

## Liberalização, ajustamento e estabilização. (notas sobre o argumento neoliberal)<sup>1</sup>

---

Ricardo Carneiro

O diagnóstico liberal sobre a crise das economias periféricas nos anos 80 destaca o excesso de intervenção estatal como responsável pelas distorções alocativas e ineficiências do sistema econômico. Industrialização protegida e indústria não-competitiva; repressão financeira, insuficiência de poupança doméstica e redução do potencial de crescimento; fixação arbitrária de salários e menor absorção de força trabalho: estes seriam os resultados do intervencionismo estatal na economia.

A visão liberal se opõe ao keynesianismo, entendendo-o não somente como uma concepção de funcionamento do capitalismo, mas como um conjunto de políticas voltadas a minimizar a instabilidade inerente ao sistema. Desta maneira, o neoliberalismo questiona tanto uma concepção acerca da natureza do sistema capitalista, quanto um conjunto de políticas concebidas para ampliar sua estabilidade e reduzir as desigualdades a ele inerentes.

Segundo o liberalismo, o intervencionismo teria sua gênese na Grande Depressão dos anos 30, que teria levado à falsa impressão de que o mercado apresentava falhas sistêmicas e recorrentes. Dentre as várias formas de intervencionismo – protecionismo, subsídios – destaca-se o direcionamento dos fluxos de crédito ou a repressão do sistema financeiro. Este tipo de intervenção, ao interferir na fixação da taxa de juros, seria o responsável pela distorção de um preço essencial do sistema e pelo obscurecimento de um de seus parâmetros fundamentais: o custo do capital.<sup>2</sup>

Contemporaneamente, problemas como perda de competitividade, excesso de endividamento externo e interno do setor público, piora na distribuição da renda aparecem, para os liberais, como meras decorrências das políticas econômicas postas em prática, especialmente no pós-Segunda Guerra, que, ao distorcerem os mecanismos de mercado, conduziram a uma perda global de eficiência e bem-estar. Nesse sentido, o projeto neoliberal propõe como eixos fundamentais a liberalização dos mercados através da desregulamentação e a privatização de empresas estatais como forma de retomar o crescimento com aumento da eficiência e melhora na distribuição da renda.

Um aspecto nem sempre levado em conta pelos adeptos deste projeto, mas bastante enfatizado por seus principais teóricos, em especial McKinnon (1991), diz respeito à *ordem de seqüência* segundo a qual estas reformas deveriam ser realizadas: ajuste fiscal; aprofundamento financeiro doméstico; liberalização comercial; e finalmente abertura financeira.

### 1. O ajuste fiscal

O ajuste fiscal é considerado como condição indispensável à estabilização, e o financiamento dos déficits do setor público como o principal instrumento de desestabilização das

---

(1) A presente resenha do argumento liberal tem como referência o trabalho: McKinnon, R. I. *The order of economic liberalization*. Baltimore: John Hopkins Univ. Press, 1991. Pela sua abrangência e sistematização, este livro constitui uma análise indispensável dos processos recentes de liberalização na América Latina, Ásia e Leste Europeu.

(2) A concepção da taxa de juros como o indicador do custo de capital ou o preço que iguala a poupança ao investimento constitui um retorno à concepção pré-keynesiana de taxa de juros. É bastante distinta da teoria keynesiana, que entende esta taxa como um prêmio pela iliquidez. A primeira noção conduzirá fatalmente à idéia de uma taxa natural de juros, cujo determinante fundamental é a preferência dos agentes entre consumo e poupança. Na segunda concepção não há taxa de juros natural que possa servir como âncora ou referência do sistema. A cada momento existe uma taxa de juros determinada pela preferência pela liquidez, que, ao contrário da preferência por consumo ou poupança, tem caráter mutável ou convencional.

expectativas. A rigor, postula-se que os limites ao financiamento não-fiscal do déficit público foram estreitados drasticamente após décadas de emprego incorreto dos recursos disponíveis. Isto valeria tanto para o financiamento monetário – via imposto inflacionário e *seigniorage* – quanto para o financiamento através de emissão de dívida pública.<sup>3</sup> Ambos afetariam negativamente as expectativas ensejando aumentos de preços preventivos pelo setor privado.

