

Autonomia do Banco Central: Estabilidade de Preços ou Estabilidade Macroeconômica?⁺

Luiz Fernando de Paula

Introdução

Este artigo objetiva discutir a proposta de autonomia do banco central, a partir de uma visão crítica sobre o assunto, no contexto de uma perspectiva (pós)keynesiana, assim como apresentar uma alternativa de política econômica para o Brasil. As questões fundamentais a serem discutidas são as seguintes: o banco central deve buscar exclusivamente uma meta quantitativa de inflação ou deve também tomar decisões balizadas pela necessidade de reduzir a taxa de desemprego? É desejável a adoção de uma autonomia do banco central no Brasil? Há alternativa de uma política econômica que compatibilize crescimento econômico com estabilidade de preços?

Na seção 1 o artigo analisa brevemente os fundamentos da proposta de autonomia do banco central. A seção 2 apresenta os fundamentos de uma proposta alternativa de política econômica, baseada no conceito de estabilidade macroeconômica, ao invés de estabilidade de preços. A proposta de autonomia do banco central no contexto de países emergentes e do Brasil é avaliada na seção 3. Na seção 4 é destacada uma alternativa de política econômica para o Brasil, que busque compatibilizar equilíbrio externo com equilíbrio interno, no contexto de uma política que vise a estabilidade macroeconômica. A seção 5 conclui o artigo.

⁺ In: Oreiro, J.L.; Paula, L.F.; Sobreira, R.. (Ed.). *Política Monetária, Bancos Centrais e Metas de Inflação: teoria e experiência brasileira*. Rio de Janeiro: Editora da FGV, 2009.

1. Os fundamentos da proposta de autonomia do banco central

Qual o significado da autonomia do banco central? Autonomia ou independência do banco central significa o compromisso da política econômica com um único objetivo: estabilidade de preços. Pressupõe-se que o crescimento econômico não é influenciado por variáveis monetárias, mas sim por variáveis reais, como a disponibilidade dos fatores de produção (mão-de-obra, capital e tecnologia). Em uma economia do *laissez-faire* a taxa de crescimento do produto deverá ser igual àquela correspondente a plena utilização dos recursos disponíveis. Não deverá haver ociosidade na utilização desses fatores, a não ser transitoriamente.

A proposta tem como pressuposto teórico contribuições da economia novo-clássica. A hipótese subjacente é que os agentes têm expectativas racionais: os indivíduos utilizam todas as informações disponíveis, bem como seu entendimento de como funciona a economia, quando formam suas expectativas. Por exemplo, se eles tiverem a informação de que a oferta de moeda aumentará, sabendo disso os empresários reajustam suas expectativas de preços para cima e elevam seus preços. Assim, qualquer medida de política econômica pode ser perfeitamente antecipada por todos os agentes da economia. Em outras palavras, se os agentes são assumidos conhecer a regra de política que vem sendo seguida pela autoridade monetária, essa própria regra afetará suas expectativas. Consequentemente, uma política monetária expansionista, com agentes sob expectativas racionais, não terá efeito sobre as variáveis reais – produto e emprego – apenas sobre as variáveis nominais, como nível de preços¹.

O problema – de acordo com essa visão – é que os formuladores de política econômica (*policy-makers*) são contaminados pelo viés inflacionário, ou seja, eles têm propensão a gerar inflação com o objetivo de reduzir o desemprego corrente em relação a “taxa natural de desemprego”, mesmo sabendo que isto será transitório. Isto porque eles podem circunstancialmente avaliar que resultados imediatos e passageiros sobre o nível de produto e emprego são mais valiosos do que a credibilidade nas regras de política monetária. Ou seja, por interesses eleitorais, podem adotar políticas discricionárias expansionistas.

¹ Para uma análise ampla da perspectiva novo-clássica, ver Hoover (1988).

Para coibir este viés inflacionário das autoridades monetárias, os economistas novo-clássicos defendem a imposição de “compromissos institucionais” que o inibam, de modo a fortalecer a credibilidade nas regras monetárias adotadas e, com isso, garantir que o objetivo de política seja a estabilidade de preços, mesmo que ao custo de sacrificar outros objetivos. É nesse sentido que se insere a proposta de independência do banco central, ao garantir a autonomia operacional dos gestores e amarrar as mãos das autoridades monetárias ao objetivo único de estabilidade de preços.

No caso do Brasil, que desde 1999 vem adotando um regime de metas de inflação conjugado a um regime de taxa de câmbio flexível, a proposta de autonomia do banco central visa completar o arcabouço institucional, reafirmando o compromisso da política econômica com a estabilidade de preços, entendida como pré-condição para o crescimento econômico. A proposta veiculada no Brasil tem inspiração no modelo do Banco Central da Inglaterra, em que o executivo define a meta de inflação a ser alcançada e o banco central utiliza livremente os instrumentos da política monetária para alcançar a taxa de inflação preestabelecida. No caso do modelo norte-americano, o banco central (*Federal Reserve*) tem liberdade tanto para estabelecer sua meta quantitativa de inflação quanto para escolher os instrumentos de política monetária. Contudo, o *Federal Reserve*, diferentemente do Banco Central da Inglaterra, não tem um compromisso formal com uma meta de inflação; além disso, ele possui dois objetivos explícitos: controlar a inflação e busca o pleno emprego.

Por fim, cabe notar que as evidências na relação entre grau de independência do Banco Central e baixa inflação não são conclusivas: há países sem banco central independente, como o Japão, que historicamente tem mantido inflação baixa; por outro lado, como destacado acima, há outros países, como os EUA, que embora possuindo um banco central independente, este possui objetivos múltiplos que não somente o combate a inflação.

