

INT-1430

LC/BRS/NT.039  
Dezembro 1995  
Original: Português

CEPAL  
COMISSÃO ECONÔMICA PARA AMÉRICA LATINA E CARIBE  
Escritório no Brasil

**A RETROSPECTIVA DE MÉDIO PRAZO  
DA ECONOMIA BRASILEIRA**

22 MAR 1996

Nota preparada por E. Felipe Ohana, Oficial de Assuntos Econômicos do Escritório da CEPAL no Brasil. As opiniões aqui expressas são pessoais do autor, e podem não coincidir com as da Instituição.



# A RETROSPECTIVA DE MÉDIO PRAZO DA ECONOMIA BRASILEIRA

E. Felipe Ohana  
CEPAL/Brasília  
Dezembro 1995

## Introdução

Esta nota segue a metodologia de avaliação macroeconômica que utiliza a identidade do PNB, pelo lado da demanda, como painel de controle. Na identidade, quando a absorção interna supera a oferta de financiamento externo, a inflação gera o que se denomina poupança forçada. O hiato (*ex-post*) de recursos reais da economia é ajustado pelo imposto inflacionário.

Notas anteriores, utilizando a mesma metodologia, analisaram a evolução do quadro econômico, trimestre a trimestre, após a implantação do Plano Real. Apontaram, em síntese, que, a partir de julho de 1994, a economia experimentou dois fortes momentos simétricos no nível de atividade. À forte expansão inicial da demanda agregada, que durou até o primeiro trimestre deste ano, se seguiu uma inusitada contração. Houve sustentação do comportamento do imposto inflacionário, que caiu do patamar de 3% do PIB para 0,4%, e da poupança externa, ao redor de 2-3% do PIB, especialmente a partir do quarto trimestre de 1994. As preocupações originam-se do crescimento monotônico do déficit público e do comportamento da poupança privada que, após uma significativa redução até o quarto trimestre de 1994, se recuperou para um patamar, estima-se, superior ao de pré-plano. A principal questão macroeconômica era saber, perante o spread dos juros reais, a crise bancária, a proteção das reservas cambiais e a evolução das finanças públicas, qual a capacidade da política econômica de obter recursos reais adicionais do setor privado (poupança) para financiar o crescimento, sem pressionar a inflação?

Nesta nota, analisa-se o comportamento das principais variáveis macroeconômicas no período de doze meses até o terceiro trimestre de 1995. O objetivo é conhecer a variação (*shift*) dos principais agregados, comparando-se o comportamento entre os períodos out93/set94 e out94/set95, como forma de identificar os vetores que merecem atenção da política econômica. Observadas as vicissitudes recentes da economia brasileira, considerou-se este período como médio prazo.

## Os resultados.

O quadro a seguir indica a evolução das variáveis macroeconômicas que repercutem as ações e inações da política econômica no período de análise.

Trajatória Macroeconômica da Economia Brasileira em Doze Meses  
out93/set94 e out94/set95

(% do PIB)

	Sp - Ip*	NFSP	T.C.B.P.	Imp. Inflac.
Até III/94	6,89 - 11,0	- 1,8	0,0	2,31
Até III/95	13,05 - 13,1	3,98	3,6	0,43
variação	6,16 - 2,1	-5,78	3,6	-1,88

\* Nota: Está implícita a taxa de 3.5% do PIB para o investimento do setor público.

Fontes: Nota para imprensa do BC, Relatório de Conjuntura do IPEA/GAC e revista Conjuntura Econômica da FGV.

As variáveis Sp e Ip representam a poupança e o investimento privados, NFSP é a necessidade de financiamento do setor público, no conceito operacional, como calculado pelo Banco Central, T.C.B.P. é a conta em transações correntes do balanço de pagamentos. A última coluna aponta o imposto inflacionário.<sup>1</sup>

Na perspectiva de médio prazo, o setor público perdeu 1,88 pontos de porcentagem equivalentes do PIB de recursos com a redução da inflação e exigiu da economia 5,78 pontos adicionais para financiamento do déficit acrescido. Como o investimento cresceu 2,1 pontos, os recursos requeridos pela economia vieram do setor externo (36,9% do total), via endividamento, e da poupança do setor privado (os 63,1% restantes).