O fundamento deste argumento reside na teoria quantitativista moderna. A curto prazo, o gasto público financiado por emissão monetária ou de dívida é capaz de afetar o nível de emprego. Não o faz, contudo, no longo prazo, pois os agentes se adaptam a este tipo de intervenção reajustando seus preços. Parece óbvio que subjacente ao argumento está a idéia de que tendencialmente a economia opera no pleno emprego e que o ajuste será via preços, e não por quantidades. O que muda é a velocidade de ajustamento dos agentes, que apreendem com o transcorrer do tempo a ineficácia do gasto governamental. Assim, tornam-se menos tolerantes aos aumentos de gastos públicos, independentemente da forma como são financiados.

## 2. A liberalização financeira

Um outro importante vetor de políticas diz respeito à liberalização ou desrepressão do sistema financeiro. Propõe-se, antes de mais nada, a eliminação dos tradicionais mecanismos de direcionamento do crédito e fixação arbitrária das taxas de juros. Admite-se que estas medidas, tomadas num contexto de estabilidade de preços, levarão ao estabelecimento de uma taxa de juros real positiva, necessária ao aprofundamento da intermediação financeira e à elevação da poupança doméstica.

Note-se o quanto é importante em tal proposição a precedência do ajustamento fiscal. Só é possível estabelecer taxas de juros positivas e estáveis como decorrência da estabilização de preços, o que supõe equilíbrio fiscal. Ou seja, o governo não pode financiar-se monetariamente através da emissão, que aumentaria o imposto inflacionário, ou de um aumento das reservas sobre depósitos, que elevaria a *seigniorage*.

A primeira forma aumentaria a inflação e a taxa nominal de juros, instabilizando a taxa real.<sup>4</sup> A segunda aumentaria a cunha fiscal e conseqüentemente as taxas de juros ativas (de empréstimos). Estaria também descartado o financiamento por emissão de dívida, em função do impacto direto na taxa de juros. Desta forma, a estabilidade de preços é condição para o estabelecimento de uma taxa de juros positiva e estável, que por sua vez é condição necessária para a redução do risco bancário e a ampliação do financiamento.

O argumento anterior desdobra-se da seguinte forma: o estabelecimento das taxas de juros passivas de captação em níveis reais canalizará para o sistema financeiro recursos que anteriormente eram gastos em consumo ou que se destinavam à aquisição de ativos reais. Ou seja, a ausência de taxas de juros positivas desvia a poupança para um circuito de ativos reais que tem como função preservar tem o poder de compra ao longo do tempo. Do ponto de vista das taxas ativas, o aumento dos custos dos empréstimos teria a função de selecionar os projetos mais rentáveis, aumentando a eficiência alocativa.

Neste ponto o argumento liberal mais uma vez opõe-se frontalmente ao keynesiano no que diz respeito às relações de determinação entre poupança e investimento. A teoria keynesiana do

---

(3) No contexto de equilíbrio das contas públicas e de eliminação do déficit, a privatização desempenharia um papel circunstancial, porém essencial. Dada a improbabilidade de se reduzir ou mesmo eliminar o estoque de dívida pública através de superávits operacionais recorrentes, propõe-se a venda de ativos públicos, em especial das empresas, como instrumento de eliminação da dívida e conseqüentemente da carga de juros paga pelo governo.

(4) Um aspecto que deve ser enfatizado é o caráter proeminente do déficit na dinâmica da inflação, através da emissão monetária e do comportamento defensivo dos agentes por meio da elevação de preços. Afasta-se assim o papel relevante de outras variáveis, como, por exemplo, o desequilíbrio do balanço de pagamentos na determinação da taxa de inflação.

*finance-funding* distingue a poupança macroeconômica (resíduo contábil *ex post*) da poupança financeira (aplicações financeiras). Assim, uma elevação das taxas de juros poderia proporcionar uma elevação da poupança financeira através da captação adicional ou da revalorização dos estoques de títulos, sem afetar os níveis de poupança macroeconômica. Em outros termos, esta última estaria determinada pelo investimento, cujo comportamento frente às variações na taxa de juros seria, na melhor das hipóteses, indeterminado. Em condições normais, seria de esperar uma relação inversa entre ambos.