2. Uma proposta alternativa: estabilidade macroeconômica ao invés de estabilidade de preços

A escola pós-keynesiana, assim como Keynes, defende um papel permanente para o governo na economia, não se confundindo com a simples substituição dos mercados privados pela ação do Estado na determinação do investimento. As ações de políticas

econômicas devem ser complementares às decisões privadas, e não concorrentes da iniciativa privada.

Ao contrário da visão novo-clássica, os economistas pós-keynesianos trabalham com a hipótese de formação de expectativas sob incerteza não-probabilística, o que significa a impossibilidade de determinação *a priori* do quadro relevante de influências que atuarão entre a decisão de implementar um determinado plano e a obtenção de resultados. Sob incerteza, reter moeda como um ativo pode ser um ato racional, pois ela, por seu atributo de liquidez absoluta, fornece flexibilidade na composição do portfólio dos agentes. Deste modo, a moeda não é neutra na economia, pois ela afeta os motivos e decisões dos agentes: sob incerteza, os agentes podem preferir demandar moeda ao invés de gastar.²

A política econômica, para os pós-keynesianos, relaciona-se à adoção de políticas econômicas dirigidas a aumentar o nível de demanda agregada, de modo a criar um ambiente estável que estimule os empresários a realizar novos investimentos, uma vez que os níveis de emprego e utilização da capacidade produtiva dependem dos determinantes da demanda agregada, principalmente da decisão de investimento dos empresários. Em outras palavras, a política econômica deve procurar afetar o investimento privado global, criando um ambiente seguro que estimule escolhas mais arriscadas – mas que rendam lucros e gerem empregos – em vez de acumular ativos líquidos (Carvalho, 1999). Isto é, a boa política é aquela que induz os empresários a investirem em ativos de capital (investimento novo).

Políticas que buscam reduzir a demanda agregada ao nível da oferta potencial oferecem ao empresariado investidor a perspectiva de estagnação, não o estímulo ao crescimento econômico. A expansão da economia ocorre quando empresários são levados a acreditar que a demanda de seus produtos se sustentará em níveis elevados, uma vez que é a expectativa de um nível de procura superior à capacidade produtiva que estimula empresários a investir em nova capacidade. O desafio dos “*policy makers*”, neste particular, é evitar o conservadorismo excessivo, para quem o crescimento é limitado pelo produto potencial presente e, por outro lado, a irresponsabilidade do estímulo ilimitado à demanda agregada, que pode gerar o risco de uma inflação descontrolada.

² Ver, entre outros, Davidson (1994).

Portanto, o objetivo de política econômica deve se voltar para a *estabilidade macroeconômica*, um conceito mais amplo do que o de estabilidade de preços, ou seja, deve procurar reduzir as incertezas que são inerentes aos negócios na economia. Estabilidade de preços e aumento do produto e emprego podem ser compatíveis dentro dessa visão e, para tanto, o governo deve fazer uso de um instrumental de política econômica mais amplo do que o da política monetária. Nessa perspectiva, sustenta-se que para atingir os objetivos múltiplos de política – como crescimento econômico e estabilidade de preços – é necessário uma maior coordenação de políticas (fiscal, monetária, cambial e salarial), ou seja, deve-se avaliar os impactos conjuntos da adoção das políticas sobre o conjunto de objetivos como um todo. Assim, a coordenação de políticas é fundamental para se atingir a almejada estabilidade macroeconômica.

Dentro desta visão, a utilização de “compromissos institucionais”, como a independência do banco central, pode acabar por gerar problemas de descoordenação de políticas econômicas. Uma elevação brusca na taxa de juros, por exemplo, pode acarretar tanto uma elevação no custo financeiro da dívida pública, ocasionando custos fiscais, quanto um aumento generalizado no grau de inadimplência nas operações de crédito, fragilizando o sistema bancário como um todo.

3. A proposta de autonomia do banco central no contexto de países emergentes e do Brasil

O consenso a respeito da adoção de uma (presumidamente) “saudável” política econômica – tal como defendida por alguns organismos multilaterais como o FMI e repetido por vários economistas do chamado *mainstream* – tem se apoiado nos “bons” fundamentos da política econômica: responsabilidade fiscal, busca permanente da estabilidade de preços e adoção de um regime de câmbio flutuante com livre conversibilidade da conta de capital do balanço de pagamentos, que garantiria, em tese, que um país ficasse incólume a crises cambiais e ataques especulativos.

Infelizmente o mundo real não funciona da forma descrita pelos manuais de economia. James Tobin, Prêmio Nobel de Economia, em artigo de 1978, já preocupado com os efeitos da instabilidade dos fluxos de capitais, colocou bem a questão: “Eu acredito que o problema básico hoje não é o regime cambial, se fixo ou flutuante. O debate sobre

regimes obscurece o problema essencial, que é a excessiva mobilidade internacional (...) do capital financeiro privado” (Tobin, 1978, p. 153).

No caso dos países emergentes, o problema é maior devido ao reduzido tamanho dos mercados financeiros desses países com relação aos fluxos de capitais de curto prazo que ingressam nos mesmos³. Tal fato faz com que nos países emergentes a volatilidade cambial seja bem maior do que nos países desenvolvidos, possuidores de moedas fortes e conversíveis. Esses países enfrentam, ainda, problemas derivados de uma apreciação acelerada na taxa de câmbio real, que pode resultar de fluxos excessivos de capitais externos. Adicionalmente, a volatilidade da taxa de câmbio em países emergentes resulta também dos problemas associados ao financiamento de elevados déficits em conta corrente no balanço de pagamentos de um país, que pode levar uma crescente demanda por *hedge* cambial em momentos de maior incerteza no cenário nacional e/ou internacional⁴.

