

## MACROECONOMIA E CONJUNTURA

### Uma agenda de reformas macroeconômicas para o crescimento sustentado com estabilidade de preços e equidade social<sup>1</sup>

José Luis Oreiro\*

Luiz Fernando de Paula\*\*

**RESUMO** - Este artigo discute os contornos gerais de uma agenda de reformas macroeconômicas para o crescimento sustentado da economia brasileira num contexto de estabilidade de preços e equidade social. 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. Tais políticas, voltadas para criação de um ambiente que favoreça um crescimento sustentado da economia brasileira devem ser acompanhadas de políticas sociais – abrangentes e focalizadas – que estimulem a maior inclusão social do desenvolvimento.

Palavras-chave: Política macroeconômica. Economia brasileira. Novo-desenvolvimentismo.

## 1 INTRODUÇÃO

Este artigo discute os contornos gerais de uma agenda de reformas macroeconômicas para o crescimento sustentado da economia brasileira num contexto de estabilidade de preços e equidade social. 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 semiestagnação. 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

---

<sup>1</sup> Versão modificada e condensada 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” publicado no site da Associação Keynesiana Brasileira.

\* Professor Adjunto do Departamento de Economia da Universidade de Brasília, Pesquisador Nível I do CNPq e Diretor de Relações Institucionais da Associação Keynesiana Brasileira. Endereço eletrônico: joreiro@unb.br. Página pessoal: www.joseluisoreiro.ecn.br.

\*\* Professor Adjunto da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Pesquisador Nível I do CNPq e Presidente da Associação Keynesiana Brasileira. Endereço eletrônico: luizfpaula@terra.com.br.

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. Tais políticas, voltadas para criação de um ambiente que favoreça um crescimento sustentado da economia brasileira devem ser acompanhadas de políticas sociais – abrangentes e focalizadas – que estimulem a maior inclusão social do desenvolvimento.

## 2 O MODELO MACROECONÔMICO BRASILEIRO E AS RAÍZES DA SEMIESTAGNAÇÃO

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 semiestagnação 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 cambiais<sup>2</sup>; 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.

---

<sup>2</sup> 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.

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 Taylor<sup>3</sup>. Essa rigidez do regime de metas de inflação faz com que, em face de 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, verifica-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<sup>4</sup>, 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

---

<sup>3</sup> 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.

<sup>4</sup> Para uma avaliação do Regime de metas de inflação brasileiro ver Oreiro, Paula e Sobreira (2009).

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<sup>5</sup>.

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 à taxa de juros do mercado interbancário, 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 à 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 da taxa básica de juros, ditado em função da necessidade de manter a inflação dentro das metas definidas pelo Conselho Monetário Nacional.

---

<sup>5</sup> 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. Já se sabe que os depósitos de poupança têm garantido por lei uma remuneração de 0,5% a.m (o que equivale a 6,17% a.a) acrescido da variação da TR<sup>6</sup>. 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, 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 tornam 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-M<sup>7</sup>, 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 (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

---

<sup>6</sup> A variação da TR é igualada a zero toda a vez que a Selic se situa abaixo de 9% a.a.

<sup>7</sup> O índice geral de preços - IGP é calculado pela Fundação Getúlio 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%).

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 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. 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<sup>8</sup>.

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 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 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.

---

<sup>8</sup> A esse respeito ver Oreiro (2009).

### 3 PROPOSTA NOVO-DESENVOLVIMENTISTA 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.

No que se refere à flexibilização do regime de metas de inflação<sup>9</sup>, 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, têm 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

---

<sup>9</sup> A esse respeito ver Oreiro, Paula e Squeff (2009).

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.

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, deve ser acomodado 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 inflação<sup>10</sup>.

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 quando 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 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

---

<sup>10</sup> 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.

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.

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 público (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 pública<sup>11</sup>. 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

---

<sup>11</sup> 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.

na assim chamada “conta capital”. Investimentos públicos em infra-estrutura econômica (portos, ferrovias, geração de energia elétrica etc.) são fundamentais 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 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 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 2011<sup>12</sup>. 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 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 elevados<sup>13</sup>. 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.

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\$ 180 bilhões, a taxa de câmbio de setembro de 2009)<sup>14</sup>. 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

---

<sup>12</sup> 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).

<sup>13</sup> 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.

<sup>14</sup> 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.

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 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”<sup>15</sup>. 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 quando a taxa tiver ultrapassado o intervalo, mas sem que o BCB tenha uma obrigação de defender a margem estabelecida<sup>16</sup>.

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 prevalecente na economia mundial. Em momentos de elevada liquidez internacional, nos quais ocorram grandes fluxos de capitais em direção aos países emergentes,

---

<sup>15</sup> 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.

<sup>16</sup> Ver, a respeito, Paula *et al* (2008).

o Conselho Monetário Nacional deverá impor controles à 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 à 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.) e etc. Estudos recentes mostram a importância dos programas sociais – educação e programas de transferência de renda (bolsa-família) – 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.

#### 4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

Ao longo deste artigo foram delineadas as linhas gerais de uma Agenda Novo-Desenvolvimentista para o crescimento sustentado da economia brasileira com estabilidade de preços e equidade social. Essa agenda mostra a necessidade de se realizar uma série de *reformas macroeconômicas* 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, 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, devem ser acompanhadas de políticas sociais – abrangentes e focalizadas – que estimulem a maior inclusão social do desenvolvimento.

## REFERÊNCIAS

- ARESTIS, P., PAULA, L.F. E FERRARI-FILHO, F.. A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil. **Economia e Sociedade**, v.18, n.1, p.1-30, 2009.
- BARBOSA, F. H.. The contagion effect of public debt on monetary policy: the Brazilian experience. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 26, n.2, p. 231-238, 2006.
- BARBOSA-FILHO, N.H.. Inflation targeting in Brazil. **International Review of Applied Economics**, v.22, n.2, p. 187-200, 2008.
- ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 1, 2008, Campinas. **Convenção e inércia na taxa Selic: uma estimativa da função de reação do BCB (2000-2007)**. Campinas, 2008.
- OREIRO, J.L; PAULA, L.F; SQUEFF, G.. 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**. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2009.
- OREIRO, J.L.. Apreciação cambial, crescimento de longo-prazo, controles de capitais e doença holandesa: análise e propostas para o caso brasileiro. **Boletim Economia&Tecnologia**, Curitiba, v. 19, Ano IX, 2009.
- OREIRO, J.L; PAULA, L.F; SOBREIRA, R.S. **Política Monetária, Bancos Centrais e Metas de Inflação: teoria e experiência brasileira**. Rio de Janeiro: FGV Editora, 2009.
- OREIRO, J.L; PUNZO, L; ARAÚJO, E; SQUEFF, G.. Macroeconomic constraints to growth of Brazilian economy: diagnosis and some policy proposals. Universidade de Brasília, 2009, Discussão.
- PADILHA, R.. **Metas de inflação: experiência e questões para os países em desenvolvimento**. Dissertação de mestrado - UFPR, Curitiba, 2007.

---

FÓRUM DE ECONOMIA DA EE-SP/FGV, 5, 2008. **Regime cambial, taxa de câmbio e estabilidade macroeconômica no Brasil.** 2008.

RODRIGUES, L.; CARDOSO, A.. **Pobreza, desigualdade de renda, mobilidade social no Brasil e seus determinantes: 1981 a 2007.** 2008. Mimeo.

SILVA, A.M. E PIRES, M.C.. Dívida pública, poupança em conta corrente do governo e superávit primário. n. 1196, junho, 2006. Discussão.