

# Dilemas da política econômica no Brasil<sup>+</sup>

Luiz Fernando de Paula\* e Manoel Carlos de Castro Pires\*\*

## Introdução

A economia brasileira passou nos últimos anos algumas mudanças importantes: após um período de baixo crescimento (PIB real de 1,8% em média no período 1990/2003) e forte instabilidade macroeconômica, marcado por um comportamento oscilatório a la “*stop and go*”, passou por um período de crescimento maior (média de 4,3% em 2004/2011) e mais sustentável. O crescimento foi inicialmente puxado pelo desempenho das exportações, estimulada pelo boom de commodities a partir de 2003, e depois pelo crescimento do mercado interno. Esse último, por sua vez, foi puxado pelo crescimento da renda média da economia e da oferta de crédito. Em particular no período 2003/2006 o Brasil viveu uma inusitada situação de crescimento econômico sem esbarrar em uma restrição de balanço de pagamento, mas a partir de 2007 os saldos em conta corrente (mercadorias e serviços) se tornam superavitários. Os indicadores de vulnerabilidade externa de forma geral melhoram, ainda que sejam preocupantes em alguns aspectos.

Este artigo objetiva avaliar a condução da política econômica no Brasil, destacando em particular suas inflexões e dilemas que ela enfrenta correntemente, e ao mesmo tempo apontar preliminarmente alguns caminhos para superá-los de modo a permitir um crescimento maior da economia brasileira. O ponto de partida do artigo é que: (i) do ponto de vista keynesiano, as decisões de produzir e investir são determinados – de acordo como o Princípio da Demanda Efetiva - em boa medida pelas expectativas de demanda futura, com a implicação de que oferta e demanda agregada não podem ser tratadas de forma separada; (ii) ainda nesta perspectiva a política econômica que objetiva um crescimento sustentado deve estar voltada para alcançar estabilidade macroeconômica (ou seja, ser compatível com equilíbrio interno e externo) e não apenas estabilidade de preços. No caso da política econômica no Brasil observam-se a partir de 1999, quando se adotou um regime de política econômica inspirado no

---

<sup>+</sup> In: Modenesi, A.; Prates, D.; Oreiro, J.L.; Paula, L.F.; Resende, M.F.C.. (Ed.). *Sistema Financeiro e Política Econômica em uma Era de Instabilidade*. Rio de Janeiro: Campus Elsevier, 2012.

\* Professor Titular da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (FCE/UERJ) e pesquisador do CNPq. Email: luizfpaula@terra.com.br

\*\* Pesquisador do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA). Email: manoel.pires@ipea.gov.br

“Novo Consenso em Macroeconomia”, algumas inflexões importantes na condução da política econômica que contribuiu em parte para o melhor enfrentamento da crise financeira em 2008-09 e para a manutenção de um ciclo longo de crescimento voltado para o mercado interno. Por outro lado, algumas questões são preocupantes do ponto de vista da trajetória de crescimento de longo prazo da economia, como uma certa tendência a uma desindustrialização prematura.

### **O regime de política macroeconômica**

Assim como outras economias latino-americanas adotaram as reformas liberais (privatização, liberalização comercial e abertura da conta capital), no bojo do que ficou conhecido como Consenso de Washington, o ritmo das reformas no Brasil foi mais gradualista e controlado, não sendo do tipo “*Big Bang*”, como aconteceu, por exemplo, na Argentina. Entretanto, o Brasil experimentou um rápido e profundo processo de abertura da conta capital, incluindo a liberalização de capitais de portfólio (ações e títulos) tanto para residentes quanto para não-residentes. De fato, como assinalou o ex-presidente do Banco Central do Brasil (BCB), Gustavo Franco, o Brasil entrou na década de 2000 com uma situação de conversibilidade de facto da conta capital. Esta situação sem dúvida contribuiu para o país tornar-se mais vulnerável a contágios externos, em particular após a implementação do Plano Real em julho de 1994, quando se adotou uma taxa de câmbio semi-fixa para propósitos da política de estabilização de preços.

