

**Uma Nova Política Macroeconômica:
algumas proposições a partir de uma visão novo-desenvolvimentista***

Luiz Fernando de Paula

Professor de Economia da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (UERJ) e pesquisador
do CNPq

E-mail: luizfpaula@terra.com.br e <http://paginas.terra.com.br/educacao/luizfpaula>

Resumo

Este artigo objetiva discutir alternativas de política econômica para o Brasil que permitam o país manter um crescimento econômico sustentado e financeiramente estável. Algumas questões subjacentes são foco de preocupação do artigo: A atual política baseada no regime de metas de inflação como única meta e um único instrumento, a taxa de juros, poderá ser substituída por uma política prevendo duplo mandato (inflação e emprego) e a adição da taxa de câmbio como instrumento? Nesse caso, será necessário restringir em certos casos a abertura da conta de capital?

* Este paper foi preparado especialmente para o 3º Fórum de Economia da Fundação Getúlio Vargas/SP, realizado em 31 de julho e 1º de agosto de 2006, e revisto em dezembro de 2006. Publicado em Bresser-Pereira, L.C. (org.). *Nação, Câmbio e Desenvolvimento*. Rio de Janeiro: Editora da FGV, 2008, p. 95-133.

1. Introdução

O comportamento da economia brasileira desde o início dos anos 1980 tem sido marcado por um comportamento de *stop-and-go* e por um baixo crescimento econômico, sobretudo quando comparado com o período 1947/80, quando o país teve um crescimento econômico médio de 7,1% a.a. (Serra, 1982). O baixo crescimento econômico (média de 2,1% em 1990/2005) veio acompanhado de baixos níveis na taxa de investimento, que tendo alcançado taxas de cerca de 21-23% do PIB nos anos 1970 caiu para 18-20% na década de 1990 e de 2000 (com exceção dos anos 1994 e 1995). Todavia, várias transformações ocorreram na economia brasileira ao longo da década de 1990: privatização de empresas estatais, abertura comercial, abertura da conta de capital do balanço de pagamentos, estabilização de preços, etc. Destaca-se, em particular, o sucesso na estabilização de preços feito pelo Plano Real, em que pese a emergência de outros desequilíbrios macroeconômicos no período 1994/98, como no caso de déficits crescentes em conta corrente.

Desde 1999, o governo brasileiro vem adotando um modelo de política econômica que tem como pilares principais: (i) adoção de um regime de câmbio flutuante; (ii) adoção de um regime de metas de inflação, que significou colocar a estabilidade de preços como o objetivo principal da política econômica; (iii) manutenção de uma taxa de juros reais elevadas (mais de 10% a.a.) para propósitos de estabilidade de preços e/ou para evitar saída de capitais em momento de instabilidade macroeconômica; (iv) existência de uma conta de capital aberta, resultado de um processo gradual e contínuo de liberalização financeira, de modo a integrar o Brasil ao mercado financeiro internacional; (v) geração de superávits fiscais primários, que tem alcançado patamares de mais de 4% do PIB no Governo Lula, sendo visto como condição necessária para garantir sustentabilidade da dívida pública doméstica; (vi) mais recentemente (a partir do final de 2002), a combinação de câmbio flutuante com taxa de juros reais muito elevadas, além da melhoria na balança comercial, tem resultado numa tendência à sobrevalorização da taxa de câmbio real.

Em que pese algumas importantes melhorias recentes em alguns indicadores macroeconômicos – em particular no que se refere ao setor externo, em boa medida favorecido pela melhoria nas condições econômicas mundiais a partir de 2002 que causou um aumento na demanda e preços de commodities e aumento na liquidez no mercado

financeiro internacional – o crescimento econômico tem desapontado: a taxa de crescimento média no período 1999/2005 foi de apenas 2,3% a.a. bem abaixo da taxa média de crescimento dos países emergentes no período. Por detrás deste baixo crescimento é quase consensual que é necessário baixar as taxas reais de juros, que tem se situado nos últimos anos em mais de 10% a.a. Tem sido comum alguns economistas (inclusive do Banco Central do Brasil) sustentarem que o patamar possível de crescimento econômico, em função do produto potencial do país¹, que mantenha a inflação baixa é algo ao redor de 3% a.a., claramente insuficiente para atender as necessidades da população brasileira e, como já destacado, abaixo do crescimento médio dos países emergentes.