Nessas condições, os problemas macroeconômicos – déficit público elevado, inflação, crescimento econômico baixo – são gerados endogenamente pela política econômica dita “saudável”. A experiência brasileira recente expressa claramente este ponto: no período 1994/98, com um câmbio semi-fixo, o governo respondia os movimentos de saída de capitais, induzidos por mudanças nos humores dos investidores, elevando a taxa de juros; com a adoção de um regime de câmbio flutuante e um regime de metas de

³ Greenville (2000) assinala que a experiência geral com regimes de taxa de câmbio flutuante tem mostrado que a substituição de regimes de câmbio fixo por flutuante tem produzido maior variabilidade, e que os ditos fundamentos econômicos não podem explicar o comportamento da taxa de câmbio no horizonte de curto e médio prazo. Segundo ele, os problemas de volatilidade cambial são mais sérios quando se trata de países emergentes, uma vez que: (i) não têm uma experiência histórica de taxas de câmbio determinadas pelo mercado; (ii) há poucos especuladores estabilizadores *à la* Friedman atuando no mercado de câmbio, ou seja, há uma ausência de *players* desejosos a atuar em posições cambiais contrárias à da média do mercado, além de estes mercados serem propensos a exibirem uma mentalidade de manada (*herd behavior*); e (iii) apresentam fluxos de capitais muito maiores e mais voláteis em relação ao tamanho dos mercados de capitais domésticos.

⁴ Os efeitos negativos da volatilidade cambial sobre o crescimento econômico têm sido objeto de vários estudos acadêmicos. Tomando a literatura relativa à teoria de investimento sob incerteza como base e uma análise de painel em que procuram avaliar o impacto da volatilidade da taxa de câmbio sobre o investimento em 15 países da União Européia, Guérin e Lahrèche-Révil (2003) concluem que uma incerteza elevada tem, na maioria dos casos, um impacto negativo sobre as variáveis macroeconômicas, entre as quais o investimento (doméstico ou externo) e o crescimento. Este impacto negativo advém do fato de que uma parte do custo ou do preço dos bens produzidos são denominados em moeda estrangeira. Ou seja, ele depende da exposição externa da firma e do grau de abertura do país, incluindo não somente o comércio internacional, como também a sua integração (e grau de abertura) ao mercado financeiro internacional. Em particular os autores encontram evidências de que *a volatilidade da taxa de câmbio tem um significativo impacto sobre o investimento*, e, por conseguinte, sobre o crescimento, dependendo do grau e da natureza da exposição externa de um país. E concluem que países emergentes que se defrontam com a escolha entre regimes de câmbio fixo ou perfeitamente flexível devem dar atenção às conseqüências reais de suas estratégias cambiais.

inflação em 1999, tais movimentos passaram a se refletir sobre o próprio comportamento da taxa de câmbio. O câmbio desvalorizado, por sua vez, acaba por refletir-se nos preços dos produtos domésticos (os chamados bens comercializáveis). As autoridades monetárias para procurar manter a meta de inflação de acordo com o estabelecido previamente são então obrigadas a elevar a taxa de juros, o que acaba tendo efeitos negativos tanto sobre o comportamento do PIB quanto da dívida pública .

O alto grau de abertura da conta de capitais no Brasil é um dos fatores que colocam a taxa de juros entre as mais altas do mundo, ao torná-la bastante influenciada tanto pelo risco-país quanto pela expectativa da taxa de câmbio⁵. Adiciona-se a esses fatores o conservadorismo excessivo das autoridades monetárias que faz com que o Banco Central (BC) eleve a taxa de juros sempre que haja qualquer ameaça de uma possível elevação nos preços, independentemente da causa. No atual regime de política econômica observa-se uma dominância da política monetária sobre a política fiscal: dado o compromisso do governo com a solvência fiscal, quando o BC, por algum motivo, eleva a taxa de juros básica, o Tesouro é obrigado a se ajustar, elevando ainda mais o superávit primário fiscal.

No Brasil, em contexto de operação de um regime de metas de inflação acoplado a um regime de flutuação cambial “puro”, há uma forte relação entre a política monetária e a política cambial: a volatilidade excessiva da taxa de câmbio (Gráfico 1) gera problemas de gerenciamento da política macroeconômica, além de afetar negativamente as decisões empresariais de investimento. De forma geral, a política monetária praticada no Brasil tem sido endógena: o BC eleva a taxa de juros para mitigar os efeitos da volatilidade da taxa de câmbio, embora recentemente o BC venha elevando de forma mais autônoma a taxa de juros, no que tem resultado em uma apreciação na taxa de câmbio e queda da inflação⁶.

⁵ A taxa Selic média em 1999/2005 foi de 19,7%.

⁶ Cf Carvalho et al (2005, seção 2).



Fonte: Cálculo do autor com base em dados do BCB (www.bcb.gov.br).

Nota: Volatilidade da taxa de câmbio é calculada usando um modelo GARCH (Generalised Autoregressive Conditional Heteroskedastic), um modelo não-linear que é usado para calcular a volatilidade de séries temporais.

Considerando o comportamento da economia nos últimos anos, observa-se que a desvalorização cambial, combinada com um crescimento econômico baixo, acaba tendo um efeito positivo sobre a balança comercial, sobretudo através da contração das importações, diminuindo assim fortemente o déficit em conta corrente. Mas passado o momento de instabilidade, os juros internos começam a baixar, permitindo uma gradual retomada no crescimento econômico (estimulado pelo aumento nos gastos), e ao mesmo tempo o fluxo de capitais retorna, gerando uma apreciação cambial. A combinação desses dois fatores – crescimento econômico e apreciação cambial – faz com que o saldo comercial encolha e a necessidade de financiamento externo aumente. Então em algum momento quando houver uma mudança no mercado financeiro internacional que resulte numa nova reversão nos fluxos de capitais, de novo o câmbio sobe, a inflação se acelera, os juros se elevam, gerando, assim, um ciclo vicioso.