Descontados os eventuais desvios causados pela hipótese a respeito do investimento público<sup>2</sup>, o comportamento da poupança privada é surpreendente, ainda mais na presença de uma forte distribuição de renda em favor do segmento mais pobre da população. Segundo dados do DIEESE, os rendimentos reais dos 10% e dos 25% mais pobres na categoria de ocupados, entre agosto de 1994 e agosto de 1995, cresceram 42,3% e 18,2%, respectivamente.

O quadro econômico, seguinte ao Plano Real, é caracterizado por redução expressiva da inflação, crescimento do PIB (até III/95) de 6,6% a.a. e significativa distribuição de renda em favor dos mais pobres. Diante deste cenário, as questões relevantes de política econômica são: i) Quais as dificuldades prospectivas? e ii) como se conseguiu a elevação da poupança privada?

<sup>1</sup> Calculado como Base Monetária x ln(1+p), sendo p a taxa de inflação mensal.

<sup>2</sup> Conforme a metodologia, a taxa de poupança privada é calculada por resíduo. Desta forma, há uma relação inversa entre o investimento público e a poupança privada. Se o investimento público tiver sido menor, dada a taxa de investimento total estimada pelo IPEA, a poupança privada terá sido maior.

## **As dificuldades prospectivas.**

A estabilização macroeconômica se completa quando a economia passa de uma circunstância em que as taxas de inflação e de juros reais são superiores àquelas observadas nos países desenvolvidos para outra onde estas taxas guardam homogeneidade com as internacionais. Neste sentido, o *spread* da taxa de juros real doméstica vis-a-vis a taxa internacional é o indicador de desequilíbrio. De outra forma, uma das principais dificuldades prospectivas para a política econômica é efetuar o ajuste de forma que as fontes domésticas de financiamento sejam capazes de propiciar meios para o crescimento desejável do PIB.

### Primeira preocupação: A dependência de recursos externos.

Esta questão torna-se relevante perante duas constatações. A primeira refere-se aos testes empíricos realizados em trabalhos que seguiram ao de Feldstein e Horioka (1980).<sup>3</sup> De acordo com os testes realizados, não há correlação entre investimento doméstico e fluxo internacional de capitais. Os investimentos são, com ampla margem, financiados por recursos domésticos de poupança. Vale dizer, o fluxo de capitais externos não deve ser considerado determinante para o crescimento.<sup>4</sup>

A segunda, trata da capacidade de uma economia endividar-se, no exterior, sem limites. O recente exemplo mexicano é flagrante neste sentido de preocupação. Por teoria, pode-se sugerir que o endividamento externo tenha como limite a taxa de crescimento do PIB real, adicionado da inflação externa. No Brasil, no primeiro trimestre de 1995, o PIB cresceu, em termos reais, 0,6% (trimestre contra trimestre anterior). O resultado em transações correntes, no trimestre precedente, passou de um superávit de US\$2,0 bilhões para um déficit de US\$5,1 bilhões. No segundo trimestre, o produto cresceu 5,6%, enquanto o endividamento externo subiu 21,5%, muito além da razão teoricamente recomendável. Certamente, pode-se alegar que as elasticidades de curto prazo implícitas nestes resultados não são as esperadas no período mais longo, quando a demanda reprimida por importados tiver sido atendida. O problema é que não se sabe quanto tempo é o curto prazo (vide México). Não foi por outra razão que o governo agiu defensivamente, a partir de março95.

### Segunda preocupação: A poupança pública.

Em relação ao déficit público operacional acumulado até outubro deste ano, de 4,08% do PIB, o governo central responde por 0,94%. A pergunta relevante passa a ser: Qual a dinâmica do déficit, uma vez que se observou uma acentuada elevação da receita pública federal, no período? O quadro a seguir ilustra o ponto:

---

<sup>3</sup>Feldstein, M. e C. Horioka. (1980). Domestic Saving and International Capital Flows. Economic Journal. Junho.