O desafio atual para os formuladores da política macroeconômica no Brasil é, por um lado, evitar o conservadorismo excessivo que amarra a política econômica à rigidez de um regime de metas de inflação e para quem o crescimento é limitado pelo produto potencial presente (calculado a partir do crescimento do produto pretérito do país), e, de outro, evitar a irresponsabilidade do estímulo ilimitado à demanda agregada, que pode gerar o risco de uma inflação descontrolada. Deve, portanto, ter a ousadia necessária à promoção do desenvolvimento de uma economia ainda retardatária, com o cuidado de preservar os ganhos já conquistados em termos de estabilidade de preços.

Este artigo objetiva discutir alternativas de política econômica para o Brasil que permitam o país manter um crescimento econômico sustentado e financeiramente estável². Algumas questões subjacentes são foco de preocupação deste artigo: A atual política baseada no regime de metas de inflação como única meta e um único instrumento, a taxa de juros, poderá ser substituída por uma política prevendo duplo mandato (inflação e emprego) e a adição da taxa de câmbio como instrumento? Nesse caso, será necessário restringir em certos casos a abertura da conta de capital?³ Nossa resposta, como será visto no decorrer do artigo, é afirmativa quanto a essas questões. Tomamos como ponto de partida que o modelo de política econômica atualmente adotado não é suficiente para colocar o país na rota de

¹ Para uma avaliação crítica do cálculo do produto potencial feito pelo BCB, ver Barbosa (2005). O autor mostra que há um viés de baixo crescimento no cálculo da estimativa produto potencial, já que a metodologia tende a extrapolar o passado recente para o futuro, tornando as projeções conservadoras e possivelmente auto-realizáveis sobre a capacidade de crescimento da economia.

² Evidentemente boas políticas macroeconômicas não bastam para promover o desenvolvimento econômico, embora se constituam em elementos essenciais de uma estratégia bem sucedida.

³ Essas questões foram colocadas pelos organizadores do 3º Fórum de Economia da FGV-SP.

um crescimento mais elevado e sustentado e que tampouco versões mais “radicais” deste modelo serão eficazes.

O modelo de política macroeconômica aqui adotado se insere uma visão de estratégia nacional de desenvolvimento denominada de novo-desenvolvimentista⁴, que tem as seguintes características: (i) preconiza uma ação complementar entre Estado e mercado, cabendo ao Estado arbitrar e estimular a concorrência e mesmo influir na determinação das variáveis econômicas relevantes - como desemprego e distribuição de renda; (ii) defende, ao contrário do que preconiza a “ideologia globalizante”, um Estado forte, capaz no plano político, regulatório e distributivo, além de financeiramente sólido; (iii) defende a adoção de políticas macroeconômicas redutoras de incertezas que são inerentes ao mundo globalizado, com especial atenção ao problema da vulnerabilidade externa; (iv) utiliza o conceito mais amplo de estabilidade macroeconômica, que busca compatibilizar crescimento econômico com estabilidade de preços, ao invés de mera estabilidade de preços; (v) sustenta a necessidade de uma transformação produtiva que dê sustentação a uma competitividade internacional autêntica apoiada na incorporação de progresso técnico e em práticas gerenciais inovadoras, sendo, para tanto, necessária o fortalecimento da base empresarial do país e a adoção de uma política industrial voltada para a melhoria da competitividade das exportações de maior valor agregado.⁵

O artigo está dividido em seis seções, além desta Introdução. A seção 2 define o conceito de estabilidade macroeconômica. A seção 3 analisa a alternativa ortodoxa-conservadora de política macroeconômica e a seção 4 apresenta uma alternativa novo-desenvolvimentista. A seção 5 conclui o artigo.

2. Novo-Desenvolvimentismo: Estabilidade Macroeconômica

A política econômica, na perspectiva novo-desenvolvimentista aqui proposta, relaciona-se à adoção de um conjunto de medidas que visa a aumentar o nível de demanda agregada, de modo a criar um ambiente estável que estimule os empresários a realizar

⁴ A expressão “novo desenvolvimentismo” foi primeiro proposta por Bresser Pereira (2003, cap. 20) e foi por nós explorada em Sicsú et al (2005) e Sicsú et al (2006).