4. Existe alternativa?

A independência (ou autonomia) do Banco Central, além de indesejável, não resolve os problemas de gerenciamento macroeconômico de um país emergente que tenha passado por um processo de liberalização financeira e de instabilidade macroeconômica, como é o caso do Brasil. Existe alternativa? No que segue esboçaremos o que poderia ser uma alternativa possível.

Uma estratégia alternativa para o crescimento sustentado e financeiramente estável para a economia brasileira passa principalmente por um esforço sistemático e planejado de diminuição da vulnerabilidade externa e da dependência em relação a capitais estrangeiros. Uma *estratégia de crescimento com estabilidade para a economia brasileira* que vise estabelecer uma alternativa que permita um *crescimento econômico sustentável* deve procurar compatibilizar equilíbrio interno com equilíbrio externo, de modo a superar o comportamento de *stop-and-go* e a tendência à semi-estagnação que tem caracterizado a economia brasileira nos últimos anos⁷. O objetivo da política econômica deve ser a estabilidade macroeconômica, ao invés da mera estabilidade de preços.

Por *equilíbrio interno*, entende-se a *manutenção da inflação sob controle*, sem a adoção de políticas contracionistas de demanda agregada, bem como o *estabelecimento de condições para um gerenciamento da dívida pública*, entendido como fundamental para a retomada da capacidade do Governo realizar políticas fiscais contra-cíclicas.

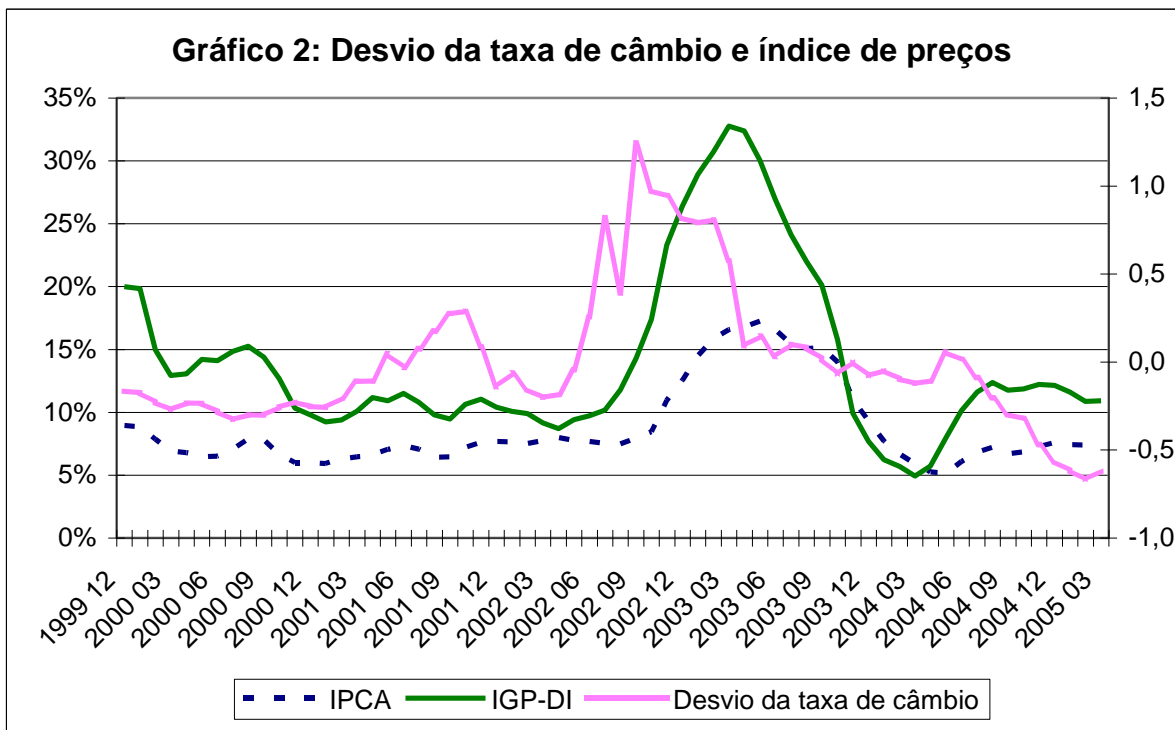
Quanto ao primeiro aspecto, faz-se necessário adotar uma política pragmática de combate à inflação, considerando que a inflação brasileira no período recente foi predominantemente uma *inflação de custos e inercial*, causada principalmente pelo efeito da grande desvalorização da taxa nominal de câmbio ocorrida no segundo semestre de 2002, a qual foi repassada para os preços domésticos por intermédio do chamado efeito *pass-through*, processo que acabou sendo propagado pelos mecanismos de indexação dos preços administrados (energia elétrica, telefonia, etc.). Em outras palavras, o Brasil teve uma combinação de inflação importada⁸ com inflação de preços administrados. Nestas condições, a utilização de uma política de elevação de juros provocou um resfriamento

⁷ A taxa de crescimento médio do PIB real em 1994/2004 foi de 2,4%.

⁸ Inflação importada é aquela importada do exterior, ou seja, cuja influência sobre a trajetória de preços domésticos depende da variação do nível de preços internacionais e da variação do valor da taxa de câmbio. Quanto maior o grau de abertura da economia, maior a inflação importada potencial.

geral da economia, atingindo a *todos* os setores, resultando em altas taxas de desemprego e baixas taxas de investimento.

