

**Uma Proposta de Mudança no**  
**Modelo Macroeconômico Brasileiro**  
**Para os Pré-Candidatos à Presidência da República**

José Luis Oreiro

*José Luis Oreiro - Economia, Opinião e Atualidades, 4.4.09*

As eleições de 2010 no Brasil serão marcadas por transformações importantes no plano ideológico e político. No que se refere ao primeiro, a crise financeira internacional iniciada em 2007, e substancialmente agravada em 2008, pôs término ao ciclo de dominação da ideologia neoliberal iniciada no final dos anos 1970 com os governos de Margareth Thatcher, no Reino Unido, e Ronald Reagan, nos Estados Unidos. Atualmente, as idéias liberais estão em total descrédito no mundo. A agenda de política econômica nos países desenvolvidos voltou a ser dominada pelas idéias keynesianas. No plano político, os dois pré-candidatos à Presidência da República, a ministra Dilma Rouseff e o Governador José Serra, possuem visões muito similares sobre os requisitos necessários ao crescimento sustentado da economia brasileira no longo-prazo. Com efeito, ambos podem ser classificados como “desenvolvimentistas”. As diferenças entre Dilma e Serra se dão mais a nível de nuances sobre a gestão do Estado: ao passo que a ministra Dilma parece ser mais favorável a um Estado mais “inchado” do ponto de vista do funcionalismo público; o governador Serra parece defender um Estado mais “eficiente”, o que não significa necessariamente uma menor participação dos gastos públicos como proporção do PIB. Em resumo, nas eleições de 2010, pela primeira vez em 15 anos, os neoliberais não possuem nenhum candidato com chances reais a ocupar o cargo de Presidente da República.

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 Brasil, fruto das transformações mencionadas a cima, é constituído de três pilares básicos: 1. 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; 2. regime cambial de flutuação suja (dirty floating) na 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 e 3. 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). 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 infra-estrutura.

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 não era 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 extremamente 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 é predominantemente rígido: utiliza-se o 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 uma regra de Taylor. 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 (em função da maior ocorrência de fugas de capitais das primeiras do que das últimas); 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 inflação, 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. 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 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 presente. A indexação dos contratos dos preços administrados também contribui para a manutenção da taxa real de juros em patamares elevados. Com efeito, 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 tem como indexador o IGP-M, 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 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.

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 intervém esporadicamente para evitar grandes flutuações da taxa de câmbio causadas por movimentos especulativos. 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 assim 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, abertura essa iniciada no final da década de 1980 com a criação das CC-5.

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 pequena entrada de capitais externos na economia brasileira, a taxa real efetiva de câmbio apresentou uma nítida tendência à depreciação, o que contribuiu de maneira significativa para a melhoria dos indicadores de fragilidade externa da economia brasileira. 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. 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 (petróleo, minério de ferro, soja e etc), 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. Como esses últimos setores tendem a apresentar retornos decrescentes de escala, ao passo que o setor de bens comercializáveis apresenta retornos crescentes, segue-se que essa mudança na estrutura produtiva deverá resultar numa taxa de crescimento do produto real mais baixa no longo-prazo.

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 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 infra-estrutura. 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 infra-estrutura 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. Sendo assim, uma redução da meta de superávit primário com vistas a um aumento do investimento público em infra-estrutura 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.

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

No que se refere a flexibilização do regime de metas de inflação, 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).

Adicionalmente a flexibilização do regime de metas de inflação, deve-se eliminar os títulos públicos pós-fixados por intermédio de uma operação compulsória 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.

Por fim, os contratos dos preços administrados devem ser revistos de tal maneira a substituir o IGP-M pelo IPCA como indexador dos mesmos.

Voltando nossa atenção agora para o novo regime de política fiscal, o saldo em conta-corrente do governo é definido 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 público (JDg). 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 pública. Uma vez fixada a meta de superávit em conta-corrente, 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”. 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 reduzir a 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 acompanhado por um aumento do estoque de ativos do setor público, tendo assim um impacto reduzido sobre a DLSP.

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 num contexto de rigidez dos gastos de consumo e de custeio do governo pode impedir a autoridade monetária de executar o aumento necessário da taxa de juros para atender a meta fiscal. 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 5% do PIB a partir de 2011. A banda de variação pode ser fixada, inicialmente, em 0,5% do PIB para mais ou para menos. Isso nos daria um saldo em conta corrente de no mínimo 4,5% do PIB e no máximo 5,5% do PIB.

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

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, com um aporte inicial de capital de R\$ 300 bilhões (aproximadamente US\$ 130 bilhões, a taxa de câmbio de abril de 2009). 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 a vez que a taxa de câmbio se 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 não teriam nenhum impacto sobre a base monetária. Sendo assim, o regime cambial brasileiro continuará sendo um regime de câmbio flutuante, mas no qual o governo possui um papel importante como demandante e/ou ofertante de moeda estrangeira.

Como elemento secundário na tarefa de administração da taxa de câmbio, deve-se adotar controles a entrada e/ou a saída 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 IOF sobre os ganhos financeiros obtidos por



investimentos estrangeiros no país e na forma de requerimento não-remunerado de depósitos sobre o ingresso de capitais no Brasil. Já nos momentos de crise de liquidez internacional, o CMN deverá avaliar a conveniência de adoção de controles temporários à saída de capitais do país de forma a limitar a fuga de capitais para o exterior, facilitando assim a estabilização da taxa de câmbio.