⁵ Exploramos cada um desses pontos em Sicsú et al (2006). Não é pretensão do presente artigo explorar todos os aspectos relacionados a estratégia novo-desenvolvimentista, já que o foco aqui é a política macroeconômica.

novos investimentos - uma vez que os níveis de emprego e utilização da capacidade produtiva dependem, em boa medida, dos determinantes da demanda agregada, principalmente da decisão de investimento dos empresários. O ponto de partida é que a expansão da economia ocorre quando empresários são levados a acreditar que a demanda por seus produtos não apenas se sustentará em níveis elevados, como também ultrapassará a capacidade produtiva existente, isto é, é a expectativa de um nível de demanda superior a capacidade produtiva que estimula os empresários a investir em nova capacidade. Neste contexto, 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 – no lugar da simples acumulação de ativos líquidos; a boa política é aquela que cria um contexto favorável ao *animal spirits* empresarial, induzindo os agentes a expandirem a produção e a investirem em ativos de capital, dando origem a investimento novo (Carvalho, 1999).

Contudo, o objetivo da política econômica deve ser amplo: ela deve estar voltada para a *estabilidade macroeconômica*, um conceito mais amplo do que o de mera estabilidade de preços (Stiglitz, 1999), ou seja, deve procurar também reduzir as incertezas relativas à demanda futura que são inerentes aos negócios na economia. Nesta perspectiva, controle de inflação é importante, na medida em que a inflação persistente e elevada gera distorções na economia (torna mais imprevisível o horizonte de decisões de mais longo termo), mas não deve ser exagerado, sob o perigo de colocar em risco os objetivos de estabilidade e crescimento do produto e do emprego⁶. Assim, o objetivo da política econômica deve incluir minimizar ou evitar maiores contrações econômicas, devido aos altos custos econômico-sociais das desacelerações.

Estabilidade de preços e aumento do produto e emprego são compatíveis dentro dessa visão e, para tanto, o governo deve fazer uso de um instrumental variado de política econômica com objetivos múltiplos – e não somente utilizar a política monetária voltada exclusivamente para o controle da inflação. Portanto, nesta perspectiva não faz sentido que o banco central tenha um único mandato (preservação da estabilidade de preços). A

⁶ Neste sentido, segundo Stiglitz (1999, p. 99), “o foco único sobre a inflação não somente distorce as políticas econômicas – evitando que a economia alcance seu potencial pleno de crescimento – como também conduz a arranjos institucionais que reduzem a flexibilidade econômica sem obter os importantes benefícios de crescimento”.

perspectiva novo-desenvolvimentista sustenta que para se atingir os objetivos múltiplos de política – como crescimento econômico e estabilidade de preços – é necessária uma maior coordenação de políticas (fiscal, monetária, cambial, salarial etc.): devem-se avaliar os impactos conjuntos da adoção das políticas sobre os objetivos como um todo. Assim, a coordenação de políticas é fundamental para se atingir a *estabilidade macroeconômica*, devendo, assim, as políticas macroeconômicas – políticas cambial, monetária e fiscal – serem fortemente interconectadas e, ao mesmo tempo, serem designadas e implementadas de forma coerente.

Acrescente-se, ainda, que o uso da poupança externa como suporte a uma estratégia de crescimento deve ser limitado, uma vez que as evidências recentes de países em desenvolvimento 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 normalmente é canalizada para consumo, não resultando num aumento da capacidade produtiva em setores *tradables*. Em um processo de abertura da conta de capitais que resulte em um forte ingresso de recursos externos, a intensa apreciação cambial direciona gastos dos agentes domésticos na direção de bens de consumo importados, em função do aumento artificial dos salários, ao mesmo tempo em que diminui a produção nacional para exportação.⁷ Como resultado, os países em desenvolvimento podem enfrentar uma restrição externa ao crescimento, já que a dívida contratada é utilizada para financiar sobretudo consumo que não gera retorno suficiente para saldá-la⁸. Portanto, no longo prazo é desejável que os saldos em conta corrente devam estar em equilíbrio, uma vez que um país não pode tomar empréstimos indefinidamente, dado a restrição de insolvência (Bresser Pereira e Nakano, 2004).