Como mostra o Gráfico 2, os índices de preços no Brasil acompanham, com alguma defasagem, o movimento da taxa de câmbio. Em outras palavras, a elevação ou diminuição da inflação no Brasil resulta, em boa medida, da depreciação ou apreciação cambial. Portanto, a taxa de câmbio é uma variável chave para entender o movimento da inflação no Brasil. Em particular, em momentos de saídas mais significativas de capitais do país, o Banco Central é obrigado a responder a maior depreciação cambial elevando a taxa de juros para evitar o aumento da inflação. No caso do IGP-DI, dado sua maior sensibilidade à taxa de câmbio (já que é composto em 60% pelo índice de preço de atacado), a influência do câmbio é ainda mais marcante do que no IPCA. Já no caso do IPCA, que é o índice oficial da inflação, a taxa de câmbio o influencia direta e indiretamente: diretamente pelo efeito causado pela apreciação ou depreciação cambial sobre os custos de produção das empresas (em função do barateamento ou encarecimento dos bens importados); e indiretamente via IGP, já que este índice é usado como referência para reajustar alguns preços administrados, como eletricidade.



Fonte: Elaboração do autor com base em dados do IPEADATA (www.ipeadata.gov.br).

OBS: Desvio da taxa de câmbio calculado como a diferença entre a taxa de câmbio nominal e sua linha de tendência.

Neste contexto, defende-se a adoção de uma política antiinflacionária pragmática para o Brasil em que se busque utilizar um instrumento específico para cada causa inflacionária, de modo a evitar os efeitos deletérios e, freqüentemente, exagerados da política de juros elevados. Ou seja, deve-se atacar a causa do problema e não tentar sufocar o aparecimento dos sintomas, que é a elevação de preços. Por exemplo, no caso brasileiro, deve-se procurar fazer uma revisão nos contratos relativos a serviços de utilidade pública, de modo a diminuir a propagação dos choques inflacionários. Concomitantemente, deve-se procurar separar a formação da taxa de juros no mercado de reservas bancárias do mercado de títulos públicos, já que a taxa Selic, determinada pelo BCB, é utilizada tanto para fazer política monetária no mercado aberto quanto para remunerar diariamente os títulos públicos pós-fixados (LFTs), o que acaba não permitindo que as condições do mercado de dívida pública (p.ex., absorvendo uma queda do risco-país) reflitam em suas próprias taxas de juros. Ademais, a indexação de uma boa parte dos títulos públicos à taxa Selic cria um sistema monetário perverso no qual se reduz o efeito das elevações da taxa real de juros sobre a demanda agregada, em função da existência do “efeito riqueza” sobre a riqueza financeira, gerado pelos efeitos das elevações na taxa Selic sobre títulos públicos indexados que servem de lastro para os fundos de investimento.⁹ Acrescente-se, ainda, que uma política econômica que evite a volatilidade da taxa de câmbio nominal pode também contribuir para evitar pressões sobre os preços domésticos derivados do movimento da taxa de câmbio, como assinalado anteriormente.

Quanto ao segundo aspecto, *faz-se necessária uma mudança na combinação superávit primário/taxa real de juros/crescimento econômico* para estabilizar a dívida pública como proporção do PIB. A sustentabilidade da dívida pública é fundamental para assegurar condições de equilíbrio fiscal no longo prazo, que por sua vez é condição necessária para adoção de políticas fiscais anti-cíclicas. O comportamento da dívida pública interna depende, basicamente, da taxa real de juros, da taxa de crescimento do PIB real e do

⁹ Ver, a respeito, Nakano (2005) e Oreiro e Amaral (2005).

superávit primário como proporção do PIB¹⁰. Para tanto, uma redução da taxa de juros de curto prazo seria possível através da adoção de um conjunto de medidas: (i) desmantelamento dos mecanismos de indexação da economia ainda existentes; (ii) combinação de uma política de formação de reservas cambiais com uma regulamentação nos fluxos de capitais permitiria uma maior estabilidade da taxa de câmbio nominal; (iii) adoção de restrições aos fluxos de capitais que permitiria um maior grau de autonomia da política monetária; (iv) melhoria na situação fiscal, proporcionada por esforço moderado de geração de superávits fiscais combinado com juros mais baixos e maior crescimento econômico¹¹.

Uma alternativa para compatibilizar um equilíbrio fiscal de longo prazo – digamos num horizonte de 10 anos – com um aumento do investimento público seria dividir o orçamento fiscal em duas partes: (i) *orçamento ordinário*, relacionado as despesas correntes, ou seja, às funções da administração pública; (ii) *orçamento de capital*, relacionado as despesas de capital. O orçamento ordinário deveria estar, *ceteris paribus*, equilibrado o tempo todo, ou mesmo superavitário (que poderia ser transferido ao orçamento de capital), enquanto que o orçamento de capital poderia estar transitoriamente em desequilíbrio, devendo ser ajustado em função das flutuações do nível de demanda agregada, evitando flutuações maiores nos investimentos privados. Déficits públicos em momentos de desaceleração econômica (que normalmente vem acompanhado de queda na arrecadação de tributos e aumento na demanda por gastos sociais) seriam compensados no momento seguinte, quando a economia crescesse, por um superávit fiscal maior, de modo a permitir que o orçamento público tenda ao equilíbrio num horizonte temporal mais dilatado. A trajetória dos investimentos públicos, portanto, deveria ser estabelecida de acordo com a necessidade de sustentar a demanda agregada, servindo para compensar mudanças cíclicas nos gastos de investimento.