<sup>4</sup>Se as conclusões destes trabalhos estão corretas, as críticas contra a entrada de capitais externos de curto prazo (especulativos) são robustecidas. O principal argumento para não se penalizar a entrada destes capitais é a expectativa de se produzir maior intimidade com a economia nacional. Esta intimidade atrairia os capitais de longo prazo.

Varição das Receitas e Despesas primárias do Tesouro Nacional.  
jan/out94 - jan/out95

R\$ milhões de outubro 95.

Receita total	6 850
Despesas totais	8 265
- vinculadas	3 650
- pessoal	3 742
- outros custeios e capital	984
- demais	-111

Fonte: Resultado do Tesouro Nacional. STN

Da variação de despesas, somente as vinculadas não dependem de decisão política. Portanto, 56% do aumento de despesas podem ser atribuídos a este fator. Sendo uma decisão política, não surpreende que o decreto de contingenciamento das despesas, em 1995, tenha sido efetivamente ocioso, ao determinar tetos acima da capacidade financeira do Tesouro.

Interessante observar que o próprio governo central tem feito críticas, fundamentadas pelos resultados, aos governos regionais pela falta de decisão política para combater o déficit (2,48% do PIB até outubro), chegando a ponto de propor um programa tipo FMI-nativo de US\$ 2,0 bilhões para ajustamento destes governos. O programa seria eficiente (comprar um déficit de cerca de US\$ 12 bilhões por US\$ 2,0 bilhões) se os governos regionais não tivessem a seu dispor vários canais informais de financiamento de déficits futuros (atrasos à Previdência, à Eletrobrás, aos bancos oficiais, etc). A natureza do problema é a mesma em ambas as esferas de governo.

Na literatura econômica, a poupança do setor público merece dois tratamentos básicos. No primeiro, o comportamento do setor público é exógeno, no sentido de independente de fatores determinísticos. No segundo, depende de uma relação de causalidade política. A exemplo deste segundo modelo, Edwards (1995) conclui que a poupança do setor público depende da instabilidade política. Quanto mais estável politicamente for o país, maiores as chances de os governantes permanecerem no poder ou serem reeleitos. Daí, a estabilidade política conduz à poupança de governo. O desconforto da conclusão de Edwards nos leva a admitir que o Brasil é um caso de comportamento exógeno.<sup>5</sup>

Os dados do quadro acima são primários (sem juros). A conta juros reais do setor público, até outubro de 1995, é 5,65% do PIB (cerca de US\$ 31 bilhões), sendo 43% deste total de responsabilidade do governo central, 41,5% dos governos regionais e 15,5% das estatais. Importante notar que no resultado do governo central não estão incluídos os financiamentos (trocas de papéis de dívida) feitos para os governos estaduais que, em 1995, já acumularam US\$ 11 bilhões (cerca de 2% do PIB). Em paralelo, os juros incidentes sobre as dívidas dos estados não têm sido pagos ao governo federal, mas são registrados como se o fossem. Estes financiamentos são verdadeiras *seignorages* dos governos regionais, por representarem renovação na capacidade de gasto destes governos. Da mesma forma, não

<sup>5</sup>Edwards, S. (1995) Why are Latin America's saving rates so low? An international comparative analysis. The World Bank. Junho.

estão consideradas no déficit do setor público as garantias bancárias do PROER lastreadas em papéis de dívida pública não reconhecida pelo Tesouro (TDA-INCRA e FCVS). Estimados estes valores, o déficit do governo central seria elevado dos atuais 0,94% do PIB para algo superior a 4%. A preocupação, portanto, está em saber se este comportamento é exógeno e independente, para que se possa contradizer Edwards.

