

O Brasil pode mais

José Luis Oreiro *

“Mas, se avançamos, também devemos admitir que ainda falta muito por fazer. E se considerarmos os avanços em outros países e o potencial do Brasil, uma conclusão é inevitável: o Brasil pode ser muito mais do que é hoje”
(José Serra).

“The biggest problem is not to let people accept new ideas, but to let them forget the old ones” (Jonh Maynard Keynes)

Introdução

No período compreendido entre 1980 e 2005, a economia brasileira teve um crescimento médio anual de apenas 0,7% em termos per capita, valor bastante inferior daquele observado entre 1950 e 1980, situado em torno de 3%. O desempenho brasileiro também ficou abaixo da performance de outros países emergentes como a Coreia do Sul, China, México e Chile. Nos últimos quatro anos, contudo, observou-se *uma aceleração do crescimento da economia brasileira* com respeito ao comportamento observado desde 1988. Com efeito, a taxa média de crescimento no período 2004-2008 foi de 4,81% a.a, bastante superior as médias observadas nos períodos 2000-2003 (2,35% a.a), 1996-1999 (1,45% a.a), 1992-1995 (3,48%) e 1988-1991 (-0,05%). Considerando um crescimento populacional da ordem de 1,5% a.a, a manutenção dessa taxa de crescimento do PIB irá

* Versão modificada e ampliada do artigo “Novo-Desenvolvimentismo e a Agenda de Reformas Macroeconômicas para o Crescimento Sustentado com Estabilidade de Preços e Equidade Social: algumas implicações para o caso brasileiro” escrito em co-autoria com Luiz Fernando de Paula e publicado no site da Associação Keynesiana Brasileira.

fazer com que a renda per-capita brasileira volte a crescer a taxa de 3% a.a, recuperando assim o desempenho observado no período 1950-1980.

No entanto, a boa performance que a economia brasileira vem apresentando desde 2004 deve-se a uma *conjuntura internacional extremamente favorável*, a qual se expressa pelo aumento sem precedentes no preço internacional das commodities, forte recuperação dos termos de troca, vigorosas taxas de expansão do comércio internacional e taxas de juros em níveis bastante baixos a nível mundial. Esse cenário internacional favorável permitiu um aumento vigoroso das exportações brasileiras em conjunto com uma forte recuperação dos termos de troca (ver Figuras 1 e 2 abaixo), contribuindo assim para o *relaxamento da restrição externa* ao crescimento da economia brasileira.

Essa combinação de elementos também permitiu que a economia brasileira apresentasse superávits em conta-corrente até 2007, os quais foram fundamentais para a redução da sua vulnerabilidade externa; ao mesmo tempo em que a taxa de câmbio apresentou uma forte apreciação, a qual foi um elemento importante no sentido de facilitar o processo de desinflação iniciado pelo Banco Central a partir de 2003, permitindo assim que o controle da taxa de inflação pudesse ser feito com taxas de juros gradativamente mais baixas, tanto em termos nominais como em termos reais (ver Figura 3). Dessa forma, o cenário internacional favorável teria sido o responsável direto tanto pelo relaxamento da *restrição externa* como pelo relaxamento da *restrição interna* ao crescimento econômico de longo-prazo.

Figura 1

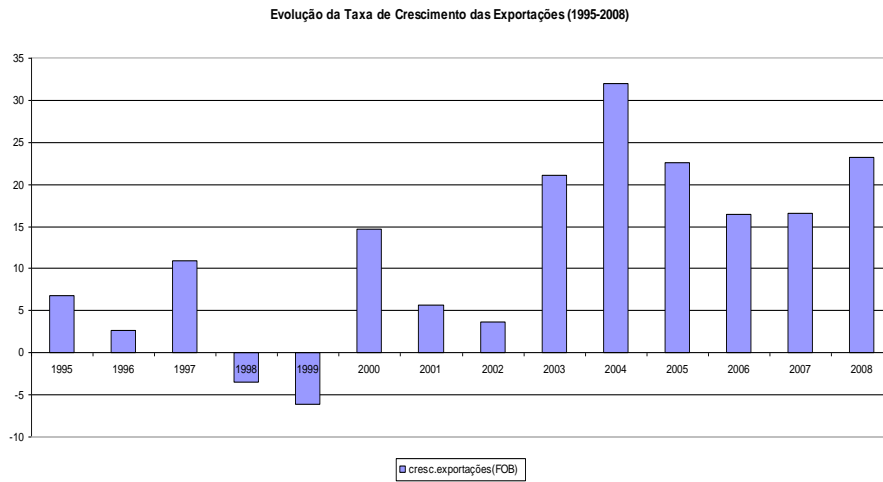
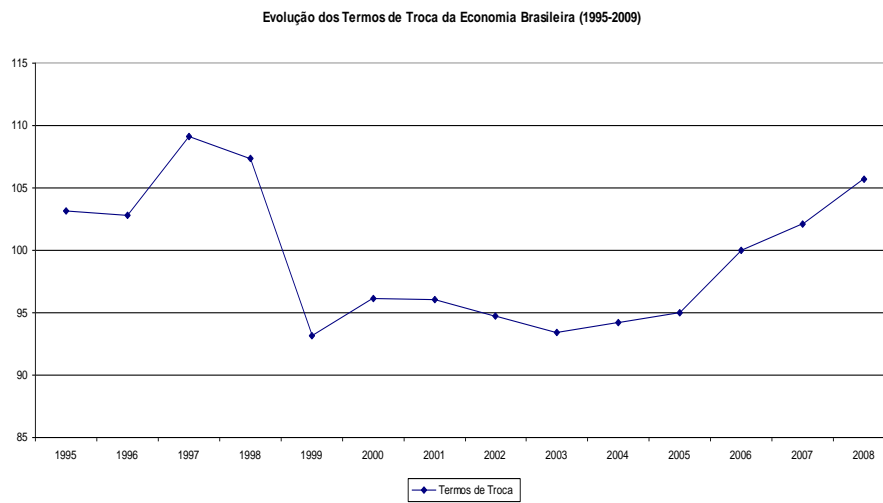
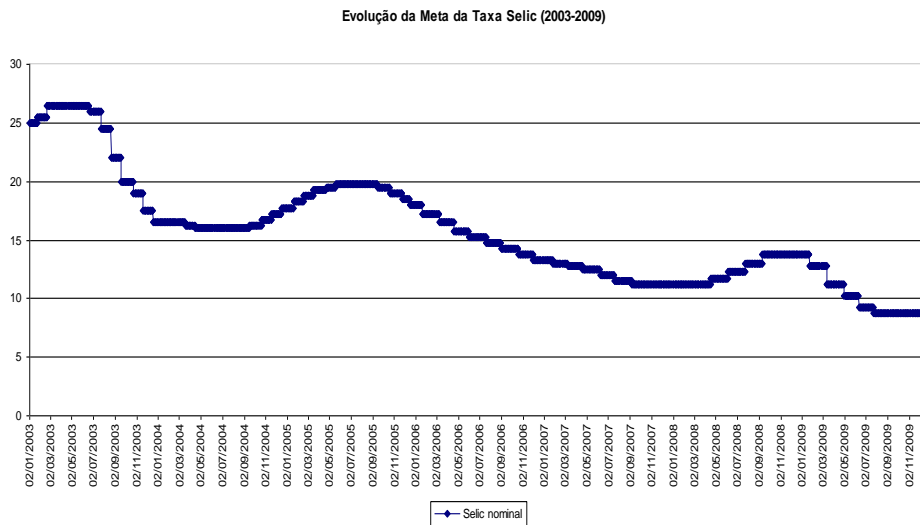


Figura 2



Fonte: Ipeadata. Elaboração própria.

Figura 3



Fonte: Ipeadata. Elaboração Própria.

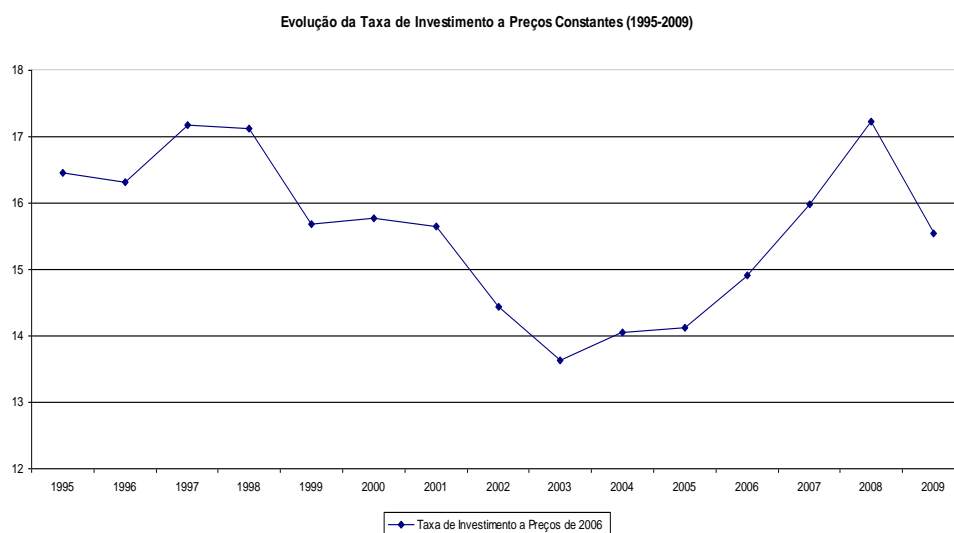
O crescimento mais acelerado dos últimos quatro anos, contudo, não é sustentável a médio e longo-prazo. Em primeiro lugar, devemos destacar que a taxa de investimento, apesar da notável recuperação observada desde 2003, ainda permanece em patamares insuficientes para proporcionar um crescimento sustentado a longo-prazo num contexto de estabilidade de preços. Com efeito, a taxa de investimento se situa em torno de 18% do PIB (Figura 4), o que é compatível com um crescimento sustentado de apenas 3% a.a para o PIB¹.