Consideram-se a liberalização do sistema e o posterior aprofundamento financeiro por meio do aumento da intermediação como tarefa de grande complexidade. Assim, ao mesmo tempo que se propõe a desregulamentação do sistema, com o fim ou a redução dos requerimentos de reservas e do direcionamento do crédito e a eliminação do teto de juros, propõe-se também o aprofundamento da supervisão bancária e da regulamentação prudencial. Sugere-se também, nas fases iniciais, uma limitação à expansão do crédito de origem monetária. Ambas as medidas visam evitar bruscas expansões do crédito e constituição de portfólios de má qualidade pelos bancos em face de uma súbita liberalização.

### **3. A liberalização comercial**

A terceira etapa do programa de reformas seria a liberalização comercial. Recomendam-se a eliminação de qualquer restrição, barreira não-tarifária ou imposto sobre o comércio exterior e a adoção de um sistema de tarifas. A magnitude das tarifas e o seu diferencial segundo tipos de bens, bem como a duração da sua vigência, não são especificados, embora se reconheça que é temerário pensar em reduzir magnitudes e diferenciais antes de um prazo de cinco a dez anos, dependendo do país. De qualquer modo, o mecanismo tarifário escalonado é considerado superior a qualquer outro, porque minimizaria as distorções de preços relativos, permitindo uma melhor alocação de recursos e explicitação de vantagens comparativas.

### **4. A abertura financeira**

A última etapa na seqüência das reformas seria a da abertura financeira, ou, mais propriamente, a da liberalização da conta de capital do balanço de pagamentos. O posicionamento da abertura financeira como último elo das reformas está relacionado à sua importância e aos pré-requisitos postos à sua consecução. Assim, é necessário contar com um nível de preços estabilizado, para evitar que os influxos de capital busquem ganhos de arbitragem decorrentes de diferenciais de taxas de inflação, juros nominais e câmbio. A entrada de capitais suporia taxa de juros estável e positiva, refletindo o custo de capital.

Está suposto também que a manutenção da taxa de juros positiva por um período de tempo significativo já realizou um aprofundamento financeiro significativo, evitando portanto que o influxo de capitais externos venha a substituir poupança doméstica, corrente ou potencial. Por fim, a reforma do comércio exterior e a conseqüente definição das vantagens comparativas devem ter atingido um ponto tal que sinalizem aos capitais externos as melhores alternativas de investimento.

Nesta questão crucial, dois aspectos merecem ser ressaltados. A maioria dos teóricos da liberalização assinala a necessidade de manter controles administrativos sobre a entrada de capitais até a consolidação das primeiras etapas das reformas, com o intuito de evitar que o influxo de capitais externos atue como elemento de desestabilização. Há menos consenso, contudo, sobre até que ponto deva ir a abertura financeira, isto é, se ela deve admitir a possibilidade de depósitos em moeda estrangeira de residentes e a emissão, no país, de títulos denominados em outras moedas, o que significaria admitir a coexistência de várias moedas no espaço nacional.

A breve discussão que desenvolvemos nos permite definir alguns parâmetros para a avaliação das políticas econômicas de inspiração liberal implementadas no Brasil ao longo dos anos

90. A primeira delas diz respeito à seqüência ou ordem na implantação das políticas. No caso brasileiro, um exame sumariíssimo das políticas liberalizantes demonstra uma completa inobservância da ordem ou seqüência proposta no plano teórico. A questão ganha relevância ao se observar que a crítica, no próprio campo liberal, atribui o insucesso da liberalização em alguns países exatamente ao não-cumprimento da seqüência proposta.

É necessário, contudo, avançar além do paradigma de avaliação proposto pelo campo liberal e questionar a eficácia das políticas a partir de seu *mérito* ou *conteúdo*. Ou seja, é possível questionar a liberalização enquanto um conjunto seqüenciado de políticas no seu objetivo de ajustar e estabilizar as economias periféricas.

O questionamento da eficácia do processo de liberalização pode ser feito tanto do ponto de vista da aderência do diagnóstico à realidade quanto da eficácia das mudanças propostas. Quanto a estes aspectos, pode-se destacar: a insuficiência do diagnóstico da inflação centrado nos determinantes fiscais; o papel passivo dos bancos no processo de aprofundamento financeiro e o caráter virtuoso deste aprofundamento; a ressurreição da teoria das vantagens comparativas; a defesa da abertura financeira – apesar de todas as ressalvas – num ambiente internacional de desordem monetária.

Ricardo Carneiro é professor do  
Instituto de Economia da UNICAMP.