#### Terceira preocupação: A crise bancária.

Esta é uma preocupação de mais curto prazo. O fim do *float*, em decorrência da queda da inflação, a política de crédito e as inseguranças políticas dos casos BANESPA e Econômico, virtualmente, interromperam os financiamentos interbancários. Um dos sintomas foi a aceitação dos papéis do Tesouro a taxas inferiores às de carregamento SELIC por parte dos agentes financeiros. Para agravar as preocupações, os prazos dos papéis do Tesouro estão sendo diminuídos, sinalizando aumento da desconfiança em todo o sistema. Como consequência, os bancos oficiais passaram à função de filiais de redesconto do BC. O aumento da *exposure* destes bancos oficiais pode se converter no canal de estatização dos ativos duvidosos dos bancos privados. Daí, a importância do PROER. Contudo, além dos questionamentos jurídicos já iniciados, o PROER transfere um volume substantivo de recursos intra-setor privado, na forma de deságio preferencial aos papéis de dívida pública. Isto pode resultar em um problema de risco moral (*moral hazard*), provocando novas necessidades de financiamento causadas por dificuldades bancárias produzidas, com o propósito de se beneficiarem na arbitragem destes papéis. Além do mais, as garantias não reconhecidas pelo Tesouro provocarão aumento no déficit público registrado (a menos que algum acerto oportuno e exógeno seja implementado contra os registros). Embora o registro do déficit, por si, não represente qualquer impacto macroeconômico imediato, a sua divulgação gera expectativas não desejadas. Por estas razões, a política econômica deve reduzir os incentivos ao risco moral do PROER.

#### Quarta preocupação: A política cambial.

O Plano Real centrou na taxa de câmbio a referência nominal da estabilização, abandonando sua indexação sistemática. Economistas orientados para a questão industrial criticam a distorção na competitividade imposta pela estratégia cambial. Esta é uma crítica, parece, desfocada. Inicialmente, é necessário distinguir plano de estabilização de um plano desenvolvimentista. Em segundo lugar, deve-se reconhecer que a taxa cambial, para os propósitos macroeconômicos, depende do cenário relativo à taxa de juros e às tarifas aduaneiras. A forma reduzida para se avaliar o nível da taxa é o comportamento das reservas. Se as reservas são excessivas, a estratégia cambial é percebida como sustentável. Não há razão para desvalorizar. Em terceiro, a taxa de câmbio nominal não está congelada.

Como argumento em favor da desvalorização cambial, a FUNCEX publicou taxas de câmbio efetivas de alguns setores industriais. A estes dados, a nota agrega o desempenho das exportações (por valor) destes mesmos segmentos industriais, com os seguintes resultados:

	Varição da tx. média de câmbio real - Funcex (jan/set 95-94)	Varição do valor em US\$ das exportações no período Jan/Ago 95 -94
(em percentagem)		
Siderurgia	-14,62	-5,3
N. Ferrosos	-16,72	12,6
Máquinas	-16,72	3,5
Mat. Elét.	-16,72	3,6
Mat. Transp.	-17,29	-10,6
Papel e Cel.	-21,46	63,3
Químico	-10,93	18,3
Têxtil	-17,28	-1,8
Calçados	-18,70	-6,3
Fontes: Boletim Funcex de câmbio outubro 95 e Balança Comercial de Agosto (MICT)		
Nota: Variação negativa da taxa de câmbio é valorização.		

O efeito cambial, se desfavorável, refletiu diferentemente sobre as exportações dos diversos setores. Embora se alegue que os de melhor desempenho dependeram de uma circunstância peculiar e não sistemática dos preços internacionais, não se pode exigir que a política cambial, especialmente durante um programa de estabilização, seja pautada pelo desempenho dos preços internacionais de alguns produtos ou indústrias, nem pelo atraso tecnológico que eventualmente responda pela perda de competitividade. A política cambial não se orienta por uma referência microeconômica tão fina.

Se a preocupação industrialista-desenvolvimentista não procede, pelo menos no médio prazo, em vista dos resultados de exportação e do comportamento das reservas cambiais, merece atenção a administração do regime cambial. O regime cambial teve, desde o início do Plano Real, quatro momentos diferentes, conforme quadro abaixo que compara a condução da política cambial com a inflação industrial:



Desvalorização Cambial e o IPA-Industrial  
Agosto 94 - Novembro 95

(em percentagem)

Periodos	Varição da Taxa de Câmbio	Varição do IPA-Indústria
ago94-fev95	-9,8	4,95
mar-abr 95	7,8	2,97
maio 95	-1,0	1,2
jun-nov95	7,28	6,0

Fonte: revista Conjuntura Econômica - FGV.