Em segundo lugar, o crescimento observado nos últimos anos tem ocorrido num contexto de *apreciação crônica da taxa real de câmbio*. Essa dinâmica da taxa real de câmbio induziu não apenas o re-surgimento dos déficits em conta-corrente (Figura 5), como

¹ Essa projeção é baseada numa calibração do modelo de crescimento Harrod-Domar. Com efeito, a taxa garantida de crescimento do modelo de Harrod é dada por: $g = \frac{s}{v} - \delta$, onde s é a taxa de investimento, v é a relação capital-produto e δ é a taxa de depreciação do capital fixo. Assumindo uma taxa de investimento de 18%, uma relação capital-produto de 3 e uma taxa de depreciação de 3% a.a para o estoque de capital fixo, chega-se a um valor de 3% a.a para a taxa de crescimento garantida.

ainda tem causado uma forte *re-primarização da pauta de exportações* (Figura 6) somado a um movimento de queda da participação do valor adicionado da indústria no PIB. Em outras palavras, o crescimento recente da economia brasileira foi financiado com “poupança externa” – o que ressuscita temores quanto à fragilidade externa da economia brasileira – num contexto de mudança estrutural perversa, ou seja, num contexto de desindustrialização.

Figura 4



Fonte: Ipeadata. Elaboração própria.

A desindustrialização é um processo que resulta numa redução do potencial crescimento de longo-prazo de uma economia, haja vista que (Thirwall, 2002; Tregenna, 2009):

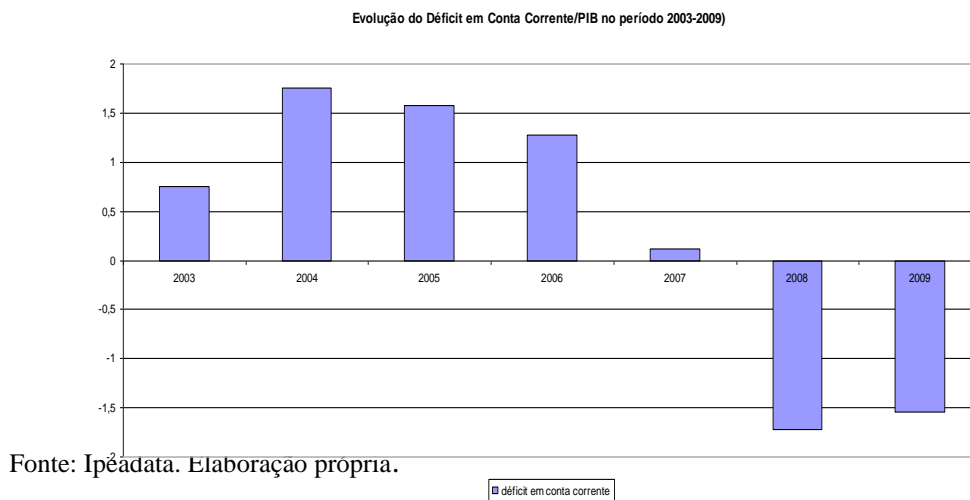
- (i) Os efeitos de encadeamento para frente e para trás na cadeia produtiva são mais fortes na indústria do que nos demais setores da economia.
- (ii) A indústria é caracterizada pela presença de economias estáticas e dinâmicas de escala, de tal forma que a produtividade na indústria é uma função crescente da produção

industrial. Esse fenômeno é conhecido na literatura econômica como “lei de Kaldor-Verdoorn”².

(iii) A maior parte da mudança tecnológica ocorre na indústria. Além disso, boa parte do progresso tecnológico que ocorre no resto da economia é difundido a partir do setor manufatureiro.

(iv) A elasticidade renda das importações de manufaturas é maior do que a elasticidade renda das importações de *commodities* e produtos primários. Dessa forma, a “industrialização” é tida como necessária para aliviar a restrição de balanço de pagamentos ao crescimento de longo-prazo³.

Figura 5



Isso posto, o presente artigo tem por objetivo discutir os contornos gerais de uma agenda de reformas macroeconômicas para o crescimento sustentado da economia brasileira num

² Evidências empíricas a respeito da “lei de Kaldor-Verdoorn” podem ser obtidas em McCombie e De Ridder (1984).

³ Sobre a restrição de balanço de pagamentos ao crescimento de longo-prazo e o papel desempenhado pela estrutura produtiva na determinação das elasticidades renda das importações e das exportações ver McCombie e Roberts (2002).

contexto de estabilidade de preços e equidade social. O pressuposto básico que orienta a agenda de reformas aqui apresentadas é que “O Brasil pode mais”, ou seja, que os problemas que levaram o Brasil a semi-estagnação nas últimas décadas não são insuperáveis *per se*. A raiz das dificuldades que o Brasil encontra para se libertar desse passado de estagnação econômica não reside, no entanto, nas novas ideias que serão apresentadas nas linhas a seguir, mas, tal como afirmado por Jonh Maynard Keynes, nas ideias antigas que referenciam o *paradigma neo-liberal*, ainda forte entre os formadores de opinião na sociedade brasileira. Romper com as velhas ideias é fundamental para o desenvolvimento do Brasil.

Essa agenda de *reformas macroeconômicas* é tida como necessária para que a economia brasileira possa retomar a sua trajetória de desenvolvimento após 25 anos de semi-estagnação. Essas reformas macroeconômicas envolvem a flexibilização do regime de metas de inflação, a mudança do regime de política fiscal em direção a um sistema baseado na obtenção de metas de superávit em conta-corrente do governo, a adoção de uma política de administração da taxa de câmbio por intermédio da constituição de um fundo de estabilização cambial, e uma reforma geral do sistema financeiro. Em outras palavras, é necessário o abandono do modelo macroeconômico vigente desde 1999, o qual se baseia no tripé câmbio flutuante, metas de superávit primário e metas (rígidas) de inflação.

Figura 6



Fonte: Ipeadata. Elaboração própria.

O Modelo Macroeconômico Brasileiro e as Raízes da Semi-Estagnação

Durante o período de hegemonia do pensamento neoliberal no Brasil ocorreram importantes transformações na condução da política econômica. Essas transformações tiveram um papel importante na consolidação da estabilidade de preços, iniciada em 1994 com a implantação do Plano Real. Contudo, essas mesmas transformações foram responsáveis pela manutenção da economia brasileira numa situação de semi-estagnação do ponto de vista do crescimento de longo-prazo. O atual modelo de política macroeconômica adotado no Brasil, fruto das transformações mencionadas acima, é constituído de três pilares básicos: (a) política monetária operada a partir do arcabouço institucional do regime de metas de inflação, é responsável por manter a taxa de juros básica compatível com a meta de inflação definida pelo Conselho Monetário Nacional; (b) regime cambial de flutuação suja (*dirty floating*) no qual o mercado é o responsável pela definição da taxa de câmbio nominal e as intervenções do Banco Central no mercado cambial encontram-se restritas a impedir movimentos especulativos maiores, e também

para propósitos de sua política de acumulação de reservas cambiais⁴; e (c) regime fiscal baseado na geração de superávits primários expressivos para manter a estabilidade (ou reduzir) a dívida líquida do setor público como proporção do PIB.

Este modelo tem sido capaz de manter a taxa de inflação em patamares baixos (um dígito por ano), mas, no entanto, o mesmo tem contribuído para as baixas taxas de crescimento do produto e, com isso, limitado as possibilidades de redução do desemprego e a melhoria efetiva das condições de vida da população. Isso porque o atual modelo macroeconômico manteve uma combinação perversa entre juros elevados em termos nominais e reais, câmbio apreciado e baixo investimento público em obras de infraestrutura econômica-social.

O regime de metas inflacionárias foi implantado no Brasil em 1999 após o colapso do regime de câmbio administrado em janeiro daquele mesmo ano. Em função do histórico inflacionário do país e da falta de credibilidade das políticas antiinflacionárias adotadas nos anos 1980 e início dos 1990, entendia-se não ser possível manter a estabilidade de preços na ausência de uma âncora nominal. O regime de metas inflacionárias veio justamente suprir essa necessidade. No entanto, o arranjo institucional do regime – entendido como a medida de taxa de inflação, a definição do valor numérico da meta, o estabelecimento do prazo de convergência da inflação à meta fixada e à forma pela qual se determina a taxa de juros – é bastante rígido, o que atua no sentido de produzir uma taxa média de juros mais alta do que ocorreria numa situação em que esse arranjo fosse mais flexível. O arranjo institucional do regime de metas inflacionárias tem as seguintes características: utiliza-se o índice de preços ao consumidor (IPCA) cheio, há uma meta central de inflação com um intervalo de tolerância, o prazo de convergência é de 12 meses do ano calendário e existem fortes indícios de que o Banco Central do Brasil (BCB) determine a meta da taxa Selic de acordo com alguma variante da regra de

⁴ Barbosa-Filho (2008) sugere a existência de um regime de flutuação suja assimétrica, no qual o BCB luta contra as desvalorizações, mas tolera as valorizações para alcançar as metas de inflação estabelecidas pelo governo.

Taylor⁵. Essa rigidez do regime de metas de inflação faz com que, face à um choque de oferta desfavorável (por exemplo, uma desvalorização cambial produzida pela “parada súbita” dos fluxos de capitais para o país), a autoridade monetária seja levada a “sobre-reagir” ao choque por intermédio de elevações bastante significativas da taxa de juros. Dado que economias emergentes, como o Brasil, são mais suscetíveis a choques de oferta do que economias desenvolvidas, segue-se que a taxa média de juros tenderá a ser mais elevada em contextos nos quais o arranjo institucional do regime de metas de inflação for mais rígido.