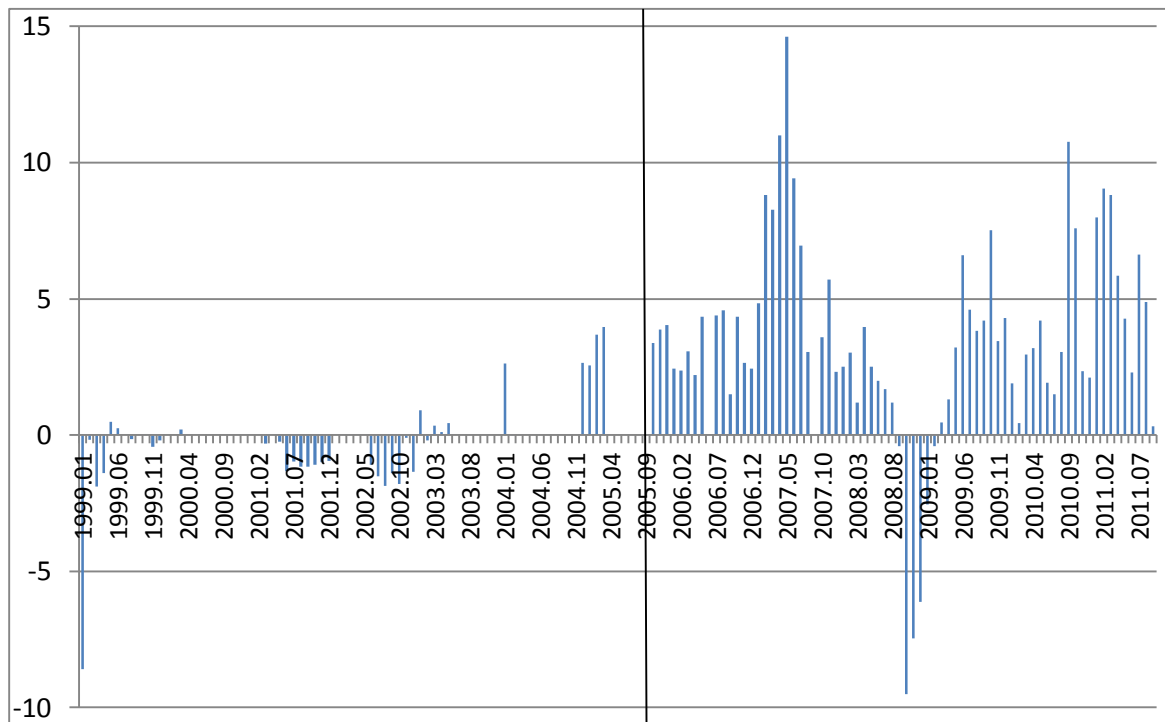
Após a crise cambial no início de 1999, o governo brasileiro realizou uma mudança substancial no regime de política macroeconômica, mais perto do que ficou conhecido como o “Novo Consenso em Macroeconomia”, com implementação de um sistema de câmbio flutuante, adoção de um regime de metas de inflação e geração de superávits fiscais primários significativos. Para o Novo Consenso este regime macroeconômico “amarra” a política econômica ao que deveria ser, de acordo com essa abordagem, seu objetivo principal que é a estabilidade de preços, devendo a política fiscal ser subordinada aos ditames da política monetária, ao mesmo tempo em que proporciona alguma flexibilidade para acomodação de choques de oferta. Cabe assinalar que tal regime macroeconômico, apesar de ter se difundido bastante nos países em desenvolvimento, não é o único utilizado por todos os países: entre os países que compõe o BRIC original, apenas o Brasil adota tal regime de política; China e Índia são

países com controles de capitais abrangentes e que procuram, em maior ou menor grau, intervir na trajetória intertemporal da taxa de câmbio.

### **Política econômica e desempenho da economia em 2003-2012: continuidade ou inflexão?**

Embora o governo Lula, em seus dois mandatos, e o governo Dilma, tenham mantido o tripé da política econômica, houve algumas inflexões importantes na política, no sentido de flexibilização de tal regime de política, destacando-se em especial mudança de uma política de câmbio mais próxima do tipo flutuante puro, até agosto de 2005, para uma política de flutuação suja, no qual o BCB não tem uma meta de câmbio mas intervém quando a taxa de câmbio tem uma volatilidade maior (seja no sentido da apreciação ou da depreciação). O Gráfico 1 mostra da intervenção do BCB no mercado de câmbio, sendo valores negativos significando venda de divisas e valores positivos compra de divisas. E mais recentemente, no Governo Dilma, o BCB adotou uma política monetária mais flexível no sentido de buscar balizar a política de juros não só com base no que comportamento passado da economia, mas também a partir de um comportamento “*forward looking*” (olhando para frente). Procura-se, ademais, uma maior coordenação entre a política monetária e fiscal.