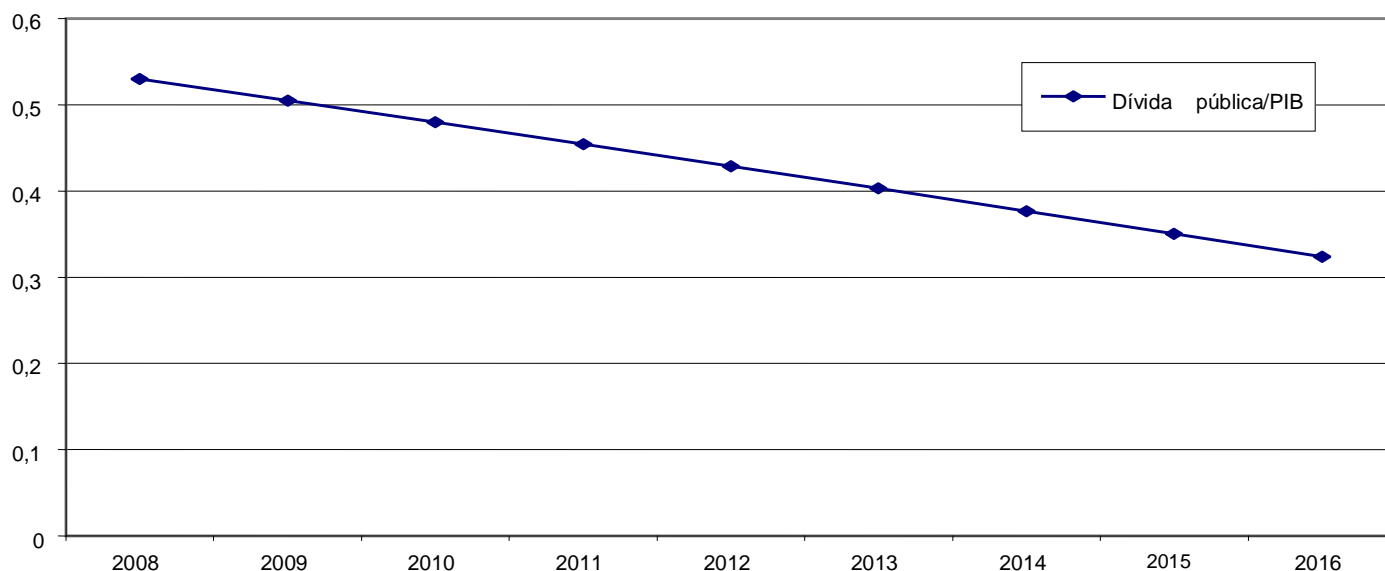
Como já assinalado, torna-se necessário compatibilizar a sustentabilidade da dívida pública, fundamental no caso do Brasil para reduzir o déficit fiscal e melhorar o risco-país, com um crescimento nos investimentos públicos, que é imprescindível para que o

¹⁰ Nossos cálculos tomam como base a fórmula $s^* = [(r - g)/(1 + g)]b$, em que r é a taxa real de juros, g é a taxa de crescimento do PIB real, b é o superávit primário como proporção do PIB.

¹¹ Note-se que para o objetivo de equilíbrio fiscal de longo prazo a variável chave é o saldo fiscal operacional e não o saldo primário. Este último poderá manter-se inicialmente em patamares elevados (ao redor de 4% do PIB, por exemplo), mas com tendência de queda a médio/longo prazo em função da melhoria no quadro fiscal causado pela queda na taxa de juros real e maior crescimento do produto.

crescimento da taxa de investimento seja compatível com um crescimento econômico mais elevado. A combinação de uma redução da taxa de juros real com um maior crescimento econômico, mesmo com uma redução no atual nível do superávit fiscal primário (por exemplo, de 4,5% do PIB para 3% em média em 8 anos), permitiria uma redução substantiva na relação dívida pública/PIB (Gráfico 3). Uma simples simulação numérica ilustra a questão. Considerando que a sustentabilidade da dívida pública depende basicamente do comportamento da relação dívida pública/PIB no momento anterior (b_{t-1}), do crescimento do PIB real (g), do nível da taxa de juros reais (r) e do superávit primário (s)¹², podemos estimar que para $b_{t-1} = 52\%$, $g = 5\%$, $r = 6\%$ e $s = 3\%$ a relação dívida pública/PIB, tudo mais constante, cairia de 52% em 2008 para 32% em 2016. Evidentemente este é um simples exercício de projeção numérica, que depende do comportamento de variáveis que não podem ser totalmente controladas (PIB, por exemplo), mas que serve para ilustrar que, de acordo com o comportamento do PIB e da taxa de juros, pode-se alcançar uma relação dívida pública/PIB cadente mesmo com uma redução nos patamares atuais do superávit primário.

Gráfico 3: Dinâmica da dívida pública como razão do PIB



¹² A simulação numérica é feita a partir da equação $b_t = \left[\frac{1+r}{1+g} \right] b_{t-1} - s_t$. Para maiores detalhes, ver Oreiro e Paula (2007).

Fonte: Elaboração própria com base em Oreiro e Paula (2007)

Uma redução no superávit primário a médio/longo prazo (de 1,5% do PIB em média no exemplo acima) deveria ser usada para aumentar o investimento público, em particular em infra-estrutura econômica (eletricidade, rodovias, ferrovias, etc.) e social (educação, saúde, saneamento e habitação). O aumento no investimento público gera externalidades positivas para o setor privado, uma vez que acarreta um aumento nos lucros do setor privado que, por sua vez, acaba por estimular uma elevação nos gastos de investimento das empresas. Ao mesmo tempo, gera um aumento na demanda agregada que resulta do conhecido “multiplicador de gasto do governo”. Assim, o governo, ao realizar investimentos, estimula a demanda agregada, reduz as incertezas de realização de lucros empresariais e anima as expectativas do setor privado empreendedor.

