

Por uma nova convenção de política macroeconômica para o desenvolvimento com estabilidade

André Nassif (andrenassif27@gmail.com)

Universidade Federal Fluminense (UFF) e

Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES)

Carmem Feijó (cfeijo@terra.com.br)

Universidade Federal Fluminense (UFF)

11º Fórum de Economia da Fundação Getúlio Vargas (FGV-SP), tema “O ajustamento que se faz necessário”, realizado em São Paulo, nos dias 15 e 16 de setembro de 2014. As idéias e propostas contidas nesta apresentação não refletem a posição do governo brasileiro nem do BNDES.

SUMÁRIO DA APRESENTAÇÃO

- Introdução
- O tripé da política macroeconômica (câmbio flutuante, metas de inflação e superávit primário): uma interpretação teórica sugestiva
- O tripé da política macroeconômica no Brasil (1999-2014): adoção, evolução e dificuldades
- Uma proposta de política macroeconômica para o próximo governo (2015-2018)
- Conclusão

A propósito do título

- Contém a palavra “desenvolvimento”, mas não se trata de um trabalho sobre o tema (desenvolvimento envolve forças ligadas ao longo e ao curto prazo; e nosso tema é analisar políticas macroeconômicas, que envolvem instrumentos de política (monetária, fiscal e cambial) para lidar com as flutuações cíclicas e a estabilidade de preços no curto prazo.

- Mas os problemas de curto prazo influenciam em grande medida os de longo prazo (“longo prazo muitas vezes resulta das influências de políticas de curto prazo”)

- Como sustenta Keynes (1936, cap.12):

*...it would be foolish, in forming our expectations, to attach great weight to matters which are very uncertain.... For this reason **the facts of the existing situation enter, in a sense disproportionately, into the formation of our long-term expectations; our usual practice being to take the existing situation and to project it into the future, modified only to the extent that we have more or less definite reasons for*** ₃
expecting a change.



□ Contém a palavra “convenção”.

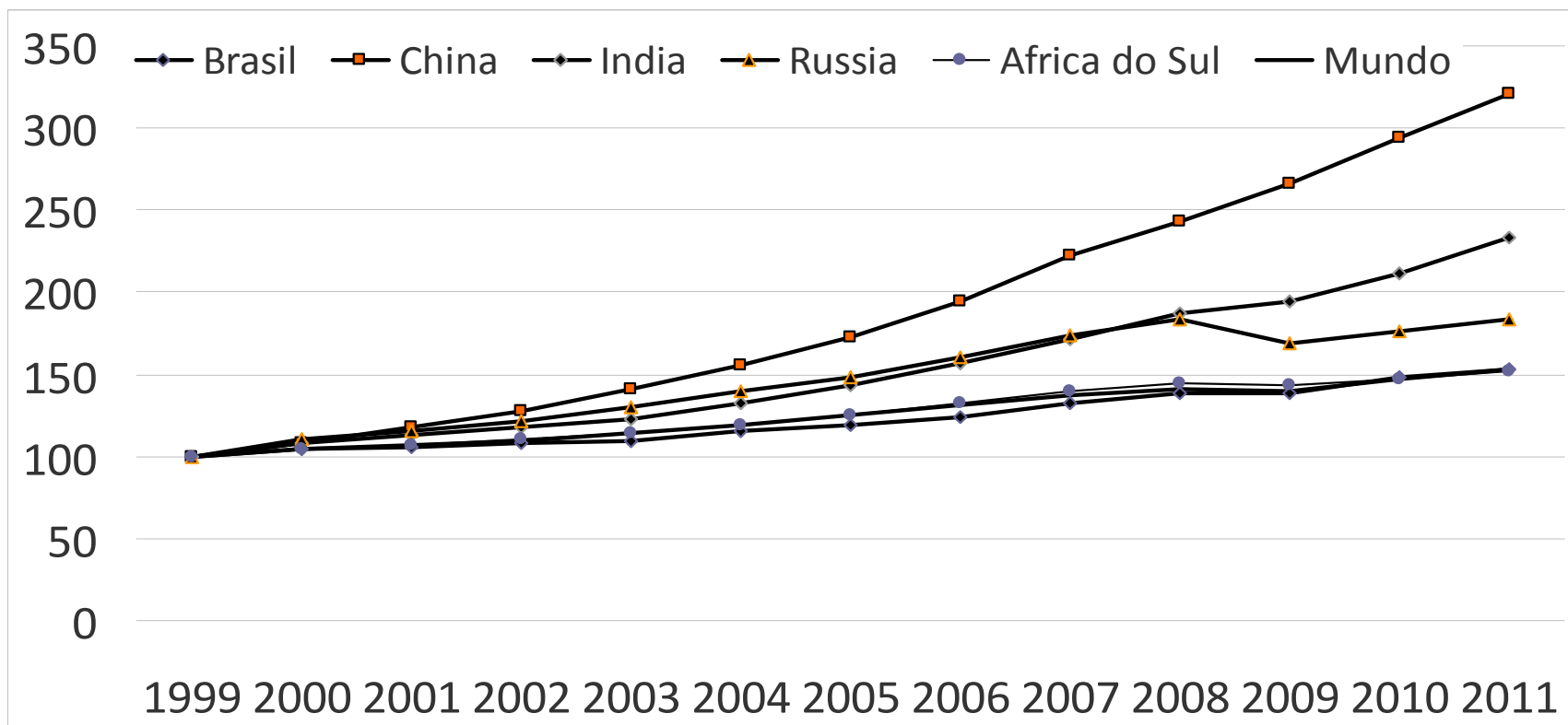
□ Recorremos novamente a Keynes (1936, cap. 12).