**Gráfico 1: Intervenção do Banco Central do Brasil no mercado cambial**



Fonte: Elaboração própria dos autores, com base em dados do BCB.

No início do Governo Lula, após a crise de confiança de meados de 2002 até início de 2003, procurou-se manter ou até aprofundar o tripé de política econômica herdado do governo anterior, com elevação no superávit fiscal primário e política de juros elevados. Ao final de 2005, houve uma importante mudança na política cambial: favorecido pelo aumento no superávit comercial e pelo incremento nos fluxos líquidos de capitais, o BCB implementou uma política de acumulação de reservas cambiais, que levou a um aumento nas reservas de US\$ 53,8 bilhões em 2005 para US\$ 180,3 bilhões em 2008. Ao mesmo tempo o governo reestruturou sua dívida externa e diminuiu seu endividamento externo líquido, ao recomprar os títulos Bradesco e pagar os empréstimos do FMI. Assim, o governo brasileiro deixou de ter uma posição negativa em divisas externas para uma posição ativa, uma vez que reduziu dívidas e aumentou seu ativo (reservas cambiais). Tal política foi importante para a redução do contágio da crise financeira internacional após a crise internacional gerada pela falência do Lehman Brothers em 2008, pois pela primeira vez em algumas décadas o governo pode responder ao contágio externo com uma política fiscal anticíclica e com “bala na agulha” em termos de reservas para enfrentar a saída abrupta de capitais externos. A nota destoante foi a manutenção de uma política monetária excessivamente conservadora ao longo dos dois governos Lula, tendo inclusive o BCB mantido a taxa de juros elevada após a crise do Lehman Brothers em 2008, o que fez com que o país pagasse o preço um forte desaceleração econômica em 2009 (-0,9%).

Cabe destacar que as intervenções do BCB no mercado cambial, entretanto, não evitaram a forte e gradual tendência a apreciação da taxa de câmbio desde meados de 2004, pois a própria melhoria na avaliação do risco-país, passando para a condição de “*investment grade*”, estimulou o aumento no fluxo de capitais externos, sob a forma de capitais de portfólio e investimento direto estrangeiro. De fato, a taxa de câmbio real efetiva – que é calculada utilizando os índices de preços dos principais parceiros comerciais do país, além da inflação doméstica – apresentou uma apreciação de 25,7% de maio de 2006 para janeiro de 2012.

Os indicadores de vulnerabilidade externa do país, em função do melhor desempenho das exportações, da redução na dívida externa (pública e privada) e da política de acumulação de reservas, de modo geral melhoraram: a relação dívida externa sobre exportações, tradicional indicador de solvência externa, caiu de 2,9 em 2003 para 1,0 em 2008, enquanto que a relação reservas cambiais sobre importações (em anos) elevou de 0,7 em 2005 para mais de 1,0 a partir de 2007. Outros indicadores são mais

problemáticos: a relação conta corrente sobre PIB, um dos indicadores de sustentabilidade do balanço de pagamentos, atingiu 1,8% em 2004, vindo a cair a partir de 2007, atingindo a -2,0% em 2010/11, em função da redução no saldo comercial devido ao rápido aumento das importações e dos serviços de rendas (déficit de US\$ 70,3 bilhões em 2010); por outro lado, o peso da participação dos investidores estrangeiros no mercado de ações no Brasil vem aumentando desde 2004, atingindo a mais de 30% do volume do mercado secundário a partir de 2007, o que torna tal mercado mais dependente dos humores dos investidores estrangeiros. De fato, durante o contágio da crise financeira internacional, o primeiro e mais direto canal de contágio foi sentido através das saídas de capitais relativas às aplicações no mercado doméstico de ações.

Um dos motores principais do crescimento no período 2004-2011 foi o consumo doméstico, que representa cerca de 60% do PIB, e beneficiou-se do aumento da renda média - a massa salarial na indústria cresceu 26,0% em termos reais de setembro de 2007 para novembro de 2011, puxado tanto pelo aumento da formalização do trabalho quanto pelo aumento real do salário mínimo (crescimento real de 67,3% em 2003/11) –, da política de redistribuição de renda (coeficiente de Gini diminuiu de 0,592 em 2001 para 0,538 em 2009) e do aumento na oferta de crédito para pessoas físicas (consignado, automóveis etc.) e pessoas jurídicas (capital de giro), tendo a relação crédito ao setor privado/PIB crescido de 23,4% em outubro de 2003 para 46,9% em fevereiro de 2012. Respondendo aos estímulos do crescimento do mercado interno, a taxa de investimento em relação ao PIB, cuja média na década de 2000 foi de apenas 17%, cresceu de 15,9% em 2005 para 19,1% em 2008, mantendo-se, contudo, estagnada ao redor deste patamar desde então<sup>1</sup>.