Os quatro momentos da política cambial são marcados pelas oscilações da desvalorização que, aparentemente, seguem estímulos diversificados. O estímulo do primeiro momento foi a ancoragem propriamente dita. A crise mexicana e a ameaça cambial influenciaram o segundo momento, quando a taxa é desvalorizada em 7,8%. O susto inflacionário de abril e junho e a suavização da crise internacional nos mercados financeiros fizeram reviver a ancoragem e a taxa se revaloriza em 1%. A partir de junho, os sinais recessivos já serviam para os discursos políticos, aumentando a pressão sobre a "recuperação da competitividade". De junho a novembro, a taxa passa a ser deslizante e a desvalorização é um pouco superior ao IPA-industrial.

A falta de regime pode ser entendida como uma administração conforme o cenário ou as pressões. Contudo, o não-regime não implicou a aceleração da taxa de inflação, até dezembro de 1995. A preocupação quanto a política cambial decorre da aparente mensagem que o quarto momento tem emitido para o mercado. A política de bandas deslizantes tem-se convertido em um *crawling-peg* de variância desconhecida, mas de média certa.

Uma das razões deste problema consiste na amplitude da banda. O Comunicado BC 4479, de 6/3/95, estabeleceu o sistema de bandas e as definiu a primeira entre R\$ 0,86 e R\$ 0,98. Em 10/3/95, este comunicado foi alterado pelo Comunicado 4492, estabelecendo a banda entre R\$ 0,88 e R\$ 0,93. Em 26/6/95, o Comunicado 4645 alterou a amplitude para R\$ 0,91 e R\$ 0,99. Apesar de a segunda banda ter um risco cambial implícito (8,8%) maior que o da banda de março (5,7%), o Banco Central jamais permitiu, desde junho, que este risco se configurasse nas taxas médias mensais, apesar da forte entrada de capitais no período. O maior problema, para o médio prazo, é a reintrodução de uma indexação disfarçada, *backward looking*, independente, portanto, dos movimentos de capitais. O que se pode alegar, em contraposição, é que o Banco Central não precisa demonstrar o risco cambial, basta poder. O poder depende do volume de reservas, das tarifas aduaneiras e da força política dos desenvolvimentistas. O último elemento é o principal fator de risco. Uma forma de redução deste risco político seria a ampliação da amplitude da banda e a divulgação das metas cambial e inflacionária (*forward looking*). O sucesso desta estratégia depende do controle da demanda agregada, em especial da política fiscal.

## O movimento da poupança privada

O quadro da identidade macroeconômica revela que, mais importante do que a poupança externa, foi a elevação da poupança privada na sustentação da estabilidade. Nesta parte, analisam-se os fatores que permitiram a recuperação da poupança, perante a distribuição de renda, com o propósito de avaliar a consistência temporal deste cenário.

Nos últimos anos tem havido uma renovação do interesse no estudo sobre o comportamento da poupança doméstica, como fonte de crescimento sustentado. Reformas econômicas na América Latina, a partir dos anos 90, permitiram a recuperação do crescimento, embora a taxa média de aumento da renda tenha sido somente de 3% a.a., no período 1990-94. Esta taxa tem sido considerada insuficiente para que se superem os níveis inaceitáveis de pobreza. A reduzida taxa de poupança doméstica que, em 1991, foi, em média na América Latina, de 15%, representa a metade da taxa dos países emergentes da Ásia.

Estudos empíricos recentes têm apontado vários fatores relevantes na determinação da poupança doméstica. Dentre estes fatores, cabe mencionar para uma análise de curto-médio prazo no Brasil: Poupança de governo, crescimento da renda per capita, restrição ao consumo, taxa real de juros, poupança externa e distribuição de renda.