Além da rigidez do arcabouço institucional do regime de metas de inflação⁶, outros dois fatores contribuem para manter a taxa de juros no Brasil em patamares elevados, a saber: a existência de títulos públicos indexados a taxa básica de juros e a indexação dos preços administrados ao IGP-M. Em função dos riscos que as variações da taxa de juros poderiam impor ao sistema financeiro num contexto de inflação elevada, o Tesouro Nacional introduziu no final dos anos 1980 as assim chamadas Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), as quais são um título cujo fluxo de pagamento de juros é indexado pela taxa Selic, que é a taxa definida no mercado de reservas bancárias, sendo a variável operacional de política monetária. Dessa forma, as LFTs são um título com *duration* igual a zero, ou seja, cujo valor de mercado não varia em função de mudanças da taxa básica de juros. Atualmente, cerca de 40% da dívida líquida do setor público é constituída por LFTs, mas esse percentual já superou os 50% há alguns anos atrás. A indexação das LFTs pela taxa básica de juros tem o efeito de eliminar o “efeito riqueza” da política monetária, ou seja, as perdas de capital resultantes de um aumento da taxa de juros. Sendo assim, a política monetária perde bastante de sua eficácia como instrumento de

⁵ Modenesi (2008) apresenta evidências empíricas de que a formação da taxa Selic é pautada por uma convenção pró-conservadorismo, com um comportamento assimétrico do BCB, que eleva a taxa de juros mais fortemente por ocasião de aumento no hiato do produto /ou no hiato inflacionário ($\pi_c - \pi_p$), e reduzindo pouco quando diminui tais hiatos.

⁶ Para uma avaliação do Regime de metas de inflação brasileiro ver Oreiro, Paula e Sobreira (2009).

controle da demanda agregada, fazendo com que a dosagem requerida de aumento da taxa de juros para se obter uma dada redução da taxa de inflação seja consideravelmente maior do que seria necessário caso o “efeito riqueza” estivesse presente⁷.

Um outro problema causado pela existência das LFTs é o chamado “efeito contágio” da política monetária pela dívida pública (Barbosa, 2006). Com efeito, a indexação das LFTs pela taxa básica de juros torna tais títulos substitutos perfeitos para as reservas bancárias. Isso significa que, em equilíbrio, a taxa de retorno dos títulos públicos indexados a Selic deve ser igual a taxa de juros do mercado inter-bancário, local onde os bancos podem comprar e vender o excesso de reservas. Dessa forma, a taxa de juros que o banco central utiliza para regular a liquidez do mercado de reservas bancárias deve ser equivalente a taxa de juros que o Tesouro Nacional deve pagar para vender os títulos públicos junto aos poupadores domésticos. Isso faz com que a taxa de juros de curto-prazo seja igual a taxa de juros de longo-prazo, criando assim uma curva de juros horizontal para a economia brasileira. Essa característica da curva de juros brasileira atua no sentido de desestimular a emissão de dívida de longo-prazo, fazendo com que o Tesouro Nacional não consiga alongar o prazo de maturidade dos títulos da dívida do governo. Com efeito, apesar dos resultados positivos obtidos nos últimos anos em termos da gestão da dívida pública, o prazo médio de vencimento da dívida mobiliária federal encontra-se em torno de 44 meses. A estrutura de vencimento da dívida pública brasileira faz com que o valor das amortizações pagas por ano pelo setor público seja bastante elevado (em torno de R\$ 400 bilhões), o que aumenta a fragilidade financeira do setor público, ou seja, aumenta o risco de solvência percebido pelos credores no caso de aumento de um aumento da taxa básica de juros, ditado em função da necessidade de manter a inflação dentro das metas definidas pelo Conselho Monetário Nacional.

⁷ O canal “efeito riqueza” da política monetária é resultado do impacto negativo sobre a riqueza financeira dos agentes causado redução no preço do título prefixado devido a elevação na taxa de juros. Tais perdas de capital deixam de existir com títulos indexados a Selic.

O formato peculiar da curva de juros brasileira, além de atuar no sentido de aumentar a fragilidade financeira do setor público, também atua no sentido de impor um piso para a queda da taxa básica de juros, limite esse dado pela remuneração das cadernetas de poupança. Como é sabido, os depósitos de poupança tem garantido por lei uma remuneração de 0,5% a.m (o que equivale a 6,17% a.a) acrescido da variação da TR⁸. Os depósitos de poupança se constituem num ativo seguro e com bastante liquidez. Com efeito, o prazo de maturidade dos depósitos de poupança no Brasil é de apenas um mês, período após o qual o depositante pode retirar seus depósitos acrescidos dos juros referentes ao período de aplicação. A retirada antecipada dos depósitos, ou seja, a retirada numa data anterior ao prazo de vencimento dos mesmos, tem como único custo de transação a perda dos juros referentes ao período de aplicação. A elevada liquidez e baixo prazo de maturidade dos depósitos de poupança torna os mesmos substitutos próximos das LFTs, de forma que, em equilíbrio, a taxa de retorno (pós-impostos) das LFTs não pode cair abaixo de 6,17% a.a em termos nominais sob risco de migração em massa dos recursos destinados a compra de títulos públicos para as cadernetas de poupança.

A indexação dos contratos dos preços administrados também contribui para a manutenção da taxa real de juros em patamares elevados. Com efeito, cerca de 30% do IPCA é composto por preços de bens e serviços que estão sujeitos a regras contratuais de reajuste anual (eletricidade, por exemplo). Os contratos desses bens e serviços têm como indexador o IGP-M⁹, um índice de preços que, por construção, acompanha de perto a evolução da taxa de câmbio. Sendo assim, se ocorre uma desvalorização da taxa de câmbio no ano t, os efeitos da mesma serão repassados para a taxa de inflação no ano t+1 por intermédio dos contratos de reajuste de preços. Isso faz com que não só a taxa de inflação apresente um elevado grau de inércia ao longo do tempo, como ainda se torne especialmente sensível a variações da taxa nominal de câmbio. Dessa forma, choques de

⁸ A variação da TR é igualada a zero toda a vez que a Selic se situa abaixo de 9% a.a.

⁹ O índice geral de preços - IGP é calculado pela Fundação Getulio Vargas (FGV), sendo um índice ponderado que inclui o índice de preços por atacado - IPA - (60%), índice do preço ao consumidor - IPC - (30%) e índice nacional de custos da construção - INCC - (10%).

oferta passam a ter efeitos fortes e persistentes sobre a taxa de inflação, o que, num contexto de rigidez do arranjo institucional do regime de metas de inflação, obrigam o Banco Central a manter uma taxa média de juros bastante elevada (Arestis et al, 2009).

Após o colapso do regime cambial de “paridade deslizante” em janeiro de 1999, o Brasil adotou um regime de flutuação suja para a taxa de câmbio, no qual o câmbio é determinado pelo mercado, mas o Banco Central do Brasil (BCB) intervém esporadicamente para evitar grandes flutuações da taxa de câmbio causadas por movimentos especulativos ou para acumular reservas cambiais. Em tese, o regime de câmbio flutuante deveria isolar o país contra choques externos, corrigindo “automaticamente” desequilíbrios entre oferta e demanda de moeda estrangeira, tornando praticamente impossível a ocorrência de ataques especulativos contra a moeda nacional. O novo regime cambial foi adotado num contexto de abertura bastante significativa da conta de capitais do balanço de pagamentos, ocorrida no início dos anos 1990 com a permissão de aplicação de investidores externos na bolsa do país (Anexo IV) e a transfiguração das CC5, que na prática passam a permitir a saída livre de capitais do país por parte de não-residentes e residentes.

A flexibilidade cambial somada à abertura da conta de capitais fez com que o comportamento da taxa de câmbio passasse a ser determinado pelos movimentos de capitais internacionais, e não mais pela situação da conta de transações correntes do balanço de pagamentos. Dessa forma, no período 1999-2003, caracterizado por uma saldos líquidos negativos de capitais externos na economia brasileira, a taxa real efetiva de câmbio apresentou uma nítida tendência à depreciação, o que contribuiu para melhoria do saldo comercial do país. No entanto, no período 2004-2007, caracterizado por uma liquidez internacional abundante e grande entrada de capitais externos da economia brasileira, a taxa real efetiva de câmbio apresentou uma forte tendência à apreciação, fazendo com que a economia brasileira voltasse a apresentar déficits em conta-corrente no ano de 2008 (Oreiro, Punzo, Araújo e Squeff, 2009).