...lies in assuming that the existing state of affairs will continue indefinitely, except in so far as we have specific reasons to expect a change. This does not mean that we really believe that the existing state of affairs will continue indefinitely.

Ou seja, qualquer que seja a consistência das propostas de política aqui sugeridas, elas precisarão mudar a convenção (de baixa confiança no presente e elevada incerteza futura); isto é, precisam resgatar a confiança e reduzir incerteza; do contrário, não serão bem-sucedidas

Nosso objetivo é propor medidas de política econômica que possibilitem que a economia transite de uma convenção baseada apenas na estabilidade (que foi reforçada pelo chamado tripé da política macroeconômica) para uma baseada no desenvolvimento com estabilidade, assegurando o processo de *catching up*.

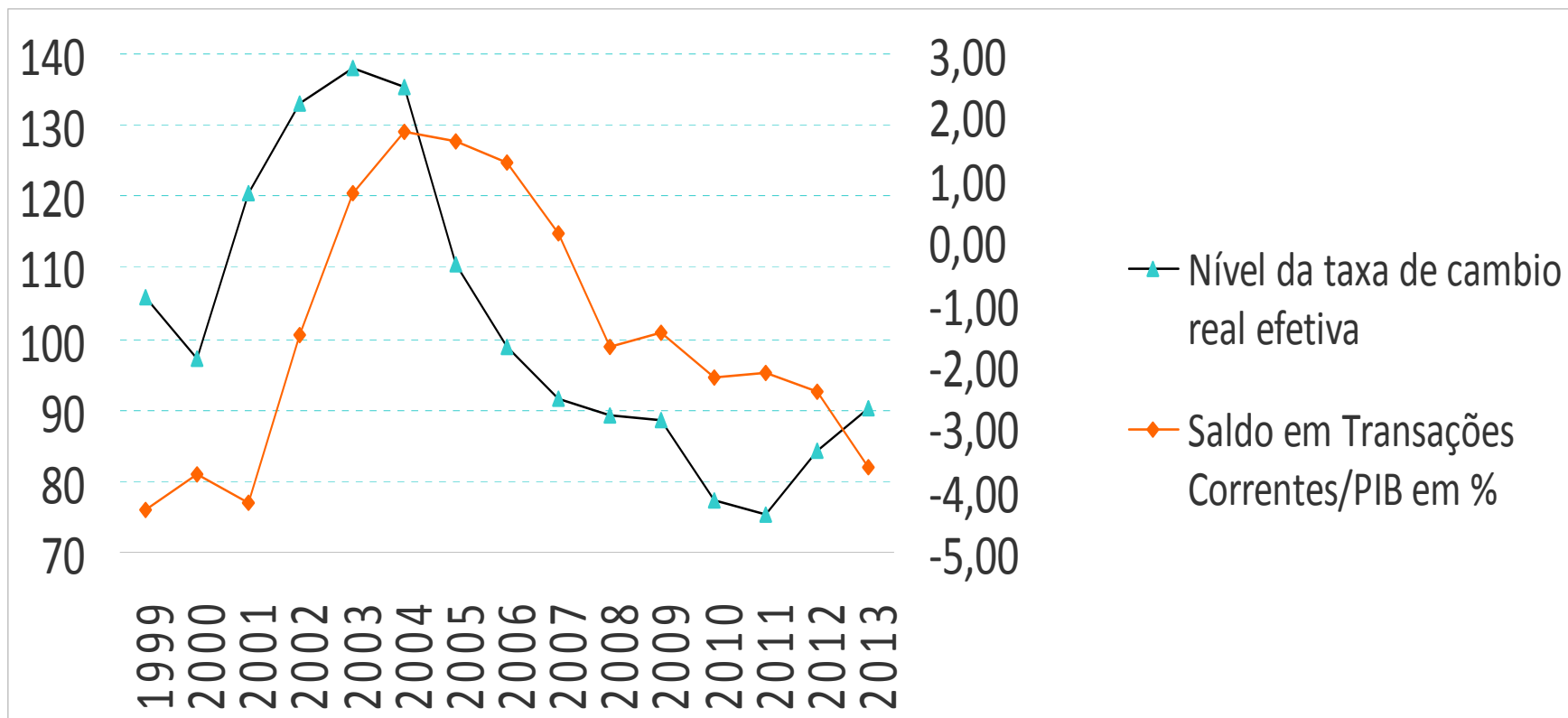
Uma prévia do Brasil após 15 anos de tripé: 1. Crescimento econômico



Nota: Dados calculados originalmente em US\$ em paridade do poder de compra (PPP) de 2005.
Fonte: Ipeadata, com base em World Development Indicators, do Banco Mundial

Brasil: baixas taxas de crescimento frente aos BRICSs – 1999-2011
Brasil: 3,6% a.a.; China: 10,2%; Índia: 7,2%; Rússia: 5,2%; África do Sul: 3,5%; Mundo: 3,6%

