalorização real efetiva política e economicamente e não perseguir uma espiral de depressão em virtude de déficits orçamentários.

Os péssimos enganos em selecionar prioridades políticas em 1982-83 fazem os ajustamentos, hoje, significativamente mais difíceis. Mas o caminho deve ser claro: se o Brasil deve ter alta taxa de emprego e pagar seus débitos, necessita acima de tudo exportar e não administrar superávits orçamentários.