Em boa medida a estagnação recente na taxa de investimento se deve ao baixo dinamismo do setor manufatureiro, que tem sido particularmente castigado pela perda de competitividade causada pela tendência à apreciação cambial, uma vez que este setor tem forte efeito de encadeamento sobre a indústria e a economia como um todo, sendo portador do progresso técnico por excelência. Embora os indicadores sobre desindustrialização não sejam claros acerca da existência deste processo no Brasil, a relação indústria manufatureira sobre o PIB declinou de 18,1% para 14,6% em 2011, sendo esta tal redução mais acentuada nos anos recentes. Assim, o forte crescimento do consumo interno tem em parte “vazado” para o exterior em termos de demanda direta ou indireta de bens manufaturados. Neste contexto, o movimento defensivo da

---

<sup>1</sup> Dados obtidos do IPEADATA.

indústria, de modo em geral, tem sido aumentar o conteúdo das importações na produção doméstica, além de substituir bens de capital doméstico por bens importados. Esse fator, combinado com a maior importação de bens de consumo em geral, tem contribuído para o aumento do coeficiente de penetração de importações, medido pelo CNI pela participação dos produtos importados no consumo doméstico desses produtos, que aumentou de 12,1% em 2003 (a preços constantes de 2007) para 21,5% no acumulado do 3º trimestre de 2011.

Fica claro, portanto, os efeitos contraditórios da apreciação da taxa de câmbio no Brasil: se por um lado barateia os produtos comercializáveis que compõem a cesta de bens dos consumidores, gerando um aumento imediato na renda real dos trabalhadores, por outro lado, ao gerar desestímulos ao setor manufatureiro, com efeitos colaterais negativos sobre a taxa de investimento, faz com que a economia cresça a um ritmo abaixo do que aquele desejado pelo próprio governo (entre 4,5 a 5% a.a.).

Procurando enfrentar alguns dilemas da política econômica, a equipe econômica do Governo Dilma tem realizado algumas mudanças na administração da política econômica: combinação de uma política fiscal mais contencionista (sobretudo com redução de gastos com custeio) com uma política de redução na taxa de juros, acompanhando a redução sem precedentes na taxa de juros internacional; BCB tem procurado, mais recentemente, balizar sua política de juros não só olhando para trás, mas também olhando para a frente, se antecipando a piora no cenário econômico; utilização de medidas macroprudenciais para controlar a expansão do crédito; e, para arrefecer a forte entrada de capitais externos, e buscar impedir uma apreciação maior na taxa de câmbio, vem procurando colocar “grão de areia na engrenagem”, como a imposição de uma alíquota de IOF para empréstimos externos de até 3 anos. Tais controles são entendidos como necessários uma vez que o diferencial de taxa de juros aumentou, mesmo com a queda da taxa de juros doméstica, em função da forte queda na taxa de juros internacional. Dado os efeitos limitados da adoção de controles de capitais (“*market friendly*”, via imposição de impostos) sobre os fluxos de capitais e logo a taxa de câmbio, o governo vem adotando alguns estímulos fiscais para setores da indústria de transformação, com desoneração das empresas do IPI e de encargos trabalhistas.

### **Uma breve agenda de política econômica**

Nesta seção procuraremos explorar brevemente alguns tópicos que compõem uma breve agenda de política econômica com vistas a buscar superar alguns dilemas da

política econômica e ajudar a criar condições para que a economia brasileira crescer a taxas elevadas e de forma sustentada.

Em primeiro lugar, entendemos que a escolha entre uma estratégia de crescimento “*wage-led growth*” e “*export-led growth*” (como no caso das economias asiáticas mais dinâmicas) é uma opção falsa para a economia e sociedade brasileira. Por um lado, a economia brasileira dificilmente poderia adotar um caminho asiático de desenvolvimento, baseado na competitividade das exportações via salário baixo e câmbio depreciado, além do subsídio creditício para os investimentos em setores com potencial de exportação. Por outro lado, não pode e não deve abrir mão de, mesmo tendo o mercado interno o motor do crescimento, desenvolver e manter um setor manufatureiro dinâmico, com capacidade de inserção no comércio internacional. A manutenção de um superávit comercial robusto, o que requer inclusive a exportação de bens manufaturados de maior valor agregado, é condição necessária para a economia brasileira não esbarrar na restrição externa ao crescimento econômico. A compatibilização e um “meio termo” entre as duas estratégias de crescimento parece ser, portanto, a mais adequada.