⁷ Bresser Pereira (2004) sustenta que o nível de câmbio real determina a composição do gasto agregado da economia: enquanto que um câmbio real mais depreciado significa um salário real mais baixo que estimula as exportações e investimentos no setor de comercializáveis e inibe as importações e consumo, um câmbio mais apreciado produz o inverso, ou seja, um salário real mais elevado que estimula importações e consumo e inibe as exportações e investimentos no setor de comercializáveis. Como resultado, câmbios reais relativamente depreciados estariam associados a altos níveis de poupança doméstica e exportações, e câmbios reais relativamente apreciados estariam associados a altos níveis de consumo e baixos níveis de poupança doméstica e investimento. Ver, ainda, Gala (2006).

⁸ A forma de financiamento do balanço de pagamentos também é importante, devendo-se evitar fluxos de capital de portfólio e dívida de curto prazo que podem gerar custos associados a alta volatilidade dos fluxos de capitais, sem gerar benefícios de difusão de conhecimento.

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. Williamson (2003) denomina a perspectiva que enfatiza a importância de *manter uma taxa de câmbio real* para promover a lucratividade das atividades dos setores comercializáveis (*tradables*) e estimularem as firmas a investirem e expandirem a produção e emprego nesses setores de “abordagem da estratégia de desenvolvimento”, que atribui à expansão desses setores a geração de externalidades em favor da modernização e crescimento em outros setores da economia.⁹

A estratégia de manter uma taxa de câmbio real e estável a médio e longo prazo deve ser 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 domésticos¹⁰. 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 na direção de produtos de maior elasticidade-renda¹¹. Por sua vez, a substituição de importações em alguns segmentos mais dinâmicos da indústria pode se tornar necessária devido à alta elasticidade-renda das importações do país, o que faz com que estas cresçam significativamente em períodos de crescimento econômico continuado¹².

⁹ Estudo recente feito por Hausmann et al (2004), ao analisar períodos de rápida aceleração no crescimento econômico (i.e, crescimento sustentado por pelo menos 8 anos) desde os anos 1950, concluíram que tais acelerações tendem a ser correlacionadas a investimento e comércio, e também *com depreciações na taxa de câmbio real*. Frenkel (2004), ao analisar a relação entre taxa de câmbio real e desemprego na Argentina, Brasil, Chile e México entre 1980 e 2003, concluiu que há uma forte correlação negativa entre essas duas variáveis um *lag* de dois anos.

¹⁰ Uma discussão mais detalhada sobre política industrial extrapola os objetivos deste artigo.

¹¹ 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).

¹² 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

Uma estratégia novo-desenvolvimentista deve buscar formas de reduzir a vulnerabilidade externa da economia, de modo a evitar os efeitos de choques externos – causados por mudanças nos sentimentos do mercado, inclusive decorrentes de “comportamento de manada” - sobre a taxa de câmbio. Afinal, vários estudos têm mostrado os efeitos nefastos que a excessiva volatilidade da taxa de câmbio, em países em desenvolvimento, têm sobre decisões de investimento, inflação, dívida pública, etc..¹³ Nos países em desenvolvimento, a volatilidade cambial em geral é bem maior do que nos países desenvolvidos, possuidores de moedas fortes e conversíveis, devido ao reduzido tamanho dos mercados financeiros desses países com relação aos fluxos de capitais de curto prazo que ingressam nos mesmos¹⁴. Neste sentido, James Tobin, 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, itálicos acrescentados).

Nesta perspectiva, a conversibilidade da conta de capital (do balanço de pagamentos), se precipitada, pode comprometer o desenvolvimento do sistema financeiro doméstico de um país em desenvolvimento, em função justamente de maior instabilidade macroeconômica gerada pela volatilidade nos fluxos de capitais externos. Assim, a estabilidade macroeconômica e desenvolvimento de longo prazo requerem a existência de mercados financeiros saudáveis¹⁵. Daí a necessidade de se redesenhar o sistema regulatório

forte restrição externa ao crescimento destas economias. Deve-se acrescentar que há farta literatura empírica comprovando a Lei de Thirlwall na experiência de vários países emergentes.

¹³ Ver, entre, outros, Guérin e Lahrèche-Révil (2003) e IMF (2003).

¹⁴ 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.