2. Taxas de câmbio reais e saldos em CC



Fonte: Banco Central do Brasil

Elevada correlação entre a taxa de câmbio real e os saldos em conta-corrente

3. Metas de inflação

	Meta fixada	Meta ajustada	Intervalo de tolerância	IPCA	Meta cumprida?	Centro da meta cumprido?
1999	8,00		2,0	8,94	SIM	NÃO
2000	6,00		2,0	5,97	SIM	→ SIM
2001	4,00		2,0	7,67	NÃO	NÃO
2002	3,50		2,0	12,53	NÃO	NÃO
2003	3,25	4,00	2,5	9,3	NÃO	NÃO
2004	3,75	5,50	2,5	7,6	SIM	NÃO
2005	4,50		2,5	5,69	SIM	NÃO
2006	4,50		2,0	3,14	SIM	→ SIM
2007	4,50		2,0	4,46	SIM	→ SIM
2008	4,50		2,0	5,9	SIM	NÃO
2009	4,50		2,0	4,31	SIM	→ SIM
2010	4,50		2,0	5,91	SIM	NÃO
2011	4,50		2,0	6,5	SIM	NÃO
2012	4,50		2,0	5,84	SIM	NÃO
2013	4,50		2,0	5,91	SIM	NÃO

Fonte: Banco Central do Brasil: Histórico para metas de inflação no Brasil

O tripé da política macroeconômica: uma interpretação teórica sugestiva

- ❑ Amparado no antigo consenso macroeconômico antes da Crise Global de 2009 (Blanchard, 2010; 2013)
- ❑ Para cada objetivo, um único instrumento
- ❑ No plano acadêmico dos principais centros, objetivo da política monetária seria apenas manter a inflação baixa e sob controle estrito (credibilidade com regras *à la* Kydland e Prescott, 1977) ; política fiscal (papel secundário). Crescimento seria resultado da estabilidade (“divina coincidência”)

E o Brasil, pós 1999, com o tripé?

Idem. Para cada objetivo, um único instrumento:

- Política monetária ----- estabilidade de preços (regras inflexíveis/modelo de credibilidade)
(taxa de juros básica de curto prazo (SELIC))
- Política cambial ----- ajuste do BP
(câmbio flutuante)
- Política fiscal ----- imprimir uma trajetória decrescente da dívida do setor público/PIB e estável no longo prazo
(superávits primários)

“Trindade impossível”?

Mishikin e Savastano (2001): regime de metas de inflação só seria compatível com regime de câmbio flutuante puro

Devido ao “trilema” da política macroeconômica

Com ampla abertura ao movimento de capitais, não seria possível assegurar independência da política monetária e da política cambial se Banco Central faz intervenções no câmbio