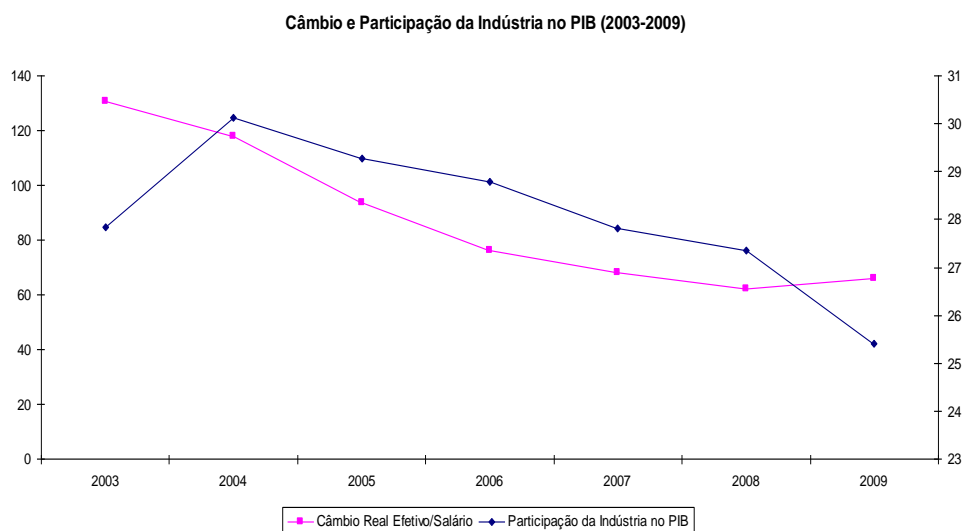
A apreciação da taxa de câmbio não tem apenas efeitos sobre a conta de transações correntes do balanço de pagamentos, mas também sobre a estrutura produtiva da economia e, por conseguinte, sobre o crescimento de longo-prazo. Com efeito, uma apreciação da taxa real de câmbio significa uma redução dos preços dos bens comercializáveis relativamente aos bens não-comercializáveis, o que reduz, de forma mais intensa, a lucratividade da produção e dos investimentos nos setores manufatureiros. Isso porque os bens comercializáveis produzidos pelos setores não-manufatureiros são bens intensivos em recursos naturais escassos, o que permite a obtenção de “rendas Ricardianas” pelos produtores desses bens. Já os bens comercializáveis produzidos pelos setores manufatureiros são mais intensivos em trabalho do que em recursos naturais, de maneira que as “rendas Ricardianas” apropriadas pelos produtores de manufaturas são próximas de zero. Isso significa que uma apreciação da taxa real de câmbio irá mudar a estrutura de rentabilidade relativa entre os setores da economia, induzindo uma migração de capitais dos setores de manufaturados para os setores de bens comercializáveis não-manufaturados e de bens não-comercializáveis. Essa migração de capitais irá atuar no sentido de mudar a estrutura produtiva da economia, tornando-a mais especializada na produção de bens comercializáveis não-manufaturados e de bens não-comercializáveis, ou seja, um processo de desindustrialização, entendido como uma redução da participação do valor adicionado na indústria relativamente ao produto interno bruto. Como os setores de bens comercializáveis não manufaturados e de bens não-comercializáveis tendem a apresentar retornos decrescentes de escala, ao passo que o setor de bens comercializáveis, principalmente as atividades industriais, apresenta retornos crescentes, segue-se que essa mudança na estrutura produtiva deverá resultar numa taxa de crescimento do produto real mais baixa no longo-prazo¹⁰.

Com efeito, a economia brasileira vem apresentando sinais claro de desindustrialização e “re-primarização da pauta de exportações” associada à valorização da taxa real de

¹⁰ A esse respeito ver Oreiro (2009).

câmbio. A participação do valor adicionado da indústria no PIB brasileiro vem caindo continuamente desde 2004 (Figura 7), acompanhada de uma redução expressiva do saldo comercial da indústria de transformação, notadamente nos setores de maior intensidade tecnológica (Análise IEDI, 21/12/2009). Tratam-se de sinais inequívocos de *desindustrialização* da economia brasileira¹¹, com efeitos negativos sobre as perspectivas de crescimento de longo prazo, dado que a fonte de retornos crescentes de escala se encontra nas atividades manufatureiras, não nas atividades primário-exportadoras (Thirwall, 2002).

Figura 7



Fonte: Ipeadata. Elaboração própria.

Em 1999 foi implantado um novo regime fiscal no Brasil baseado na geração de uma meta de superávit primário como proporção do PIB. Inicialmente a meta foi fixada em 3,75% do PIB, tendo sido aumentada para 4,25% do PIB em 2003, no primeiro mandato do Presidente Lula. Essa política foi bem sucedida no sentido de produzir uma redução significativa da dívida líquida do setor público (DLSP) como proporção do PIB (que

¹¹ Para um levantamento sistemático da literatura sobre a desindustrialização da economia brasileira ver Oreiro e Feijó (2010).

passou de 51,67% do PIB em 2003 para 37% do PIB em 2008), mas à custa do aumento continuado da carga tributária e da redução dos investimentos públicos em infraestrutura. Isso decorre da “miopia” do regime de metas de superávit primário, ou seja, da sua incapacidade de perceber os efeitos sobre o crescimento de longo-prazo de um aumento dos gastos de investimento do setor público.

O cálculo do superávit requerido para a estabilização da DLSP envolve três variáveis fundamentais, a saber: a taxa real de juros, a taxa de crescimento do PIB e a DLSP/PIB inicial. Todas as demais variáveis mantidas constantes, um aumento da taxa de crescimento do PIB reduz o superávit primário requerido para a estabilização da DLSP. O investimento público em infraestrutura é um determinante importante da taxa de crescimento de longo-prazo, devido aos seus efeitos de transbordamento positivos sobre as decisões de investimento do setor privado, além de gerar outras externalidades ao crescimento econômico. Sendo assim, uma redução da meta de superávit primário com vistas a um aumento do investimento público em infraestrutura irá atuar no sentido de aumentar a taxa de crescimento do produto real no longo-prazo, fazendo com que o superávit requerido para manter a estabilidade da DLSP seja reduzido. Em outras palavras, o fundamental para a estabilidade da DLSP não é a meta numérica do superávit primário, mas a combinação juro real-crescimento, a qual pode ser influenciada pelo nível do investimento público.

Proposta de um Novo Modelo Macroeconômico

A partir do diagnóstico apresentado anteriormente, podemos passar a análise dos elementos constitutivos de um novo modelo macroeconômico para o Brasil, modelo esse que permita a obtenção de um crescimento acelerado do produto real num contexto de estabilidade de preços. O novo modelo macroeconômico deve se basear nos seguintes pilares: regime de metas de inflação flexível, regime fiscal baseado na geração de metas de superávit em conta-corrente do governo e administração da taxa de câmbio, criando assim condições para se ter uma taxa de juros baixa e um câmbio mais competitivo. De

forma complementar a esses elementos, deve-se adicionar, quando for o caso, controles a entrada e saída de capitais do país.

Flexibilização do Regime de Metas de Inflação e Reforma do Sistema Financeiro Nacional

No que se refere a flexibilização do regime de metas de inflação¹², deve-se adotar um novo arranjo institucional para o RMI brasileiro no qual: (i) a meta de inflação seja definida com base no *core inflation*, de forma a expurgar os efeitos de aumentos dos preços da energia e dos alimentos, que são mais suscetíveis a choques de oferta; (ii) o prazo de convergência para a meta de inflação seja estendido para 24 meses, de maneira a permitir um ajuste mais suave da taxa de juros nos casos em que pressões inflacionárias do lado da demanda agregada exijam um aumento dos juros; e (iii) adoção de “cláusulas de escape” que permitam a autoridade monetária se desviar da meta inflacionária quando e se certas circunstâncias se fizerem presentes (como, por exemplo, uma queda muito acentuada do PIB devido a um choque de demanda).

De fato, a utilização moderada da política de taxa de juros para controlar a inflação requer a distinção entre choques de oferta e de demanda e situações de excesso de demanda temporária e permanente, reduzir a volatilidade cambial, bem como reconhecer que os países emergentes, por razões estruturais, tem de operar com taxas de inflação maiores do que os países desenvolvidos. A política de taxa de juros é um instrumento eficaz para controlar a inflação de demanda, mas não é adequada para controlar a inflação causada por choques de oferta. Por esta razão, o BCB deve reagir por meio de variações da taxa de juros unicamente para pressões inflacionárias causada por situações de excesso de demanda. Este objetivo poderá ser alcançado com a utilização de índices de inflação que excluam os produtos mais sensíveis aos choques oferta, tais como alimentos e energia. Isto significa a adoção do núcleo de inflação ao invés do índice de inflação cheio como medida da meta de inflação.

¹² A esse respeito ver Oreiro, Paula e Squeff (2009).

Além disso, o BCB só deve reagir a situações de excesso de demanda permanente. Um excesso de demanda temporário, devido a uma elevada taxa de crescimento da demanda efetiva que induzirá um aumento dos gastos com investimento, devem ser acomodados pelo BCB por meio de uma política monetária passiva. Para que o BCB possa viabilizar o crescimento econômico, aumentos da taxa de juros devem ocorrer apenas em situações de excesso de demanda que não estiverem associados ao aumento da taxa de acumulação de capital. Portanto, se os gastos com investimento estiverem crescendo a taxas mais elevadas do que a demanda agregada global, então, *ceteris paribus*, a capacidade de crescimento do produto será cada vez maior no médio prazo, configurando o **caráter temporário** de uma situação de excesso de demanda. Sob essas condições, um maior horizonte temporal de convergência (mais de um ano) para a meta de inflação é desejável a fim de atenuar os efeitos dos choques de demanda temporários sobre a taxa de inflação¹³.

Adicionalmente a flexibilização do regime de metas de inflação, deve-se eliminar os títulos públicos pós-fixados por intermédio de uma operação voluntária de *swap* na qual os títulos pós-fixados sejam substituídos por títulos pré-fixados. Para minimizar o custo fiscal dessa operação para o Tesouro, a operação de *swap* deve ser feita no momento no qual a autoridade monetária esteja adotando uma estratégia de redução da taxa básica de juros. Essa operação de *swap* deve ser, no entanto, precedida por mudanças nas regras dos fundos de investimento, eliminando-se a liquidez diária das cotas – através de uma maior penalização via cobrança de impostos - como forma de induzir uma redução da preferência pela liquidez dos gestores dos fundos de investimento. Essa medida contribuirá para diminuir o interesse dos fundos de investimento por “ativos selicados”, facilitando assim a operação de *swap* por parte do Tesouro Nacional. Além disso, devem-se implantar medidas no sentido de induzir os fundos de pensão a reduzir o percentual de

¹³ Um mais amplo horizonte de convergência (maior do que um ano) para o cumprimento da meta de inflação significa que uma medida mais adequada da inflação é a média de pelo menos 18 ou 24 meses. Essa ampliação do período de convergência produz uma suavização da série da taxa de inflação do que aquela produzida por períodos mais curtos.

suas carteiras aplicadas em títulos pós-fixados, o que também atuaria no sentido de reduzir a demanda por LFTs, facilitando assim a troca das mesmas por títulos pré-fixados.