Isto coloca, em segundo lugar, a necessidade de avaliar a efetividade dos controles de capitais que vêm sendo adotado, sendo neste particular necessário considerar alguns fatores. O uso de técnicas de administração dos fluxos de capitais inclui controles de capitais propriamente ditos (normas que regulam o volume, a composição e/ou alocação do capital que entra e sai do país) e regulamentações financeiras domésticas prudenciais. Para funcionarem os mesmos têm que ser dinâmicos (no sentido de se estar gerenciando permanentemente os fluxos de capitais) e abrangentes, de modo a evitar porosidade nos controles. No caso do Brasil, isto implica, em particular, tornar os controles os mais abrangentes possíveis, avaliando inclusive se seria necessário incluir investimento direto estrangeiro, e a implementação de uma regulação mais ampla sobre o mercado de derivativos de câmbio, que frequentemente funciona mais para especulação do que para proteção cambial. Uma outra alternativa seria avaliar se seria controles quantitativos não seriam mais efetivos do que controles de mercado (via imposto). Isto poderia contribuir para um ativismo maior na determinação da taxa de câmbio no Brasil, utilizando-se, por exemplo, uma taxa de câmbio de referência implícita (ainda que não tendo um compromisso de mantê-la), mantendo-se, contudo, um regime de câmbio flutuante.

Em terceiro lugar, deve-se efetuar uma espécie de “faxina” nos resquícios da indexação financeira no Brasil, que vêm desde os tempos da alta inflação, procurando-se acabar com a existência de títulos indexados a taxa Selic (LFTs) e ao mesmo tempo rever a remuneração das cadernetas de poupança, instituindo uma remuneração de mercado para novos depósitos. A queda na taxa de juros abre uma janela de oportunidade para acabar com as LFTs, fazendo-se uma troca com títulos prefixados ou indexados a inflação, mesmo que o Tesouro tenha que pagar um prêmio de risco para tanto. No Brasil há ainda este anacronismo de haver uma taxa de juros que é utilizada para fazer política monetária e ao mesmo tempo remunera parte (mais de 30%) dos títulos públicos, com efeitos deletérios sobre o desenvolvimento do mercado de títulos de longo prazo, dada a competição com títulos livre do risco de mercado e de alta liquidez. Deste modo, como parte do portfolio dos agentes está indexada a taxa Selic (e sua prima taxa DI), a política de juros tem seu canal de transmissão parcialmente prejudicado pelo fato de que parte da riqueza financeira não perde valor por ocasião de uma elevação na taxa de juros. Neste sentido, o governo deve adotar uma política gradual mas firme para acabar com as LFTs.

Por último, mas não menos importante, um crescimento econômico mais elevado e sustentado requer, como já sugerido, uma taxa de investimento mais elevada, ao redor de 24 a 25% do PIB. Neste particular, três dimensões devem ser consideradas. Em primeiro lugar, a política econômica tem um papel importante para reduzir a incerteza que é inerente ao mundo nos negócios. Neste sentido, o Brasil precisa ainda encontrar uma relação taxa de juros e taxa de câmbio mais adequada para o investimento produtivo. Em segundo lugar, o investimento público em infraestrutura (eletricidade, ferrovias, estradas, habitação, etc.) é outro fator de estímulo a elevação da taxa de investimento, dada a externalidades positivas de tais gastos sobre a economia e a complementaridade entre investimento público e o privado. Por último, embora poupança não seja pré-condição para o investimento, a existência de mecanismos adequados de financiamento de longo prazo, privados e públicos, é fundamental para que a taxa de investimento deslanche no país e que tais investimentos sejam financiados de forma compatível com o perfil de maturidade de longo prazo dos receitas geradas pela ampliação da capacidade produtiva. Como já sugerido, a fim da indexação financeira contribuiria para o desenvolvimento de um mercado de títulos corporativos de longo prazo no Brasil, junto com medidas que estimulem o desenvolvimento de mercados secundários de títulos.