Problema: política monetária se transmite para a taxa de câmbio

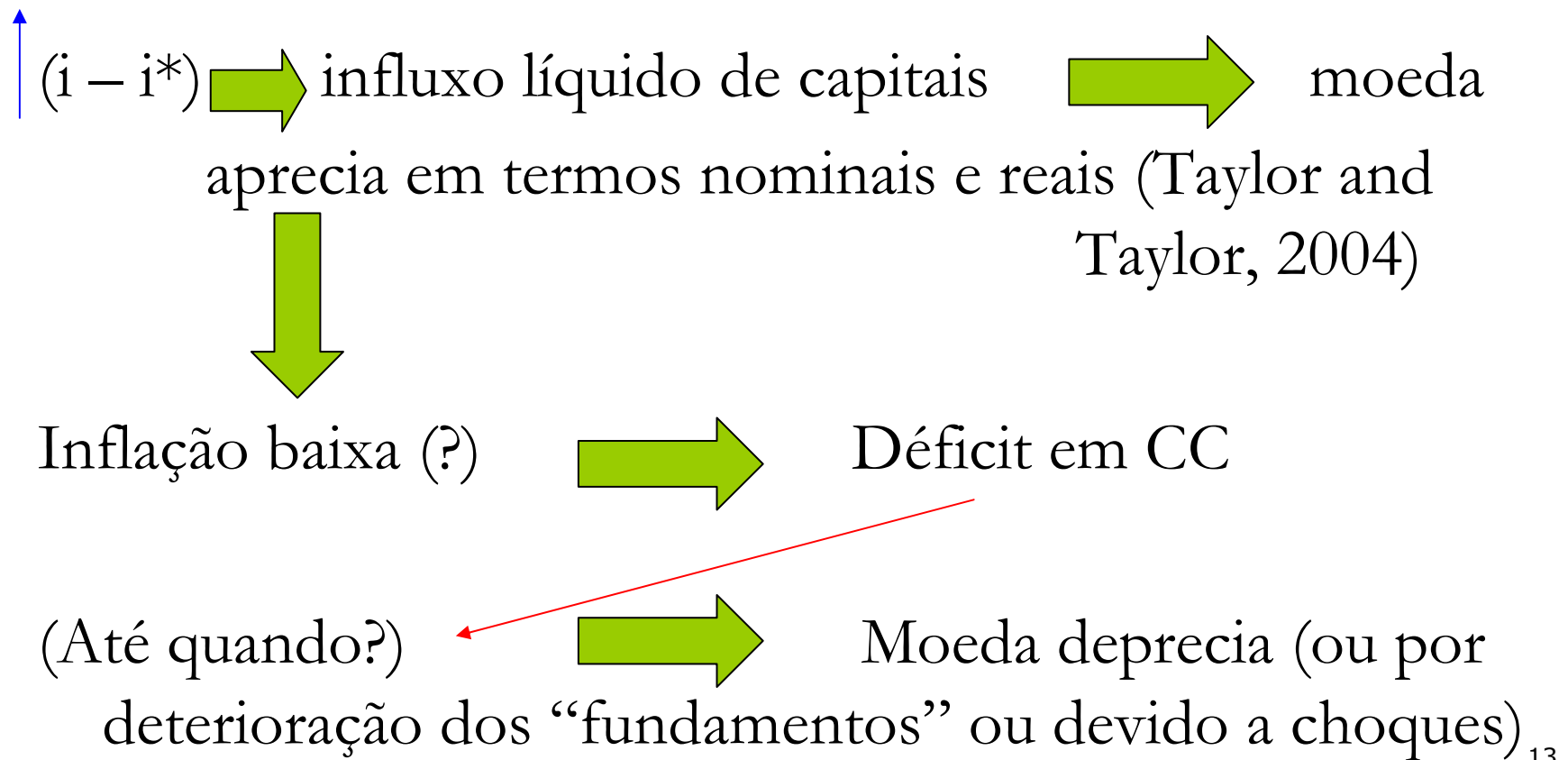
Um fato estilizado

- Supor período de “bonança internacional” (elevada liquidez e crescimento mundial) e indicadores domésticos relativamente sólidos – digamos

2004-2007

$$(i - i^*) = e^e + RP$$

□ Supor aumento das expectativas inflação



Qual a reação do Bacen?

- Dilema de política econômica:

Quando tx de câmbio está em trajetória de apreciação, ele deixa apreciar (ajuda a deter inflação); quando deprecia demais (intervém, para evitar minorar *pass-through*) – Resultado: alta volatilidade da taxa de câmbio e da tx de juros

“*Fear of floating*” (Calvo e Reinhart, 2002) ou “*fear of inflating*” (Silva e Vernengo, 2009)

E até mesmo “*fear of appreciating*” (piso para a tx de câmbio)

Dominância do balanço de pagamentos (Ocampo, 2013)

- ❑ Mais que “dominância fiscal”, países da América Latina (Brasil inclusive) sofrem a dominância do BP
- ❑ Em fases de *boom*, elevada liquidez internacional detém inflação via apreciação - juros tendem a reduzir
- ❑ Em fases de contração (fugas de capitais, depreciação) – juros tendem a aumentar
- ❑ Políticas monetárias e fiscais pró-cíclicas

Debate recente: regimes de metas de inflação com regras flexíveis

Concepção e implementação do regime de metas de inflação

País	Medida de inflação	Base de cálculo	Horizonte temporal de comprometimento	Horizonte temporal de previsão
Austrália	Inflação cheia (IPC)	Ano-calendário/ano-anterior ²	Médio prazo	4 a 6 trimestres
Brasil	Inflação cheia (IPC)	Ano-calendário/ano-anterior	1 ano	6 a 8 trimestres
Canadá	Inflação cheia	Ano-calendário/ano-anterior	5 anos	6 a 8 trimestres
Chile	Tanto inflação cheia como núcleo de inflação (IPC) ¹	Ano-calendário/ano-anterior ²	Médio-prazo	8 trimestres
Israel	Inflação cheia (IPC)	Ano-calendário/ano-anterior	Não-especificado	2 anos
Coréia do Sul	Inflação cheia (IPC)	Ano-calendário/ano-anterior ²	3 anos	Não-especificado
México	Inflação cheia (IPC)	Ano-calendário/ano-anterior ²	não-especificado	³
Nova Zelândia	Inflação cheia (IPC)	Ano-calendário/ano-anterior ²	Médio prazo	Não-especificado
Noruega	Núcleo de inflação (IPC)	Ano-calendário/ano-anterior ²	Não-especificado	14 trimestres
Tailândia	Núcleo de inflação	Média trimestral	Não-especificado	8 trimestres

Notas: ¹ O Banco Central do Chile foca o núcleo de inflação (*core inflation*) para os 12 meses seguintes, e a inflação cheia do IPC para horizontes mais longos.

² Métodos de cálculo não explicitamente definidos, embora baseados em metodologias internacionalmente aceitas.

³ O Banco do México publica previsões qualitativas no fim de cada ano-calendário.

Fonte: Heenan *et. al.* (2006:19)

O tripé da política macroeconômica no Brasil (1999-2014)

□ Duas fases:

1^a) Fase de ajuste: 2º mandato FHC e 1º mandato de Lula da Silva

2^a) Fase de consolidação: 2º mandato de Lula da Silva e governo Dilma Rousseff

Indicadores macroeconômicos básicos

	Ajuste		Consolidação (com nova "matriz macroeconômica")		
	1999-2002	2003-2006	2007-2010	2011-2013	2014
Dívida bruta do setor público/PIB (em %)	72,3	68,6	64,6 (57,4)	56,6 (57,2)	58,5 ¹
Dívida líquida do setor público/PIB (em %)	54	48,9	41,3	35,8	34,9 ¹
Saldo fiscal nominal/PIB (em %)	nd	-4,0	-2,7	-2,4	-3,6
Saldo fiscal primário/PIB (em %)	nd	3,5	3,0	2,4	1,4
Dívida externa de curto prazo/dívida externa total (em %)	18,3	11,6	23,7	13,0	nd
Dívida externa bruta/PIB (em %)	39,09	26,1	12,6	13,2	nd
Dívida externa do setor público/dívida externa total (em %)	50,5	59,9	43,9	36,4	nd
Dívida externa bruta/exportações (em %)	4,1	1,9	1,2	1,3	nd
Reservas internacionais -conceito liquidez/dívida externa total (em	16,1	32,7	107,7	120,3	nd
Formação bruta de capital fixo/PIB (em %)	16,5	16,0	18,5	18,6	
Poupança bruta/PIB (em %)	14,5	17,3	17,9	nd	nd
Investimento do governo federal/PIB (em %)	nd	0,5	1	1,3	nd