¹⁵ Eicheengreen e Leglang (2002, p.2) sugerem, a partir de um estudo empírico, que os países atualmente desenvolvidos primeiro desenvolveram seu mercado financeiro doméstico, acompanhado de conversibilidade restrita da conta de capital, para depois liberalizarem sua conta de capital: “[o impacto da liberalização da conta de capital sobre o crescimento] é mais provável ser positivo quando os mercados financeiros domésticos

do sistema financeiro: o fortalecimento da regulação e supervisão financeira é fundamental para assegurar a estabilidade do sistema financeiro. Igualmente importante é o estabelecimento de políticas que permita o governo enfrentar os problemas relacionados à volatilidade dos fluxos de capitais em mercados financeiros/cambiais pouco densos, podendo incluir medidas de redução da vulnerabilidade externa, política de formação de reservas cambiais, regulação sobre fluxos de capitais, etc. Tais medidas são importante em função da impossibilidade de se manejar, na presença de liberdade dos fluxos de capitais, o câmbio, e ao mesmo tempo ter autonomia na definição da taxa de juros de curto prazo. Ou seja, na ausência de regulação sobre os fluxos de capitais a política cambial não pode operar de forma independente da política monetária, de acordo com a chamada “trindade impossível”¹⁶. Assim, *ceteris paribus*, quanto maior for o desejo da autoridade monetária utilizar o câmbio como instrumento de política econômica, maior será a necessidade de regulação sobre os fluxos de capitais.¹⁷

Portanto, para evitar os problemas relacionados a um afluxo significativo de capitais para o país, 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 regulação sobre fluxos de capitais, de natureza preventiva, que atenuar o afluxo de capital e ao mesmo tempo atraia capitais de maturidade mais longa.¹⁸ A adoção de técnicas de gerenciamento de fluxos de capitais¹⁹ – como, por exemplo, uma tributação sobre ingresso de capitais e o estabelecimento de prazos mínimos de permanência de

são bem desenvolvidos e regulados e a operação do sistema financeiro internacional é suave e estável. É mais provável ser negativo quando os mercados financeiros, doméstico e internacional, estão sujeitos à crise”.

¹⁶ A “trindade impossível” diz que as autoridades econômicas não podem atingir simultaneamente três objetivos: uma taxa de câmbio fixa, conversibilidade livre entre moeda do país com outras moedas e uma política monetária autônoma.

¹⁷ China e Índia são exemplos de países que controlam o fluxo de capitais e têm flexibilidade no manejo da política cambial, monetária e fiscal. Ver, a respeito, Ferrari Filho e Paula (2006).

¹⁸ Segundo Paula (2002, p.439), “Controles de capitais são usados para diferentes propósitos, dentre os quais destacam-se: (a) Manter a estabilidade da taxa de câmbio, reduzindo as pressões sobre esta; (b) Discriminar entre fluxos desejáveis e indesejáveis de capitais; (c) Permitir a implementação de políticas monetárias domésticas autônomas (neste caso, se os controles são efetivos, os fluxos de capitais tornam-se menos sensíveis às taxas de juros, o que permite que as autoridades se voltem para objetivos econômicos domésticos); e (d) Preservar a estabilidade monetária e financeira em face de fluxos persistentes de capital (inclusive para deter saídas de capitais em contexto de crise do balanço de pagamentos)”.

¹⁹ Segundo Epstein et al (2003), as técnicas de gerenciamento sobre fluxos de capitais incluem tanto controles de capital *strictu sensu*, ou seja, medidas que afetam volume, composição e/ou alocação dos fluxos de capitais privados internacionais, como regulamentações financeiras prudenciais, que podem incluir limitações (ou monitoração) às oportunidades de residentes tomarem empréstimos externos e a existência de fortes restrições à habilidade dos bancos de terem posições em moedas estrangeiras.

capital (a chamada “quarentena”) - deve ser visto como um instrumento que permita a viabilização de políticas econômicas mais autônomas e a criação de um ambiente macroeconômico mais estável que favoreça a retomada dos investimentos produtivos²⁰. Isto pode permitir que os países, individualmente, passem a perseguir uma política econômica mais autônoma e, ao mesmo tempo, manter uma taxa de câmbio mais estável.