Um elemento importante para a redução do custo do capital na economia brasileira será a realização de uma ampla reforma do setor financeiro por intermédio da extinção da garantia legal de remuneração dos depósitos em caderneta de poupança. Com efeito, a existência dessa garantia, em conjunto com a indexação dos títulos públicos pela Selic, não só atua no sentido de por um piso a queda da taxa de juros como ainda contribui para manter elevado o custo de rolagem da dívida pública. Dessa forma, propomos a adoção de um sistema de remuneração flutuante para os depósitos de poupança, no qual a taxa de juros dos depósitos de poupança passe a ser determinada pela oferta e demanda de fundos para empréstimos do Sistema Financeiro de Habitação. O direcionamento de 65% dos recursos das cadernetas de poupança para o financiamento habitacional deve ser mantido em função das externalidades positivas que o investimento habitacional tem sobre toda a economia. No entanto, para reduzir o problema de descasamento de prazos entre os ativos e passivos do sistema financeiro da habitação propomos o aumento do prazo mínimo de aplicação nas cadernetas de poupança para inicialmente três meses, de forma a reduzir a liquidez desse tipo de aplicação financeira.

Por fim, os contratos dos preços administrados (energia elétrica, telefonia, etc.) devem ser revistos de tal maneira a substituir o IGP-M pelo IPCA como indexador dos mesmos, ou pela criação/adoção de índices setoriais de inflação e, no limite, desindexando totalmente tais preços.

O conjunto dessas “reformas” – flexibilização do regime de metas de inflação, eliminação das LFTs, mudanças na remuneração e prazo das cadernetas de poupança e na indexação dos contratos relativos a preços administrados – contribuiria de forma importante para redução da taxa de juros doméstica no Brasil.

Novo Regime de Política Fiscal: metas de superávit em conta-corrente

Voltando nossa atenção agora para o novo regime de política fiscal, a “*poupança em conta-corrente do governo*” é definida como a diferença entre a receita do governo em todos os níveis (inclui a participação dos lucros das empresas estatais) e os gastos correntes do governo, excluindo-se os gastos de investimento do setor público (inclusive as empresas estatais), mas considerando nesse saldo o pagamento dos juros sobre a dívida bruta do setor (Silva e Pires, 2006). Uma meta de superávit em conta-corrente do governo significa que o setor público consolidado deve gerar um excedente de arrecadação sobre os gastos correntes, incluindo o pagamento de juros sobre a dívida pública¹⁴. Uma vez fixada a meta de superávit em conta-corrente do governo, caberia ao Ministério da Fazenda definir o volume de gastos de investimento, os quais seriam computados separadamente dos gastos correntes na assim chamada “conta capital”. Investimentos públicos em infraestrutura econômica (portos, ferrovias, geração de energia elétrica etc.) é fundamental para melhoria da competitividade sistêmica da economia brasileira, tendo em vista a forte deterioração da infraestrutura desde os anos 80.

Dessa forma, o superávit em conta-corrente do governo entraria como crédito na conta-capital, podendo assim ser usado para financiar, parcial ou integralmente, os gastos de investimento planejados pelo governo. Se o objetivo final da política fiscal for apenas reduzir a dívida líquida do setor público (DLSP) como proporção do PIB então a conta capital deverá ser superavitária, ou seja, o saldo em conta-corrente deve superar o investimento público. No entanto, se o objetivo final da política fiscal for estimular a demanda efetiva e/ou o crescimento de longo-prazo, então a conta-capital deverá ser deficitária, ou seja, o investimento deverá superar a “poupança do governo”. A diferença entre o investimento público e a poupança pública será então coberta por emissão dívida pública. Supondo que o setor público será capaz de realizar gastos de investimento produtivos do ponto de vista social, então o aumento do endividamento público será

¹⁴ Neste sentido, além do controle de gastos de custeio, seria necessária a imposição de alguma regra que limite o aumento nas despesas com salários dos funcionários.

acompanhado por um aumento do estoque de ativos do setor público, tendo assim um impacto reduzido sobre a DLSP. Adicionalmente, se criaria condições para redução da taxa juros doméstica, criando um círculo virtuoso, que causaria uma redução na própria relação DLSP/PIB.

Uma crítica que pode ser feita ao regime de metas de superávit em conta-corrente do governo é que o mesmo poria em risco a autonomia operacional da autoridade monetária. Com efeito, se pressões inflacionárias requererem um aumento da taxa de juros para se manter a inflação dentro das metas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, então a existência de uma meta de superávit em conta-corrente do governo, num contexto de rigidez dos gastos de consumo e de custeio do governo, poderia impedir a autoridade monetária de executar o aumento da taxa de juros para atender a meta inflacionária. Esse risco existe, mas pode ser substancialmente reduzido. Em primeiro lugar, tal como no regime de metas de inflação, deve-se definir uma banda de variação para a meta de superávit em conta-corrente do governo. Essa banda de variação não só daria espaço para acomodar eventuais erros de previsão quanto a receita do setor público, como ainda daria algum espaço de manobra para acomodar aumentos de taxa de juros, se e quando os mesmos forem necessários. Isso posto, propomos a adoção de uma meta de superávit em conta-corrente do governo de 4 a 5% do PIB a partir de 2011¹⁵. A banda de variação pode ser fixada, inicialmente, em 0,5% do PIB para mais ou para menos.

No que se refere ao segundo ponto, devemos ressaltar que a mudança no regime de política fiscal exige uma flexibilização do regime de metas de inflação (RMI). Como já foi dito anteriormente, existem fortes evidências de que o RMI no Brasil é extremamente rígido, o que faz com que o Banco Central tenha que “sobre-reagir” a choques de oferta por intermédio de elevações significativas da taxa de juros. Dessa forma, a flexibilização do regime de metas de inflação irá atuar no sentido de reduzir a magnitude das variações

¹⁵ A magnitude de tal superávit iria depender evidentemente do nível da taxa de juros reais e da taxa de crescimento do PIB do país. Ela teria que ser inicialmente relativamente elevada por conta da política de maior intervenção na taxa de câmbio (ver a seguir).

requeridas da taxa de juros para manter a inflação em conformidade com a meta definida pelo Conselho Monetário Nacional.

Devemos ressaltar ainda que no novo modelo macroeconômico, o Conselho Monetário Nacional-CMN passaria a desempenhar um papel importante na *coordenação entre a política monetária e fiscal*. Com efeito, O CMN teria como atribuição a fixação tanto da meta de inflação como da meta de superávit em conta-corrente. Neste caso, deve-se evitar a adoção de metas de inflação muito ambiciosas e inadequadas para as características estruturais da economia brasileira, o que poderia requerer a necessidade de superávits em conta-corrente do governo e/ou taxa de juros muito elevados¹⁶. Essa coordenação entre as políticas monetária e fiscal feitas no âmbito do CMN irá atuar no sentido de reduzir a dosagem de juros necessária para manter a inflação dentro da meta, reduzindo assim o custo da política desinflacionária para o crescimento econômico de longo-prazo.

Nova Política Cambial

Para garantir a manutenção da taxa real efetiva de câmbio num patamar competitivo a médio e longo-prazo, propomos a criação de um *Fundo de Estabilização Cambial*, com recursos fornecidos pelo Tesouro Nacional na forma de títulos da dívida pública, com um aporte inicial de capital de R\$ 300 bilhões (aproximadamente US\$ 170 bilhões, a taxa de câmbio de agosto de 2010)¹⁷. O Fundo de Estabilização Cambial deverá atuar como um *market-maker* no mercado de câmbio, adquirindo moeda estrangeira toda a vez que a taxa de câmbio se apreciar de maneira persistente com respeito ao valor estimado da taxa real de câmbio de equilíbrio; e vendendo moeda estrangeira toda vez que a taxa de câmbio se

¹⁶ Padilha (2007) estima com base em amostra de 55 países em 1990-2004 que a “taxa mínima de inflação” – ou seja, aquela que não é prejudicial ao crescimento - é igual a 5,1% a.a. em países emergentes e 2,1% a.a. em países desenvolvidos.

¹⁷ Deve-se observar que a capitalização do fundo de estabilização cambial pelo Tesouro, em si mesma, não aumenta a dívida líquida do setor público, pois os recursos do Tesouro serão alocados para a compra de ativos no mesmo valor. No entanto, a existência de um diferencial positivo entre a taxa de juros interna e a taxa de juros externa irá contribuir para aumentar o déficit público, de forma que a sustentabilidade da política cambial a médio e longo-prazo irá exigir um aprofundamento do ajuste fiscal.

apreciar de forma persistente com respeito ao valor de equilíbrio dessa taxa. Deve-se ressaltar que não haveria nenhuma incompatibilidade entre a administração da taxa de câmbio e a obtenção das metas de inflação, uma vez que as operações de compra e venda de moeda estrangeira seriam feitas com recursos do Tesouro Nacional, não tendo nenhum impacto sobre a base monetária. A magnitude do fundo de estabilização cambial será tão maior quanto maior for o fluxo de entrada de capitais na economia brasileira, o que pode implicar num maior esforço fiscal em termos do aumento da meta de superávit primário. Para reduzir (ao menos parcialmente) o esforço fiscal requerido para a implantação desse fundo, faz-se necessária a introdução de controles abrangentes de capitais no Brasil para reduzir parcialmente os fluxos de dólares para a economia brasileira.