Notas: A dívida bruta do setor público está expressa pela metodologia do FMI. Valores entre parênteses expressos pela nova metodologia adotada pelo Banco Central do Brasil, a partir de 2008

¹ As dívidas bruta e líquida se referem a junho de 2014, sendo a primeira referente à nova metodologia de cálculo pelo Banco Central

Fontes: Para as contas do setor público e contas externas, Banco Central do Brasil

Para a formação bruta de capital fixo e poupança, IBGE e Secretaria do Tesouro Nacional

-
- Governo Lula da Silva (1º mandato): já assumiu governo com CC ajustada de “mão beijada” (ajuste cambial pós 1999)

Políticas monetárias e fiscais contracionistas (superávits primários elevados) para deter inflação e dívida/PIB elevada, respectivamente

- Governo Lula da Silva (2º mandato): txs de juros continuaram elevadas, mas maior crescimento (PAC induziu “animal spirits”)

Mas, como “surfou” na onda da boa maré internacional (elevado comércio mundial, termos de troca favoráveis e alta liquidez internacional), não mudou a “governança” do tripé

- Mas indicadores domésticos e externos melhoraram sensivelmente ₁₉

E Dilma Rousseff? Por que não manteve crescimento pós-2010?

- 1) Argumento oficial: ambiente de incerteza internacional contaminou o Brasil e (ainda) o impede de crescer; o argumento não convence, porque a maioria dos países em desenvolvimento crescem a quase 5% a.a. desde 2012 (IMF, 2014)
- 2) Gestão Tombini no Bacen: txs de juros reduziram, mas não de forma estrutural (permanente)
- 3) Taxas de juros caíram entre Set/2011 e abril/2013 de 12%a.a. para 7,25% a.a. (em termos reais *ex-post*, para 1,3% a.a.)
- 4) “Nova matriz macroeconômica” (Márcio Holland, em célebre entrevista ao Valor, de 17/1/2013): “juros baixo, câmbio competitivo e consolidação fiscal seriam a combinação da “nova matriz macroeconômica”

“Nova matriz”: emaranhado de contradições

- É verdade que não houve deterioração fiscal no Governo Dilma Rousseff (dívida bruta do setor público/PIB aumentou muito pouco e dívida líquida do setor público/PIB reduziu) – mas despesas nominais correntes cresceram mais do que tx de crescimento do PIB nominal (em txs anuais, entre 2011 e 2013).
- Porém, inflação retornou (diferentes causas: entressafra/depreciação cambial que se seguiu à especulação no ano passado de que haveria mudanças na política monetária americana, etc).

Pista para desequilíbrios no Governo Dilma Rousseff: Txs de crescimento do PIB a preços constantes de 1995 cfe série encadeada do IBGE

	PIB	Consumo das Famílias	Consumo do Governo	Formação Bruta de Capital Fixo	Exportações Líquidas *
1999-02	2,1	1,7	2,2	-2,1	13,2
2003-06	3,5	3,2	2,5	4,3	0,6
2007-10	4,6	5,8	3,9	10,0	-12,8
2011-13	2,0	3,2	2,4	2,2	-3,5
1999-13	3,1	3,5	2,8	3,6	-0,3

Nota: * Diferença entre taxas de crescimento média de exportações e importações

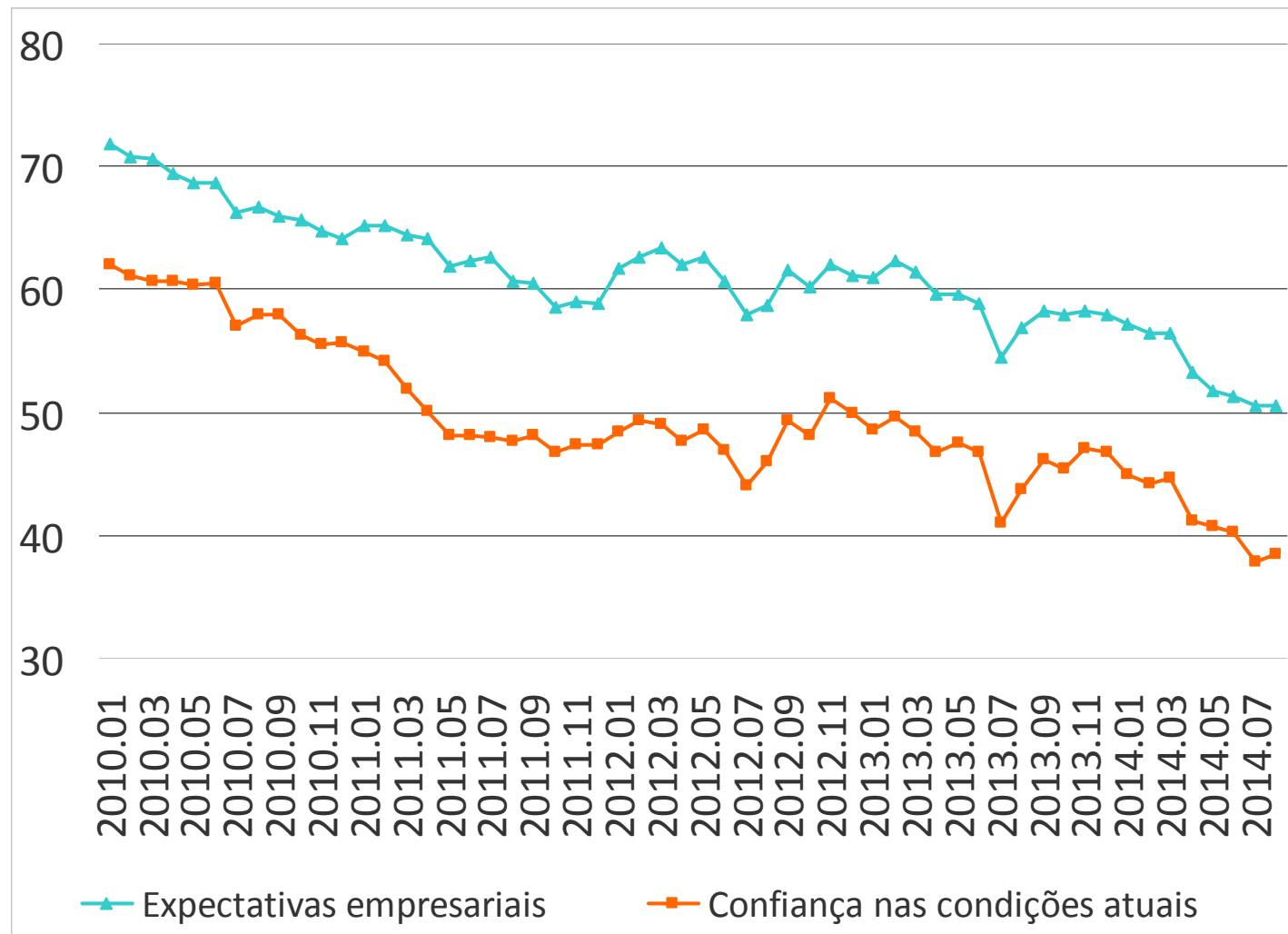
Fonte: IBGE, Contas Trimestrais, Série encadeada a preços constantes de 1995.