Apesar de permanentes divergências, os estudos tendem pelas seguintes conclusões:

i) Poupança de governo: A tese Ricardo-Barro, denominada equivalência Ricardiana, prevalece com coeficiente negativo menor que a unidade, vale dizer, a poupança de governo desloca a poupança privada, mas somente de forma parcial. Por exemplo, no trabalho de *cross-section* para 36 países, entre 1970 e 1992, Edwards (1995 op. cit.) encontrou coeficientes para a poupança de governo na regressão (mínimos quadrados) explicativa da poupança privada entre -0,67 e -0,41

ii) Crescimento da renda per capita: Existe um círculo virtuoso entre poupança privada e crescimento da renda, onde crescimento acelerado induz ao aumento de poupança que, por sua vez, influencia o investimento e o crescimento. Os coeficientes de Edwards estão entre 0,3 e 0,8. Outros estudos são consistentes com o resultado.

iii) Restrição ao consumo: Há dificuldades para a definição de variáveis que representem a *restrição ao consumo*. Teoricamente, a restrição ao consumo está associada com o grau de sofisticação do sistema financeiro. Desta forma, o sinal algébrico dos coeficientes tem variado entre estudos. Edwards sugere que, quanto maior a restrição, menor a poupança, embora se deva reconhecer que o efeito da restrição varia, também, com o grau de abertura da economia. Schmidt-Hebbel et alii (1992) e Jappelli e Pagano (1994) chegaram a conclusão oposta.<sup>6</sup>

---

<sup>6</sup>Schmidt-Hebbel, K., Webb, S., e Corsetti, G (1992). Household savings in developing Countries. World Bank Economic Review, Setembro. E Jappelli, T. e Pagano, M. (1994) Saving, Growth, and Liquidity Constraints. Quarterly Journal of Economics, Fevereiro.

iv) Taxa Real de Juros: Os estudos são inconclusivos sobre o efeito restritivo desta variável sobre o consumo. Esta inconclusão faz sentido teórico, uma vez que dois fatores - substituição temporal e o efeito riqueza - atuam em sentido contrário.

v) Poupança externa: Esta variável desloca a poupança doméstica, mas com intensidade parcial. Os coeficientes de Edwards estão entre -0,38 e -0,51.

vi) Distribuição de renda: A maioria dos estudos concluem por uma correlação negativa, embora Edwards tenha, em uma de suas equações, obtido um coeficiente positivo. Em estudos de *cross-section*, o efeito dos países mais desenvolvidos pode explicar esta inversão do sinal teoricamente esperado.

O desempenho da poupança privada após a instauração do Plano Real seria consistente com os seguintes argumentos: Crescimento da renda, tese Ricardiana, restrição ao consumo (política de crédito) e taxa real de juros. Seria contraditório com o afluxo de poupança externa e com a distribuição de renda.

O efeito riqueza, por estar presente em vários dos argumentos usualmente testados, não é analisado explicitamente e parece ser um elemento consistente na explicação do caso brasileiro recente. A hipótese inicial seria: A mudança nos preços relativos contra os bens de consumo (tornando os bens salário mais baratos) explicaria a queda da importância relativa dos bens de consumo no rol das despesas macroeconômicas. O *quantum* consumido aumentaria, mas o valor diminuiria. A denominada âncora verde permitiria este efeito.

De acordo com a hipótese, haveria deflação dos preços de bens de consumo relativamente aos preços dos bens de produção no período analisado (out93/set94 - out94/set95). Utilizando-se os índices da FGV, conclui-se:

Taxa de Inflação dos Bens de Consumo relativamente aos Bens de Capital  
out93/set94 - out94/set95

(em percentagem)

Bens Consumo/ Bens de Investimento	20,7
Prod. Agrícolas/ Bens de Investimento	31,5
Bens de Consumo/ I. Bovespa	77,9

Fonte: Revista Conjuntura Econômica. FGV

Os resultados contradizem diretamente a hipótese inicial. Houve, de fato, uma espécie de âncora dos bens de capital. O barateamento relativo dos bens de capital está associado com o aumento das importações destes bens de US\$1,1 bilhão entre jan/set 95 e o mesmo período do ano anterior.