Deste modo, o BCB poderia intervir na taxa de câmbio nominal, por exemplo, comprando divisas, sem entrar em conflito com o movimento da taxa Selic por ocasião de uma inflação de demanda. Sendo assim, *o regime cambial brasileiro continuará sendo um regime de câmbio flutuante*, necessário para permitir alguma flexibilidade na absorção dos choques externos, mas no qual o governo possui um papel importante como demandante e/ou ofertante de moeda estrangeira. Teríamos assim uma espécie de *regime de câmbio flutuante administrado*, no qual o BCB busca evitar a volatilidade excessiva de curto prazo da taxa de câmbio nominal e, ao mesmo tempo, procura influenciar a trajetória intertemporal da taxa de câmbio real, de modo que esta não fique desalinhada, ou seja, situando-se próxima da “taxa de câmbio de equilíbrio da economia”¹⁸. Por exemplo, o BCB poderia usar um sistema de banda de monitoramento, que tem como referência uma “taxa de câmbio efetiva real neutra” (estimativa oficial e anunciada da taxa de câmbio de equilíbrio), usando uma banda de flutuação no qual ele pode intervir quanto a taxa tiver ultrapassado o intervalo, mas sem que o BCB tenha uma obrigação de defender a margem estabelecida¹⁹.

¹⁸ Definida como aquela taxa que reflete os “fundamentos” da economia, tais como diferenciais de produtividade, termos de troca, arbitragem entre ativos estrangeiros e ativos domésticos, etc.

¹⁹ Ver, a respeito, Paula *et al* (2008).

Como elemento secundário na tarefa de administração da taxa de câmbio, deve-se adotar controles a entrada de capitais do país. A natureza dos controles será definida a partir do ciclo de liquidez prevalente na economia mundial. Em momentos de elevada liquidez internacional, nos quais ocorram grandes fluxos de capitais em direção aos países emergentes, o Conselho Monetário Nacional deverá impor controles a entrada de capitais no país na forma de requerimento não-remunerado de depósitos sobre o ingresso de capitais no Brasil. Uma observação importante sobre os *controles a entrada de capitais é que os mesmos deverão ser abrangentes para que seja garantida a efetividade dos mesmos*. Isso porque, dada a característica de fungibilidade do capital, a imposição de controles sobre uma forma específica das entradas de capitais no Brasil (por exemplo, renda fixa) fará apenas com que o sistema financeiro brasileiro, altamente sofisticado, descubra formas de burlar os controles, disfarçando a entrada de capitais para investimento em renda fixa como operações para aplicação em renda variável.

Por fim, deve-se ressaltar que nesta estratégia de política macroeconômica não há incompatibilidade entre crescimento puxado pelas exportações e crescimento puxado pelo mercado interno. Embora se tenha o propósito de aumentar a inserção da economia brasileira no comércio internacional, não se objetiva aqui a fazer do Brasil uma “nova China”, mas sim permitir uma maior diversificação (e crescimento) das exportações de modo a evitar problemas relacionados a restrição externa a um crescimento econômico maior e sustentado, que tem sido típico em várias economias emergentes especializadas na exportação de produtos de menor valor agregado. O mercado interno deve continuar a ser o “motor” do crescimento brasileiro, sendo estimulado pelos efeitos multiplicadores de renda do próprio crescimento, somado a políticas sociais inclusivas, tais como bolsa-família, aumento gradual no salário mínimo, investimentos e gastos na área social (educação, saúde etc.), etc. Estudos recentes mostram a importância dos programas sociais – educação e programas de transferência de renda (bolsa-família), etc – na redução da pobreza e das desigualdades sociais no Brasil (Rodrigues e Cardoso, 2008). A longo prazo, uma combinação entre uma taxa de câmbio mais competitiva com políticas

industriais voltadas para exportação poderia estimular o desenvolvimento de uma economia com maior conteúdo tecnológico, promovendo a criação de empregos com mais alta remuneração, o que evidentemente irá requerer uma maior qualificação da mão-de-obra.

É possível administrar juros e câmbio ao mesmo tempo?

Um eixo previsível de crítica a proposta de reformas macroeconômicas feita na seção anterior encontra-se na relação entre a política monetária, ainda pautada pela existência de um regime de metas de inflação, e a implantação de uma política ativa de administração da taxa de câmbio. Segundo os economistas ortodoxos, a adoção de uma política de administração da taxa de câmbio teria o efeito de solapar o regime de metas de inflação brasileiro, pondo em risco a estabilidade de preços duramente obtida nos últimos 15 anos.

Segundo a interpretação ortodoxa, a estabilização da taxa de câmbio num patamar competitivo só seria possível se o Banco Central do Brasil fizesse *operações não-esterilizadas* de compra de dólares no mercado à vista de câmbio. As operações esterilizadas, segundo essa linha de interpretação, não teriam nenhum impacto perceptível sobre a taxa de câmbio, ao passo que a introdução de controles de capitais seria uma medida ineficaz para impedir a apreciação cambial resultante dos fluxos de entrada de capitais, uma vez que o mercado financeiro brasileiro, altamente sofisticado, poderia burlar facilmente esses controles. Além disso, a imposição de controles de capitais poderia atuar no sentido de aumentar o custo do capital prevalecente na economia brasileira devido ao efeito dos mesmos sobre o prêmio de risco país²⁰. Dessa forma, a

²⁰ A esse respeito, Gustavo Loyola (2009) afirma que: "(...) existe uma situação particular em que medidas como o citado IOF de 2% podem ser altamente eficazes para alterar de forma mais persistente a trajetória da taxa de câmbio. É quando sua frequência, intensidade e imprevisibilidade acarretam a elevação do prêmio de risco país (...) A elevação do prêmio de risco decorreria do aumento da incerteza entre os investidores sobre a estabilidade e a segurança dos contratos financeiros firmados sob a jurisdição brasileira. Usando o termo consagrado por

única alternativa possível seria a realização de intervenções não-esterilizadas no mercado de câmbio.

O problema é que, nesse contexto, o Banco Central perderia a capacidade de fixar a taxa nominal de juros, podendo apenas determinar o valor da taxa nominal de câmbio. Nesse caso, contudo, a lógica operacional do sistema de metas de inflação seria destruída, haja vista que o objetivo da política monetária não seria mais o controle da taxa de inflação, mas a administração da taxa de câmbio. Perder-se-ia assim a âncora nominal para a taxa de inflação, abrindo a possibilidade para o surgimento de um processo inflacionário alimentado por profecias auto-realizáveis: expectativas de elevação da taxa de inflação produzem um aumento da demanda agregada, o que pressiona a taxa de inflação para cima devido à inelasticidade da oferta agregada no longo prazo, sancionando as expectativas de elevação da inflação, o que possibilita um novo ciclo de elevação da taxa de inflação esperada. Esse quadro seria agravado pelo caráter puramente passivo da política monetária e pelo fato de que o objetivo da política cambial seria manter um câmbio depreciado, o que tem um impacto negativo sobre o nível de salário real, podendo abrir caminho para uma espiral salários-preços em função do conflito distributivo entre firmas e sindicatos sobre o nível de salário real aceitável para ambos.

No que se refere ao impacto sobre o salário real, alguns economistas ortodoxos chegam ao extremo de afirmar que uma política ativa de desvalorização da taxa de câmbio seria incompatível com o regime democrático haja vista que: (i) a desvalorização do câmbio produz uma redução da participação dos salários na renda, aumentando assim a desigualdade na *distribuição pessoal da renda*; (ii) a sociedade brasileira já teria demonstrado ao eleger Fernando Henrique Cardoso e Luiz Inácio Lula da Silva que não está disposta a aceitar medidas de política econômica que aumentem a desigualdade na

Arida, Bacha e Lara Resende, a depreciação cambial seria resultado direto do aumento da “incerteza jurídica” em decorrência da banalização da interferência das autoridades nas regras que regem o mercado de divisas. Por sua vez, a maior incerteza jurisdicional elevaria o custo doméstico do capital e tenderia a agravar ainda mais o problema da falta de crédito de longo-prazo no Brasil”

distribuição pessoal da renda. Nessas condições, os defensores do ajuste da taxa de câmbio ou estariam vivendo numa outra realidade (uma alegada “dimensão Z”) ou estariam preconizando a volta da ditadura militar.

O argumento convencional acerca da ineficácia das intervenções esterelizadas se baseia na assim chamada “paridade descoberta da taxa de juros” (mas pode, igualmente, ser apresentado em termos da “paridade coberta”). Nesse contexto, seja i a taxa de juros doméstica, i^* a taxa de juros internacional, p o prêmio de risco país, E a taxa nominal corrente de câmbio e E^f a taxa de câmbio esperada para algum momento no futuro. Assume-se i^* e p são exógenos (devido a hipótese de país pequeno). Supõe-se também que E^f é exógeno (Blanchard, 1997, p.253).

A paridade descoberta de juros estabelece que:

$$i = i^* + p + \left(\frac{E^f - E}{E} \right) = i^* + p + \left(\frac{E^f}{E} - 1 \right) \quad (1)$$

A equação (1) aponta para a existência de uma relação inversa entre a taxa de juros doméstica e a taxa nominal corrente de câmbio, ou seja, uma redução da taxa de juros irá resultar numa depreciação da taxa nominal de câmbio, **dados** o câmbio futuro esperado, o prêmio de risco-país e a taxa de juros internacional.

Uma operação esterelizada de compra de moeda estrangeira corresponde a uma situação na qual a autoridade monetária compra dólares no mercado de câmbio, aumentando assim a base monetária, mas imediatamente enxuga a liquidez criada com essa operação por intermédio da venda de títulos. Dessa forma, a base monetária não se expande e, conseqüentemente, a taxa de juros doméstica não se altera. A operação esterelizada de compra de moeda estrangeira teria um duplo objetivo: produzir uma depreciação da taxa nominal de câmbio, ao mesmo tempo que mantém a taxa de juros nominal (no caso brasileiro a Selic) ao nível adequado para o atendimento dos objetivos domésticos (no caso brasileiro a obtenção da meta inflacionária).