Taxa de crescimento do investimento bruto foi medíocre e abaixo das txs de crescimento do consumo das famílias e do governo. Erro foi insistir em medidas de estímulo ao consumo, quando o mais apropriado teria sido reativar investimentos públicos – para estimular investimentos privados

Contradições da “nova matriz macroeconômica”

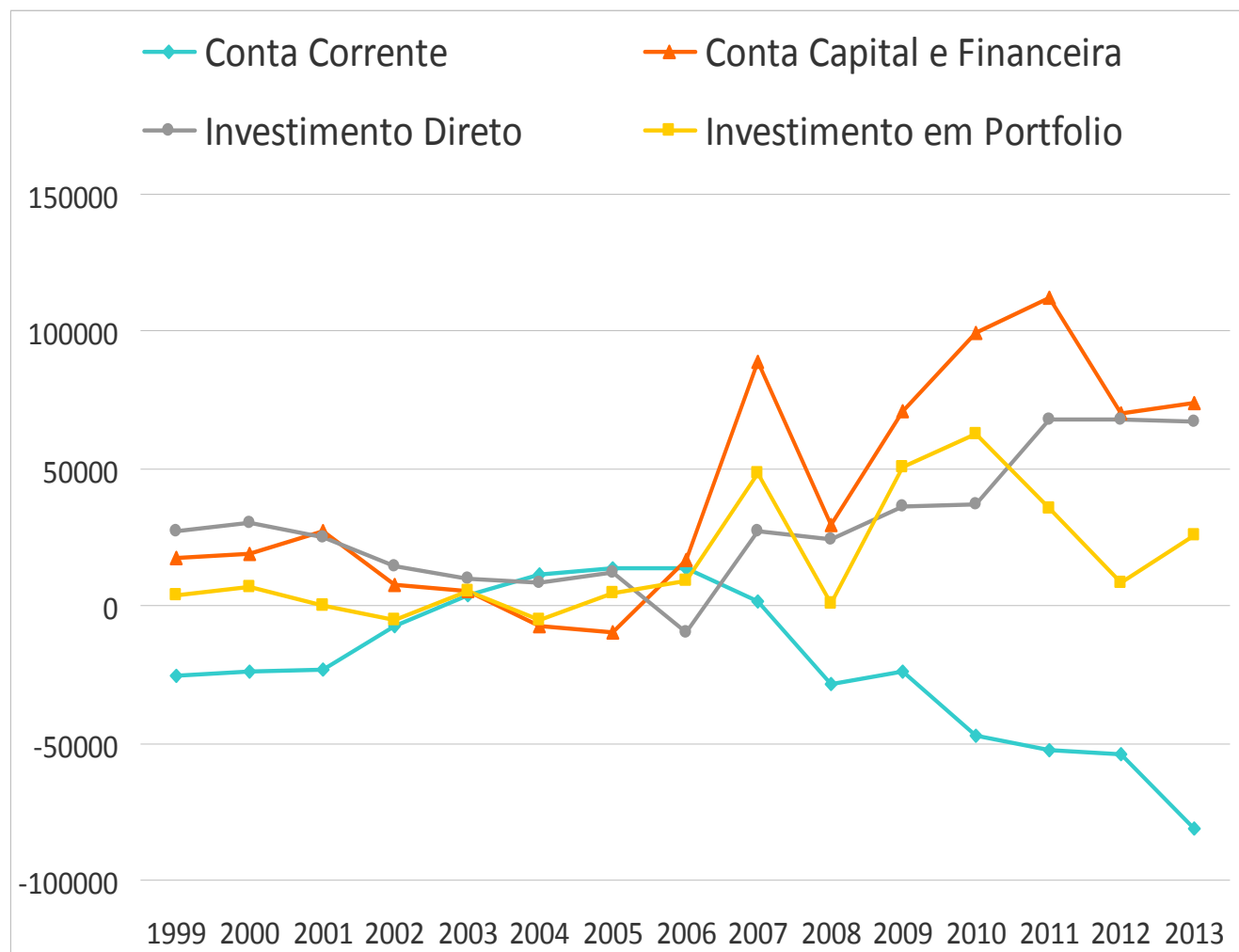
- ❑ Com retorno da inflação, Bacen retorna com novo ciclo de alta dos juros entre fins de maio de 2013 para julho de 2014 (de 8% a.a. para 11% a.a.)
- ❑ Ministério da Fazenda segue insistindo em políticas de indução ao consumo, quando a política mais adequada para economias com baixa confiança e elevada incerteza é incentivo ao investimento público (tx de investimento do Gov. Central é de apenas 1,3 ptos percentuais do total do tb baixo investimento bruto total de 18,6% do PIB entre 2011 e 2013 – média do período)