Por *equilíbrio externo*, entende-se a manutenção de superávits ou déficits em conta corrente em níveis relativamente baixos e financiados predominantemente com capitais de longo prazo, e, ao mesmo tempo, uma estabilidade no mercado cambial. O uso da poupança externa como suporte a uma estratégia de crescimento deve ser limitado, uma vez que as evidências recentes de países emergentes mostram que a longo prazo não há uma correlação clara entre poupança externa e aumento na taxa de investimento, já que a maior parte da poupança externa é canalizada para consumo, não resultando num aumento da capacidade produtiva em setores *tradables*. Como resultado, os países emergentes passam a enfrentar uma restrição externa ao crescimento, como atesta, por exemplo, uma elevada relação exportações/dívida externa e na dívida externa/PIB, no que resulta na manutenção de um ambiente de instabilidade macroeconômica derivada da fragilidade financeira do setor externo. Portanto, no longo termo os saldos em conta corrente devem estar em equilíbrio, uma vez que um país não pode tomar empréstimos indefinidamente, dado a restrição de insolvência (Bresser Pereira e Nakano, 2004).

O equilíbrio no balanço de pagamentos requer a manutenção de um superávit significativo na balança comercial, para o que é necessária a manutenção de uma taxa de câmbio subvalorizada, isto é, orientada sempre que possível para o ajustamento da conta corrente e para a diminuição da dependência dos capitais externos, acompanhada por políticas industriais ativas voltadas para estimular exportações e a substituição de

importações de insumos que tenham peso na pauta de importações do país de modo a reduzir os efeitos do câmbio sobre o nível de preços domésticos¹³. Tais políticas são particularmente importantes em função da necessidade de se realizar uma mudança estrutural na base produtiva do País, com vistas a alterar a pauta das exportações brasileiras na direção de produtos de maior elasticidade-renda¹⁴. Por sua vez, a substituição de importações torna-se necessária devido à alta elasticidade-renda das importações do País, o que faz com que estas cresçam significativamente em períodos de crescimento econômico continuado¹⁵.

No que se refere ao regime cambial, considera-se o mais adequado para as condições da economia brasileira o regime de zonas-alvo, que permite a autoridade monetária uma flexibilidade para decidir o momento de suas intervenções, uma vez que não há compromisso formal com pisos e tetos de câmbio. Portanto, nesse regime ao mesmo tempo em que se preserva a flexibilidade de ajuste de câmbio frente a choques permite a possibilidade de orientação da trajetória temporal da taxa de câmbio.

Por fim, para evitar um afluxo significativo de capitais para o Brasil, em particular de capitais voláteis de curto prazo, que advém de conjunturas expansionistas e de uma maior estabilidade no cenário internacional, pode ser necessário a adoção de regulamentação sobre fluxos de capitais, de natureza preventiva, que atenuem o afluxo de capital e ao mesmo tempo atraia capitais de maturidade mais longa. A adoção de regulamentação sobre fluxo de capitais deve ser visto como um instrumento que permita a viabilização de políticas econômicas mais autônomas e a criação de um ambiente

¹³ Uma discussão mais detalhada sobre política industrial extrapola os objetivos deste artigo.

¹⁴ A necessidade de incluir, cada vez mais, produtos exportados de alta elasticidade-renda é explicada na literatura a partir do que ficou conhecido como a “Lei de Thirlwall”, que estabelece uma relação entre a taxa de crescimento dos países e a razão entre as elasticidades-rendas de suas importações e exportações. A baixa elasticidade-renda dos produtos de menor valor agregado exportado por países em desenvolvimento, comparada com a maior elasticidade-renda das importações produzidos pelos países desenvolvidos, gera déficits de caráter estrutural no balanço de pagamentos dos primeiros, o que acaba resultando numa restrição ao crescimento econômico dos países em desenvolvimento. Deste modo, em uma economia aberta, o maior constrangimento ao crescimento da demanda (e, portanto, do desempenho econômico) é, normalmente, o seu balanço de pagamentos (ver, entre outros, Thirlwall, 2002). Campos e Arienti (2002), ao estimarem as elasticidades-rendas das exportações e importações brasileiras nos anos 90, mostraram que em termos gerais as elasticidades-rendas das importações foram maiores do que as elasticidades-rendas das exportações, o que significa dizer que, cada vez que as rendas interna e externa crescem, na mesma proporção, ocorre um aumento nas importações relativamente maior do que nas exportações, gerando um estrangulamento na balança comercial.

¹⁵ Holland e Canuto (2001) estimaram, no período de 1950-2000, para as dez maiores economias da América Latina que para cada 1% de crescimento do PIB as importações crescem entre 2% a 4,5%, indicando uma forte restrição externa ao crescimento destas economias.

macroeconômico mais estável que favoreça a retomada dos investimentos produtivos no Brasil¹⁶. Em particular, sua adoção poderia ajudar a (i) reduzir a vulnerabilidade externa da economia brasileira, através do controle da entrada de capitais externos em excesso no País, em termos normais de afluxo de capitais externos, de modo a evitar uma sobrevalorização excessiva da moeda nacional que possa inviabilizar o equilíbrio externo da economia; (ii) selecionar os fluxos de capital que se deseja absorver, de modo a diminuir a participação de capitais especulativos na composição do total de capitais externos no Brasil, confinando-o a volumes administráveis; (iii) isolar em algum grau a economia do contexto internacional circundante, permitindo que a taxa de juros possa ficar em patamares mais baixo do que aqueles impostos pelo *coupon* cambial, podendo, assim, cair a um nível que possa estimular os gastos dos agentes e ao mesmo tempo torne sustentável a administração da dívida pública.