Com base na paridade descoberta da taxa de juros podemos constatar que a obtenção desse duplo objetivo seria *uma tarefa impossível*, uma vez que se a taxa de juros doméstica não se alterar, tudo o mais mantido constante, a taxa de câmbio nominal também não se altera, de forma que o efeito das operações esterelizadas de compra de moeda estrangeira será nulo.

Esse raciocínio apresenta uma série de aspectos problemáticos. O primeiro é que a paridade descoberta (ou a coberta) de juros pressupõe perfeita mobilidade de capitais. Se essa hipótese não for válida (e no caso brasileiro certamente não é, pois o Brasil ainda dispõe de mecanismos de controles a entrada e saída de capitais), então a taxa de juros doméstica pode se desviar do patamar dado pela paridade descoberta por uma margem, a qual depende, entre outros fatores, da oferta relativa de ativos no portfólio dos agentes. Nesse contexto, quando a autoridade monetária compra moeda estrangeira e vende títulos, ocorre uma mudança no estoque relativo de moeda estrangeira e títulos na carteira dos agentes, o que produz uma alteração nas suas respectivas taxas de retorno, dada a hipótese de substitubilidade imperfeita entre os ativos (a esse respeito ver Tobin, 1998, cap.10). Sendo assim, as operações esterelizadas de compra de moeda estrangeira têm impacto sobre a taxa nominal de juros. Se esse impacto for significativo (o que é questão empírica, não teórica), a autoridade monetária poderia, em tese, controlar câmbio e juros ao mesmo tempo²¹.

O segundo aspecto problemático refere-se a hipótese de exogenidade das expectativas quanto ao câmbio futuro. Por que razão a taxa esperada de câmbio seria insensível às tentativas da autoridade monetária em afetar o câmbio corrente? Se os agentes econômicos forem racionais, a única resposta para essa pergunta é que os agentes consideram que a autoridade monetária não está, de fato, empenhada em alterar o nível da

²¹ Essa capacidade de ficar câmbio e juros ao mesmo tempo é reforçada por intermédio da introdução de controles de capitais, permitindo assim a obtenção dos objetivos “autonomia da política monetária” e “administração da taxa de câmbio” mesmo num contexto onde fosse válida a “Trindade Impossível” de Mundell.

taxa de câmbio, de forma que as suas intervenções no mercado de câmbio são tidas como esporádicas e de caráter temporário. Isso nos leva a conclusão que se a autoridade monetária der uma sinalização crível que não irá tolerar que a taxa de câmbio fique abaixo de um certo patamar, então as expectativas dos agentes econômicos sobre a taxa de câmbio no futuro irão se alterar, o que produzirá, dada a taxa de juros doméstica, uma alteração da taxa nominal corrente de câmbio. Mas, para tanto, a autoridade monetária terá que abandonar o discurso que o câmbio é “livremente flutuante” e substituir o mesmo por um outro discurso no qual se enfatize que o câmbio é livre para flutuar, desde que fique acima de um patamar condizente com o equilíbrio inter-temporal do balanço de pagamentos.

No que se refere a suposta ineficácia da política de controles a entrada de capitais, os economistas ortodoxos aparentemente supõe que uma política de controles da entrada de capitais se basearia necessariamente em controles seletivos (ou seja, direcionados para um tipo específico de fluxo de capitais) e estáticos (ou seja, imutáveis ao longo do tempo na sua forma e incidência) ao invés de abrangentes e dinâmicos. Nesse contexto, fica fácil argumentar que os controles podem ser burlados pelo sistema financeiro brasileiro, que é, de fato, altamente sofisticado. Mas, boa parte dos economistas que defendem a adoção de controles de capitais²², assim como o autor do presente artigo, advogam a adoção de *controles abrangentes e dinâmicos*, o que reduziria muito a possibilidade de se burlar os mesmos por manobras criativas por parte do sistema financeiro (Oreiro e Paula, 2009).

A hipótese de que os controles de capitais podem atuar no sentido de aumentar o custo do capital prevalecente na economia brasileira em função dos seus efeitos sobre o prêmio de risco-país foi elaborada por Arida (2003 a, 2003b). A respeito desses artigos deve-se ressaltar que não se observa nos mesmos nenhuma evidência empírica que suportasse a tese de que os controles de capitais teriam um efeito positivo e estatisticamente significativo sobre o prêmio de risco país. Nesse contexto, o autor do presente artigo

²² Ver Sicsú e Ferrari (2006).

escreveu, em conjunto com os economistas Luiz Fernando de Paula e Guilherme Jonas Costa da Silva, um artigo, publicado na Revista de Economia Política, intitulado “Por uma moeda parcialmente conversível: uma crítica a Arida e Bacha” no qual se apresentou um modelo econométrico no qual foi testada a influência dos controles de capitais (mensurado pelo índice de controles de capitais desenvolvido por Eliana Cardoso e Ilan Goldfajn) sobre o prêmio de risco país. Os resultados encontrados rejeitam a hipótese de existência de relação entre o prêmio de risco e os controles de capitais remanescentes na economia brasileira. Daqui se segue, portanto, que não existem evidências empíricas que nos permitam afirmar que, no caso brasileiro, os controles de capitais resultariam numa elevação do custo do capital.

Um outro aspecto problemático da “crítica ortodoxa” refere-se ao fato de que a mesma considera que a administração da taxa de câmbio pode ser feita apenas por intermédio do Banco Central. Isso é falso. Os economistas que defendem uma política ativa de administração da taxa de câmbio, consideram indispensável a constituição de um *fundo de estabilização cambial*, conforme mencionado na seção 3 do presente artigo, financiado com recursos do Tesouro Nacional²³. Dessa forma, as operações de compra e venda de dólares no mercado à vista de câmbio não terão nenhum impacto sobre a base monetária e, portanto, sobre a capacidade do Banco Central de fixar a taxa nominal de juros com vistas ao atendimento da meta de inflação. Uma possibilidade concreta para o caso brasileiro seria aproveitar o *fundo soberano brasileiro*, turbinando o mesmo com aporte

²³ Do ponto de vista puramente conceitual as operações esterelizadas de compra de câmbio no mercado à vista são equivalentes às operações de compra de câmbio por parte do fundo de estabilização, haja vista que, em ambas, não ocorre a criação de meios de pagamento. No entanto, os defensores do fundo de estabilização cambial argumentam que uma das vantagens do mesmo sobre as operações esterelizadas realizadas pelo Banco Central é que o fundo de estabilização poderia emitir – por intermédio do Tesouro Nacional – títulos de longo-prazo para o financiamento de suas operações, algo que seria mais difícil, se não impossível de ser feito, pelo Banco Central, o qual “lastreia” as operações de compra de câmbio nas assim chamadas “operações compromissadas”, as quais são empréstimos tipicamente de curto-prazo do setor financeiro para a autoridade monetária. Dessa forma, a administração da taxa de câmbio poderia ser compatível com o alongamento gradual do prazo de maturidade da dívida bruta do setor público brasileiro, reduzindo assim o seu nível de fragilidade financeira.

adicional de recursos pelo Tesouro Nacional de forma a permitir que o mesmo atue como *market maker* no mercado de câmbio.

Para que o “fundo soberano” possa atuar no sentido de produzir uma desvalorização permanente da taxa de câmbio, o mesmo deverá ter uma magnitude considerável, talvez algo entre 170 a 200 bilhões de dólares. Isso implica numa emissão de títulos de longo-prazo pelo Tesouro da ordem de 300 a 350 bilhões de reais. Enquanto o “problema dos juros” não for equacionado no Brasil, a taxa de juros interna deverá ser maior do que externa de maneira que as operações do “fundo soberano” serão necessariamente deficitárias. Nas condições atuais, podemos considerar um “*spread* negativo” de, no mínimo, 5% a.a., de tal forma que, grosso modo, o fundo soberano irá gerar um déficit para o Tesouro da ordem de 15 a 17,5 bilhões de reais. Isso significa que para impedir que a criação do fundo soberano para o câmbio gere um impacto desestabilizador sobre a dinâmica da relação dívida pública/PIB, será necessário um aumento da meta de superávit primário entre 0,5 a 0,6 % do PIB. Daqui se segue que a viabilidade da nova política cambial está condicionada a um aperto da política fiscal. Esse é o preço que o país tem que pagar para garantir uma taxa de câmbio competitiva a médio e longo-prazo, de forma a reverter o processo de desindustrialização em marcha na economia brasileira.