Enquanto alguns bens de consumo, de fato os mais ameaçados pela competição internacional, foram protegidos por tarifas aduaneiras, os bens de capital receberam

incentivos tarifários para importação, fazendo que a ancoragem cambial fosse plenamente efetiva sobre este segmento.<sup>7</sup>

A partir do primeiro trimestre de 1995, a política monetária restritiva desagiou os capitais de giro das empresas e reduziu o valor dos ativos financeiros, como indicado pelo índice Bovespa. Quando o preço dos bens de capital declina perante o de bens de consumo, provoca-se um efeito riqueza positivo sobre a poupança privada (reposição de riqueza) e um efeito substituição negativo (desde que os bens de capital estão mais baratos, não é necessário poupar muito). A restrição ao consumo e o aumento da incerteza sobre a renda futura devem ter limitado o efeito substituição, resultando no aumento da taxa de poupança privada, do segmento mais rico da população, bem como das empresas.

Aqueles que valorizam a distribuição de renda como um benefício social (dificilmente se consegue justificar uma posição contrária) denominariam a política econômica do Plano Real de socialmente justa e economicamente eficiente, por incentivar a formação de poupança e investimento (na medida em que, no longo prazo, ambos estão correlacionados).

O limite desta estratégia tem sido a redução do ritmo da atividade econômica, ao ponto da recessão ( a queda do PIB no III/95, em relação a II/95, foi de 4,3%). Isto se deu em decorrência da insuficiência de recursos de poupança doméstica, o que, imediatamente, provoca o tema tradicional do déficit público. Dito de outra forma, uma política distributiva socialmente justa requer a redução da participação do setor público na renda nacional (participação medida como despesa pública). Se não for assim, exigir-se-á do setor privado taxa crescente de poupança. Na estratégia socialmente justa, seria necessário provocar o efeito riqueza do segmento mais rico, através de perdas sistemáticas de capital. Naturalmente, no caso deste processo se tornar repetitivo, o efeito substituição ou a simples fuga de capitais prevalecerão.

Quando a perda de capital é endógena, por exemplo via progresso tecnológico, o processo torna-se virtuosamente sustentável.<sup>8</sup> Quando decorre de decisões de política, os agentes aprendem, de forma racional, e reagem com fuga de capital para mercados onde o processo de perda não seja exógeno.

Como conclusão, dificilmente se poderia esperar um novo repique da poupança privada em consequência das perdas de capital que voltassem a ser impostas pela política econômica. Só resta aos *policymakers* a redução do déficit público e a indução à expectativa de um retorno econômico dos investimentos superior à taxa de preferência no tempo (via redução do custo Brasil). Esta opção não é compatível com a elevação da carga tributária e, até por consequência, nem com a filosofia do Estado paternalista, supridor de todas as necessidades sociais. Em termos operacionais, cabe ao Estado eleger as áreas em que irá atuar. A carga tributária implícita não deve prejudicar a poupança, nem elevar o custo Brasil. Dificil neste

---

<sup>7</sup>O Decreto 1427 de 29/3/95 elevou a tarifa aduaneira de 109 produtos de consumo.

<sup>8</sup>Nos Estados Unidos, entre 1980 e 1987, o preço dos bens de capital (não residencial) declinaram mais de 10% perante os bens de consumo, em decorrência do progresso tecnológico, especialmente nos eletrônicos e na automação de escritórios. Um estudo desenvolvido por Blinder e Deaton comprovou que para a redução de 10% nos preços dos bens de capital correspondeu uma elevação de 2.7% na poupança (redução de consumo).

processo é contornar o benefício político propiciado pelo poder discricionário do Estado aos seus dirigentes. Não é por outra razão que o sistema orçamentário parte da maximização de receita fiscal ( em geral, espera-se que um bom orçamentista superestime a receita e subestime os gastos) em busca de rubricas de despesa.

O Plano Real constituiu-se no mais perfeito plano de estabilização que o país experimentou. As preocupações começam a partir de 1996.