

Uvas e jabuticabas

Resenha de “Inflation targeting, debt, and the Brazilian experience, 1999 to 2003” coletânea organizada por Francesco Giavazzi, Ilan Goldfajn e Santiago Herrera. MIT Press, Cambridge, 2005.

“Tudo começa com o dissenso de Washington”, disse-me um dos participantes do projeto, fazendo graça do desejo do Banco Mundial em financiar pesquisas sobre macroeconomia brasileira, desejo este que pode ter sido atizado pelas alegações, vindas do outro lado da rua, segundo as quais o FMI teria contribuído de forma importante para o desenho das políticas macroeconômicas brasileiras.

O fato é que os pesquisadores contratados estavam por perto no momento em que se formava o Instituto de Estudo de Política Econômica (IEPE), fundado na Casa das Garças, a partir da colaboração entre alguns professores do Departamento de Economia da PUC-Rio e diversas empresas e empresários. E assim, foi fácil organizar uma conferência internacional misturando os visitantes com alguns dos melhores praticantes locais, o resultado da qual constitui o volume em epígrafe, ainda a espera de tradução.

O livro revela uma tensa comunhão de interesses entre economistas estrangeiros e locais. O sucesso desta colaboração depende de dois problemas que já abateram muitos brasilianistas no passado, o primeiro, o fato de que o Brasil não é para principiantes, e o segundo, o problema posto pelos pesquisadores brasileiros, sempre muito ciumentos de seu objeto de estudo, que frequentemente espalham jabuticabas (e também algumas uvas disfarçadas) no caminho de pesquisadores visitantes.

Dos oito ensaios que o compõem dois e meio têm autores brasileiros, e todos os oito comentaristas são brasileiros, pela ordem, Pedro Malan, Eduardo Loyo, Eliana Cardoso, Joaquim Levy, Ilan Goldfajn, Rogério Werneck, Dionísio Carneiro e Arminio Fraga; todos na posição de oferecer um “teste de realidade” para os visitantes. Na verdade, esta é talvez a maior graça deste livro.

O primeiro ensaio escrito por Afonso Celso Pastore e Maria Cristina Pinotti talvez seja o único a destoar deste padrão, pois oferece uma narrativa descritiva, feita por locais, que será útil para o leitor estrangeiro.

Interessante mesmo é o que se passa a partir do capítulo 2, onde Olivier Blanchard, catedrático do MIT, autor do mais bem sucedido livro texto de macroeconomia para pós-graduação em língua inglesa, emprega um impressionante repertório de técnicas de modelagem e econometria com o propósito um tanto inesperado de demonstrar que, em condições especiais, aí incluindo algo que se conhece na academia como “dominância fiscal”, o aumento nos juros reais, em vez de atrair capitais, piora o risco Brasil tão fortemente que provoca *saídas* de capital que desvalorizam o

câmbio e produzem inflação. É como um grande intérprete internacional que nos brinda com uma salsa achando que agradará ao público brasileiro.

O comentarista, o Diretor do Banco Central Eduardo Loyo, e também um intérprete de peso, escolhe com cuidado as palavras: “conjectura plausível e muito instrutiva”, mas “é pouco convincente o veredicto de que o Brasil estivesse nesta situação”, e para tanto descobriu, inclusive, um furo no casco das estimativas empíricas de Blanchard. Este, por sua vez, segundo se conta, com alguma irritação teria perguntado: “por que esse pessoal de banco central é sempre tão defensivo?”. Somos nós os ciumentos, ou foi ele que errou o alvo?

Segue-se um ensaio de uma dupla de italianos Carlo Favero e Francesco Giavazzi, também encantados com os efeitos anômalos explorados por Blanchard, porém de forma bem mais cuidadosa. O segundo semestre de 2002, que está na mente de todos, de fato oferece ampla matéria prima para “paradoxos”. Fica a sensação de que o time visitante não capturou todas as dimensões do processo de transição, o que, todavia, parece valer também para os locais, conforme observa o próprio Pedro Malan em seu comentário sobre Pastore-Pinotti: “algum dia a história da transição Cardoso-Lula será contada por completo”.

Os três ensaios que se seguem tratam de dívida pública. Alessandro Missale e Francesco Giavazzi estudam a composição ótima da dívida, chegando às conclusões usuais (mais títulos prefixados e indexados, e menos cambiais e LFTs) ao que Joaquim Levy responde que “o ensaio não lida com o trade-off entre a volatilidade dos pagamentos e os riscos de refinanciamento”. Com isso, está aceitando que as sugestões são boas, só é preciso combinar com o mercado. Em seguida, Marcio Garcia e Roberto Rigobon introduzem a variável risco nesta escolha, o que apenas torna mais delicadas as condições de sustentabilidade da dívida, ou mais difícil o trade-off apontado por Joaquim Levy. E o terceiro ensaio deste módulo, de Charles Wyplosz, é sobre tema difícil para visitantes ocasionais: as instituições orçamentárias, fiscais e referentes à dívida pública, e traz propostas que Rogério Werneck considera ingênuas e deslocadas.

No módulo final, agrupado sob o tema do risco soberano, restam dois ensaios, o primeiro dos quais de Marcus Miller, Kannika Thampanishvong e Lei Zhang, sobre contágio, procura explorar maneiras pelas quais os eventos na Argentina podem deslançar um círculo vicioso a la Branchard-Giavazzi, mas também introduz “aprendizado bayesiano”: se a esquerda se comportar bem, as probabilidades de “default” vão diminuindo, o mercado aprende a confiar em Lula e tudo se arruma. Elegantíssimo modelo, mas o difícil, mais uma vez, é reconhecer o Brasil na construção, como demonstra o minucioso comentário de Dionísio Carneiro.

E por último, há o polêmico ensaio de Persio Arida, Edmar Bacha e André Lara Rezende sobre “incerteza jurisdicional”. A pergunta a ser

respondida é por que os juros são tão altos no Brasil, tema que se tornou crucial, depois de 1999, pois tanto se falou que a culpa era do regime cambial que era de se esperar que fossem muito menores com o regime de flutuação, o que não se verificou, especialmente se observada a extraordinária melhoria nas contas fiscais.

Os autores descartam, de início, a explicação mais simples, pertinente ao que se conhece como “crowding out” (indisciplina fiscal combinada com disciplina monetária), mas no fundo trabalham com as *consequências* desta situação. Na verdade, é fácil identificar o parentesco entre a “incerteza jurisdicional” com o que, no passado, chamava-se “repressão financeira”, pois trata-se, ao fim das contas, do mau uso das instituições, leis e regulamentos para criar tributação disfarçada e/ou transferências de recursos para o setor público em detrimento das finanças privadas.

Os comentários a este último ensaio, feitos por Armínio Fraga, podem ter trazido alívio aos visitantes estrangeiros. Tal como os outros comentaristas locais, a maioria dos quais trazendo os pés dos brasilianistas para o chão, Arminio afirma que “permanece convencido que a evidência favorece as explicações mais convencionais [para o problema dos juros]”. Temos jabuticabas sim, mas também temos muitas uvas, como em qualquer parte.