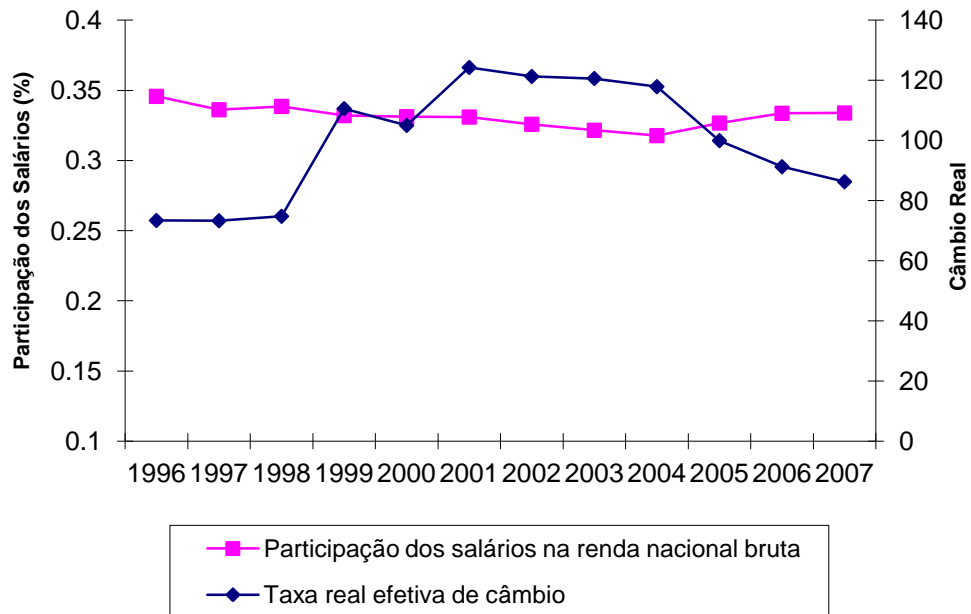
No que se refere ao aumento requerido da meta de superávit primário é que verificamos a importância dos controles à entrada de capitais. A magnitude do fundo de estabilização cambial será tão maior quanto maior for o fluxo de entrada de capitais na economia brasileira, o que implica necessariamente num maior esforço fiscal em termos do aumento da meta de superávit primário. Para reduzir o esforço fiscal requerido para a implantação desse fundo, faz-se necessária a introdução de controles abrangentes da entrada de capitais no Brasil para reduzir, ainda que marginalmente, os fluxos de dólares para a economia brasileira.

Voltando agora nossa atenção para a alegada incompatibilidade entre a “nova política cambial” e o objetivo de maior equidade na distribuição pessoal da renda, devemos

ressaltar inicialmente que, até o presente momento, não existe nenhum estudo empírico consistente no Brasil que relacione a distribuição funcional da renda (ou seja, a repartição da renda entre salários, lucros, juros, aluguéis) e a distribuição pessoal da renda. Na ausência desse tipo de estudo não é possível fazer ilações minimamente robustas a respeito do impacto de mudanças na participação dos salários na renda (induzidas pela desvalorização da taxa de câmbio) sobre a distribuição pessoal. Sendo assim, é no mínimo temerário afirmar que uma menor participação dos salários na renda levaria necessariamente, e sob quaisquer condições, a uma maior desigualdade na distribuição pessoal da renda.

No entanto, há um segundo ponto a ser ressaltado. A participação dos salários na renda nacional bruta tem permanecido relativamente estável no Brasil em torno do patamar de 33% no período 1996-2007 (Figura 8). No entanto, quando olhamos para a série de taxa real efetiva de câmbio observamos que (i) a mesma é altamente volátil; (ii) entre 1996 e 2007 a taxa real efetiva de câmbio apresentou uma desvalorização média de quase 18%!!!. Os dados mostram, portanto, que a participação dos salários no valor adicionado no Brasil é relativamente insensível com respeito a uma desvalorização permanente da taxa real de câmbio. Com efeito, uma desvalorização de 17,55% da taxa real efetiva de câmbio foi acompanhada por uma redução média de apenas 3,42% da participação dos salários na renda nacional bruta. Daqui se segue que uma política de desvalorização da taxa de câmbio real, mantido o padrão histórico observado no passado, terá um efeito pequeno sobre a distribuição funcional da renda. Portanto, a tese de que uma política ativa de administração da taxa real de câmbio é contrária ao objetivo político de uma menor desigualdade social é mais um *non sequitur* da ortodoxia brasileira.

Figura 8 - Evolução da Taxa Real Efetiva de Câmbio e da Participação dos Salários na Renda Nacional (1996-2007)



Em suma, uma nova política cambial que combine administração da taxa de câmbio por intermédio do fundo de estabilização cambial, controles a entrada de capitais e aumento da meta de superávit primário não só é perfeitamente possível, como compatível com o regime de metas de inflação e com o objetivo político de obter uma distribuição de renda mais equitativa. A implantação dessa política, no entanto, requer a combinação de “desenvolvimentismo” com “fiscalismo”.

Comentários Finais

Ao longo deste artigo foram delineadas as linhas gerais de uma agenda de reformas macroeconômicas para o crescimento sustentado da economia brasileira com estabilidade de preços e equidade social. Essas reformas macroeconômicas envolvem a flexibilização do regime de metas de inflação, a mudança do regime de política fiscal em direção a um sistema baseado na obtenção de metas de superávit em conta-corrente do governo, a adoção de uma política de administração da taxa de câmbio por intermédio da constituição de um fundo de estabilização cambial, financiado pelo Tesouro Nacional, e

uma reforma geral do sistema financeiro o que envolve uma mudança nas regras de remuneração dos depósitos de poupança, das políticas de administração dos fundos de investimento e dos fundos de pensão. Para facilitar a tarefa de administração da taxa de câmbio, devem ser introduzidos controles abrangentes a entrada de capitais no Brasil. Tais políticas, voltadas para criação de um ambiente que favoreça um crescimento sustentado da economia brasileira deve ser acompanhada de políticas sociais – abrangentes e focalizadas – que estimulem a maior inclusão social do desenvolvimento.

Referências Bibliográficas

- Arida, P. (2003a). “Ainda a Conversibilidade”. Revista de Economia Política, Vol. 23, N. 1, p. 135-142.
- Arida, P. (2003b). “Por uma moeda plenamente conversível”. Revista de Economia Política, Vol. 23, N. 3, pp. 151-154
- Arestis, P., Paula, L.F. e Ferrari-Filho, F. (2009). “A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil”. Economia e Sociedade, v.18, n.1, p.1-30
- Barbosa, F. H. (2006) “The contagion effect of public debt on monetary policy: the Brazilian experience”. Brazilian Journal of Political Economy, v. 26, n.2, p. 231-238.
- Barbosa-Filho, N.H. (2008). “Inflation targeting in Brazil”. International Review of Applied Economics, v.22, n.2, p. 187-200.
- Blanchard, O. (1997). Macroeconomics. Prentice Hall, New Jersey.
- IEDI. (2009). “A balança comercial tecnológica da indústria de transformação: o déficit de competitividade anterior à crise”. Disponível em <http://www.iedi.org.br/cgi/cgilua.exe/sys/start.htm?sid=73&infoid=4464&UserActiveTemplate=iedi>
- Loyola, G. (2009). “IOF se funcionar é porque deu errado”. Valor Econômico, 09 de Novembro
- McCombie, J.S.L; De Ridder, J.R. (1984). “The Verdoorn Law Controversy: some empirical evidence using U.S. State data”. Oxford Economic Papers, Vol. 36, N.2.
- McCombie, J.S.L; Roberts, M. (2002). “The role of the balance of payments in economic growth” In: Setterfield, M. (ed.). The Economics of Demand-Led Growth. Edward Elgar: Aldershot.

- Modenesi, A.M. (2008). “Convenção e inércia na taxa Selic: uma estimativa da função de reação do BCB (2000-2007)”. Anais do I Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira, IE/UNICAMP, Campinas.
- Oreiro, J.L; Paula, L.F; Squeff, G. (2009). “Flexibilização do regime de metas de inflação em países emergentes: uma abordagem pós-keynesiana” In: Oreiro, J.L., Paula, L.F. e Sobreira, R. (org.). Política Monetária, Bancos Centrais e Metas de Inflação: teoria e experiência brasileira. FGV Editora: Rio de Janeiro.
- Oreiro, J.L. (2009). “Apreciação cambial, crescimento de longo-prazo, controles de capitais e doença holandesa: análise e propostas para o caso brasileiro”. Revista de Conjuntura, Ano IX, n. 38.
- Oreiro, J.L; Paula, L.F; Sobreira, R.S (2009). Política Monetária, Bancos Centrais e Metas de Inflação: teoria e experiência brasileira. FGV Editora: Rio de Janeiro.
- Oreiro, J.L; Paula, L.F. (2009). “Novo-Desenvolvimentismo e a Agenda de Reformas Macroeconômicas para o Crescimento Sustentado com Estabilidade de Preços e Equidade Social”. Associação Keynesiana Brasileira, Disponível em <http://www.ppge.ufrgs.br/akb/clipping.asp>
- Oreiro, J.L; Punzo, L; Araújo, E; Squeff, G. (2009). “Macroeconomic constraints to growth of Brazilian economy: diagnosis and some policy proposals”. Texto para Discussão, Universidade de Brasília.
- Oreiro, J.L; Feijó, C.A. (2010). “Desindustrialização: conceituação, causas, efeitos e o caso brasileiro”. Revista de Economia Política, Vol. 30, N.2.
- Padilha, R. (2007). Metas de inflação: experiência e questões para os países em desenvolvimento. Dissertação de mestrado. Curitiba, UFPR
- Paula, L.F., Pires, M.C.C. e Meyer, T.R. (2008). “Regime cambial, taxa de câmbio e estabilidade macroeconômica no Brasil”. 5º Fórum de Economia da EE-SP/FGV, 15-16 de setembro de 2008.
- Rodrigues, L.; Cardoso, A. (2008). “Pobreza, desigualdade de renda, mobilidade social no Brasil e seus determinantes: 1981 a 2007”. mimeo.
- Sicsú, J; Ferrari, F. (2006). Câmbio e Controles de Capitais: avaliando a eficiência de modelos econômicos. Campus: Rio de Janeiro.

- Silva, A.M. e Pires, M.C. (2006). “Dívida pública, poupança em conta corrente do governo e superávit primário”. Texto para Discussão IPEA n. 1196, junho.
- Thirwall, A.P. (2002). *The Nature of Economic Growth*. Edward Elgar: Aldershot.
- Tobin, J. (1998). *Money, Credit and Capital*. McGraw Hill: Nova Iorque.
- Tregenna, F. (2009). “Characterizing deindustrialization: an analysis of changes in manufacturing employment and output internationally”. *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 33