Algumas medidas possíveis a serem adotados – sem ferir compromissos internacionais do País - poderiam incluir a instituição de um compulsório não-remunerado proporcionais a entradas de capitais de não-residentes de qualquer natureza a ser depositado no Banco Central por um período de um ano – conhecido como “controles a chilena” que visam desencorajar a entrada de capitais de curta duração -, limitações ao endividamento de empresas privadas de operação doméstica, limitações da exposição dos bancos ao risco cambial, obrigando-os a estabelecer uma determinada relação capital próprio/posições de carteira em dólar (ativo dos bancos), senda essa relação calibrada pelo BC em função do próprio comportamento dos fluxos de capitais externos para o país, etc.¹⁷

5. Conclusão

Partindo do pressuposto que o crescimento do produto e do emprego depende em boa medida da demanda efetiva da economia, torna-se necessário um mix de políticas macroeconômicas que crie um ambiente de estabilidade econômica necessário para estimular as decisões de investimentos dos empresários, como visto anteriormente. A

¹⁶ Segundo Johnston e Tamirisa (1998, pp. 13-4, itálicos acrescentados), regulamentação sobre fluxos de capitais pode ser usado como um dos instrumentos que viabilize políticas econômicas que procurem compatibilizar equilíbrio interno com equilíbrio externo: “na essência, controles de capitais são usados numa tentativa de reconciliar o uso de taxas de juros e taxas de câmbio para *perseguir simultaneamente objetivos, ao menos parcialmente inconsistentes, de equilíbrio interno e externo*”.

¹⁷ Ver, a respeito, Paula et al (2003).

estratégia aqui esboçada permitiria uma maior coordenação das políticas macroeconômicas, uma vez que proporcionaria maiores graus de liberdade para a política monetária, abrindo espaço para o estabelecimento de taxa de juros reais mais compatíveis com a retomada sustentada do crescimento econômico, em conjunto com uma política fiscal mais relaxada a longo prazo.

Entendemos que as escolhas de política econômica se dão em termos de “*trade-offs*”. Com efeito, a estratégia adotada pelo atual governo – de manutenção do sistema de metas de inflação (que impõe a utilização da taxa de juros como instrumento básico de combate à inflação) e de um regime de taxas de câmbio flutuantes com conta capital aberta, em um contexto de elevada dívida interna e externa – não é isenta de custos e riscos. Neste contexto, torna-se necessário levantar o debate acerca de alternativas de política econômica para o Brasil. Este artigo é uma tentativa de contribuir para este debate.

Referências bibliográficas:

- Bresser-Pereira, L.C. e Nakano, Y. “Crescimento econômico com poupança externa?”. In Ferrari Filho, F. e Paula, L.F. (org.). *Globalização Financeira: Ensaios de Macroeconomia Aberta*. Petrópolis: Vozes, 2004.
- Campos, A.C. e Arentis, P.F.F.. “A importância das elasticidades-renda das importações e das exportações para o crescimento econômico: uma aplicação do Modelo de Thirlwall ao caso brasileiro”. *Ensaios FEE*, v. 23, n.2, pp. 787-804, 2002.
- Carvalho, F., “Políticas econômicas para economias monetárias”. In Lima, G.T, Sicsú, J. e Paula, L.F. (org.). *Macroeconomia Moderna: Keynes e a Economia Contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus, 1999.
- Carvalho, F., Sicsú, J. e Paula, L.F. *Regime de Câmbio e Financiamento do Crescimento Econômico*. Relatório de Pesquisa BNDES. Rio de Janeiro: IE/UFRJ, 2005.
- Davidson, P. *Post Keynesian Macroeconomic Theory*. Cheltenham, Edward Elgar, 1994.
- Grenville, S. “Exchange rate regimes for emerging markets”. *Reserve Bank of Australia Bulletin*, pp. 53-63, November 2000.
- Guérin, J.-L. e Lahrière-Rèvil, A. “Exchange rate volatility and investment”. Mimeo. 2003.
- Holland, M. e Canuto, O. “Macroeconomic Interdependence and Exchange Rates in Latin America”. Paper apresentado na International Conference on International Financial Architecture. Rio de Janeiro, 25 a 26 de julho de 2001.
- Hoover, K. *The New Classical Macroeconomics*. Oxford: Blackwells, 1988.

- Johnston, R. e Tamirisa, N “Why do countries use capital controls?” *IMF Working Paper* WP/98/181, pp. 13-4 , 1998.
- Kregel, J. “The viability of economic policy and the priorities of economic policy”. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 17, n. 2, pp. 261-277, 1994-95.
- Nakano, Y. “O regime monetário, a dívida pública e a alta taxa de juros”. *Revista Conjuntura Econômica*, vol. 59, n. 11, pp. 10-12, 2005.
- Oreiro, J.L. e Amaral, R. “Armadilha do regime monetário brasileiro: a existência de equilíbrios múltiplos”, mimeo, 2005.
- Oreiro, J.L. e Paula, L.F. “Strategy for economic growth in Brazil: a Post Keynesian approach”. In Arestis, P., Baddeley, M. e McCombie, J. (org.). *Economic Growth: New Directions in Theory and Policy*. Cheltenham: Edward Elgar, 2007.
- Paula, L.F., “A questão da autonomia do Banco Central: uma visão alternativa”. *Indicadores FEE*, v. 32, n.2, p. 253-264, 2004.
- Paula, L.F., Oreiro, J.L. e Costa da Silva, G. J. “Fluxos e controle de capitais no Brasil: avaliação e proposta de política”. In Sicsú, J., Oreiro, J.L. e Paula, L.F. (org.). *Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. São Paulo: Manole, 2003.
- Thirlwall, A. P. *The Nature of Economic Growth*. Cheltenham, UK: Edward Elgar, 2002.
- Tobin, J. “A proposal for international monetary reform”. *Eastern Economic Journal*, vol. 4, p. 153, 1978.