Consequencias: Baixíssimo nível de confiança e elevada incerteza



Fonte: Sondagem Conjuntural da CNI

Problemas



Elevado déficit em CC (3,6% do PIB em 2013; e projeções de 3,9% do PIB em 2014

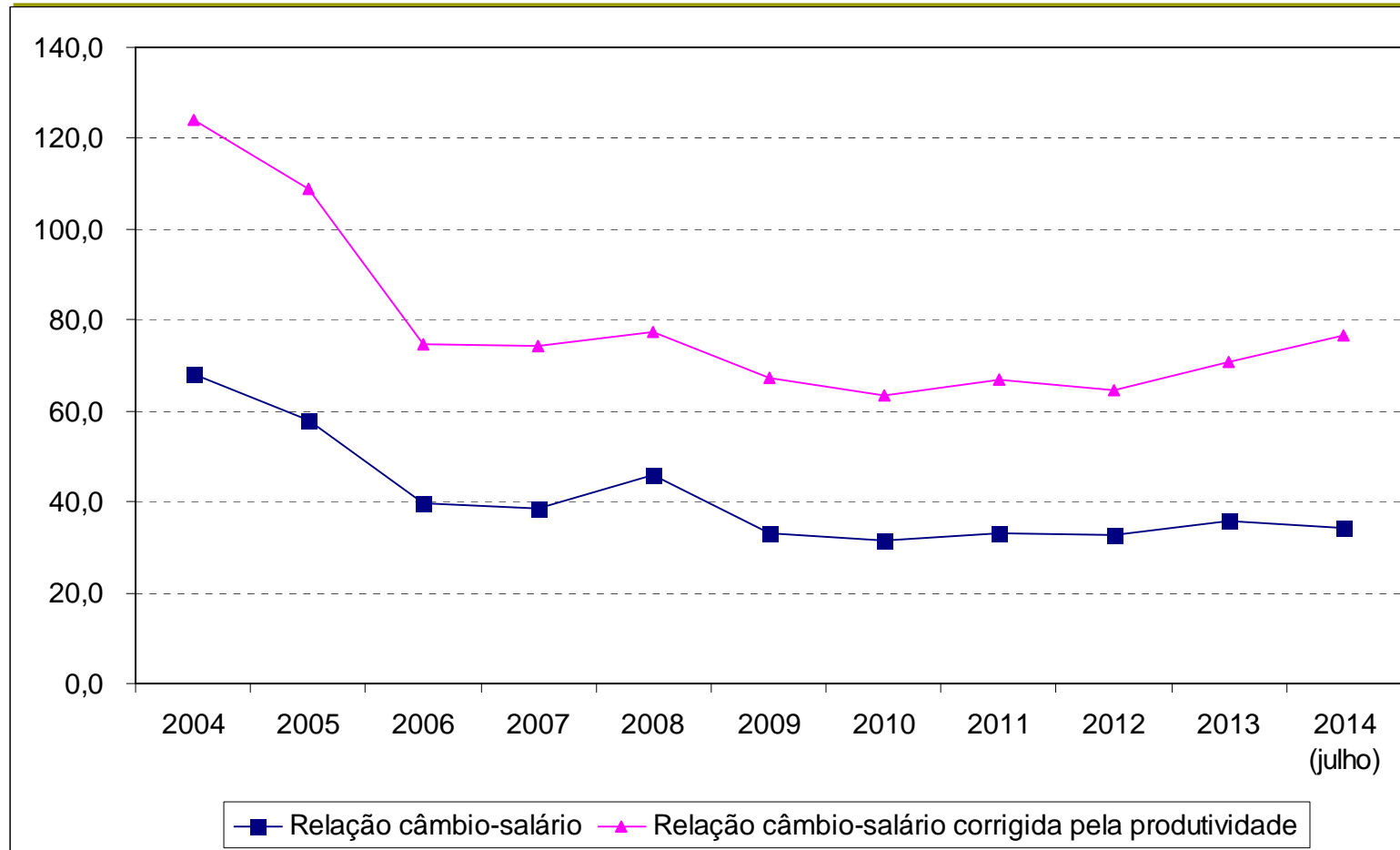
Exceto 2012, desde 2009, déficits em CC cobertos por capitais de portfólio

Uma proposta de política macroeconômica para o próximo governo (2015-2018)

Respondendo à questão do Fórum: qual a variável de ajuste? Qual a sequencia?

- 1) Não começar pelo câmbio: impactos inflacionários e recessivos (Krugman e Taylor)
- 2) Mas reconhecemos que a tx de câmbio está sobrevalorizada em relação à tx de câmbio real de referência de longo prazo (em nossas estimações, R\$2,90/US\$); Nassif, Feijó e Araújo (2011; 2015). Como ajustar o câmbio será visto adiante

Uma questão: câmbio depreciou 29% entre 2013 e 2014/ por que não impactou positivamente s/ balança comercial?



Baixíssima relação câmbio-salário no Brasil

Solução: via câmbio (agora, não); ou aumento da produtividade (mas²⁷ requer tempo)

Variáveis de ajuste: tx de juros e superávit primário

3) Política monetária: aumentar o horizonte temporal de comprometimento para 2 anos-calendário, como já fazem outros países que adotam regime de metas de inflação (com reajuste de preços administrados de forma gradual em 2015, não convém mudar meta/a não ser que haja "tarifaço")- Bacen deveria anunciar de forma transparente a mudança do horizonte temporal para 2 anos (para alcançar a meta).

Para quê? Aumentar "*policy space*" para Bacen reduzir juros (1 instrumento/mais de 1 objetivo: inflação, produto real e tx de câmbio) – esta tem sido a sugestão de grande parte dos economistas na última Conferência de Jackson Hole (ver The New York Times, August 24, 2014).

- 4) À medida que reduz diferencial de juros, espera-se que tx de câmbio convirja para a tx de câmbio real de referência de longo prazo (reduz-se atratividade das operações de *carry-trade*, que buscam lucro por arbitragem nos elevados diferenciais de juros).
- 5) Mas nada garante isso: Bacen pode continuar comprando reservas (administra *pari passu* custo de oportunidade de manter essa política) e (com fez a Índia nos 2000s) governo pode incentivar internacionalização de empresas brasileiras no exterior (política cambial e industrial, ao mesmo tempo)

Condição *ceteris paribus*: política monetária americana vai transitar para a normalidade de forma suave/ausência de choques internacionais; qualquer choque adverso de elevada magnitude ajustaria tx de câmbio na “marra”.

Com câmbio ajustado:

Bacen deve fazer *mix* de políticas (ele conhece a tx de referência de longo prazo, mas, na prática, não divulga ao mercado; interfere no câmbio para evitar volatilidade (leia-se: nova "tendência cíclica à apreciação")):

□ Com:

- intervenções nos mercados de câmbio
- medidas macroprudenciais
- controles de capitais *ad hoc* (Blanchard, 2010; 2013) e Ostry et.al., 2012

Política fiscal:

Para começo de conversa, política fiscal precisa resgatar seu papel — contracíclico (superávits maiores nas etapas de expansão e menores — até déficits, se necessário — nas fortes desacelerações e recessões)

Reconhecemos que o Brasil não está na iminência de uma crise fiscal (embora os gastos correntes tenham crescido entre 2011 e 2013 a 11,6% a.a. em termos nominais, bem acima da tx de crescimento do PIB nominal de 8,7% a.a.).

Mas mercado já incorporou “psicologicamente” que Brasil tem condições fiscais ruins. Logo, nos dois primeiros anos de governo, há de praticar superávit elevado (de 2% do PIB, para uma estimativa de crescimento de 1,1% em 2015)- para Barros (2013), uma meta de superávit de “1,8% seria necessário para estabilizar a trajetória da DLSP”. Isso ajudaria a resgatar credibilidade das política monetária e fiscal

Proposta de 2 orçamentos fiscais

Até onde sabemos, proposta de Keynes de separar o orçamento fiscal em 2 tipos de orçamento nunca foi implementada. Por que não adotá-la no Brasil?

Isso asseguraria o compromisso com o equilíbrio fiscal e ampliaria o espaço para aumentar os investimentos públicos

Orçamento corrente: diferenças entre receitas e despesas correntes (custeio da máquina pública) – superávits primários deveriam se concentrar neste tipo de orçamento

Orçamento de capital: diferença entre receitas e despesas de capital em sentido amplo (infraestrutura, habitação, obras públicas de maneira geral, saúde, educação e segurança)

Política salarial

Salário mínimo real e taxa de média de crescimento anual: 1999-2013 (em %)

	Salário mínimo real em R\$ (média do período)	Salário mínimo real em R\$ (em dezembro do último ano do período)	Taxa de média de crescimento anual (em %)
1999-2002	384,82	388,15	4,0
2003-2006	457,95	536,85	6,2
2007-2010	598,88	630,29	5,5
2011-2013	691,29	704,59	3,6

Nota: Salário mínimo deflacionado pelo INPC

Fonte: IPEADATA

Como já dito, embora os salários venham crescendo acima da produtividade no setor privado, não se recomenda intervenção do governo – esforços devem ser no sentido de aumentar a produtividade, que depende do crescimento do investimento físico e das inovações.

Salário mínimo: deve-se garantir ganhos reais mínimos, haja vista seu impacto positivo na distribuição de renda

Conclusão

- ❑ Tripé da política macroeconômica foi funcional para os objetivos imediatos para os quais foi desenhado em 1999: assegurar a estabilidade e definir trajetória cadente da dívida pública/PIB
- ❑ Mas, da forma como vem sendo administrado, não permite que o Brasil escape da armadilha do baixo crescimento/taxas de juros elevadas/câmbio apreciado
- ❑ Embora se recomende manter o tripé, a sugestão é que se mude substancialmente sua “governança”, para assegurar desenvolvimento, *catching-up* e estabilidade.