É importante destacar que a regulação sobre fluxos de capitais (incluindo regulações prudenciais) não deve ser usada como um instrumento permanente para cobrir políticas econômicas inconsistentes, devendo, ao contrário, ser coerente e consistente com objetivos gerais do regime de política econômica, que, por sua vez, são parte integral de uma visão econômica nacional. Em outras palavras, regulação sobre fluxos de capitais, quando bem sucedidas, e bons fundamentos tendem a se retro-alimentar.²¹

3. A Alternativa Ortodoxo-Conservadora: uma avaliação crítica

A alternativa ortodoxo-conservadora, embora seja favorável a manter intacto o modelo de política econômica, adotado desde 1999, composto do tripé câmbio flutuante, regime de metas de inflação e superávits primários (além da livre conversibilidade da conta de capital), tem diferido em alguns aspectos da política econômica do Governo Lula, com será visto a seguir. A principal diferença está relacionada à magnitude do ajuste fiscal, ou mais especificamente, do superávit primário, que durante o Governo Lula (2003/06) situou-se entre 4,25% a 4,83% do PIB. A visão ortodoxo-conservadora defende além de um recrudescimento da política fiscal, um aprofundamento no processo de liberalização comercial.

²⁰ 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*”. É interessante destacar que uma análise de algumas experiências recentes de adoção de regulamentação sobre fluxos de capitais mostra que tal adoção não é uma opção de natureza ideológica, mas sim pragmática. Ver, a respeito, Modenesi e Modenesi (2006).

²¹ Tais regulamentações para serem bem sucedidas devem, em geral, ser abrangente em seu alcance e fortemente impostos, para evitar re-denominação artificial de operações com o fim específico de evitar as restrições existentes. Para uma análise abrangente dessas experiências, ver Ariyoshi et al (2000) e Epstein et al (2003).

É interessante, ainda, destacar que o conjunto de políticas é justificado a partir do diagnóstico feito dos problemas atuais da economia brasileira, relacionados, em particular, às altas taxas de juros²². Em particular, as elevadas taxas de juros no Brasil são explicadas em função do tamanho da dívida pública (superior a 50% do PIB) e com uma proporção elevada de títulos públicos indexados à Selic, e da existência de um volume de crédito livre ao setor privado baixo, de apenas 30% do PIB. Com relação ao aprofundamento do crédito ao setor privado, fundamental para sustentar taxas de crescimento elevadas, é necessário um sistema jurídico que permita a execução de garantias, eliminando assim as fontes de “*moral hazard*” que são os maiores responsáveis pelos elevados spreads bancários no País; e também o desenvolvimento de um mercado secundário ativo para títulos emitidos com taxas fixas de juros, também contribuindo para redução dos spreads.

Nesta visão a origem do problema está relacionada principalmente à questão fiscal. Isto porque a crise de confiança no governo ou um choque externo resultam ou afetam a economia brasileira em função da existência de uma situação de desequilíbrio fiscal, causados, como referido acima, por uma dívida pública elevada (e parcialmente indexada a taxa Selic e/ou a taxa de câmbio) ou mesmo pela suspeita de que o governo abandonaria a meta de superávits fiscais primários. Esta situação faria com que houvesse uma contração na demanda por títulos brasileiros, o que no mercado secundário elevaria os prêmios de risco e ao mesmo tempo reduziria a demanda por títulos novos, diminuindo o ingresso de capitais e depreciando assim a taxa de câmbio. A depreciação cambial teria um duplo efeito: (i) direto, em que ao elevar a inflação requer um movimento compensatório de elevação na taxa de juros; e (ii) indireto, decorrente dos efeitos da taxa de juros e do menor crescimento econômico sobre a relação dívida pública/PIB, elevando-a, que por sua vez ajuda deteriorar a crise de confiança. A forma de truncar esta seqüência de eventos é através da geração de superávits fiscais suficientemente elevados para garantir a queda da relação dívida/PIB (Pastore e Pinotti, 2005, p. 118). Ou seja, a consolidação do quadro fiscal seria condição necessária e suficiente para “vacinar” a economia brasileira contra a ocorrência de crises de confiança e/ou choques externos.

A consolidação fiscal deveria ser feita através de um aumento no superávit primário (sobretudo pelo lado da despesa) e uma mudança concomitante na composição do

²² A análise e proposições que se segue estão baseadas em Pastore e Pinotti (2005; 2006).

superávit, diminuindo os gastos correntes (através principalmente da diminuição nos gastos com previdência, despesas de salários e de custeio) ao invés de aumentar as receitas via impostos. A elevação nos superávits primários resultaria em uma redução na relação dívida pública/PIB e nos prêmios de risco e abriria espaço para taxas de juros menores. Concomitantemente, diminuiria o custo marginal das intervenções do BC no mercado de câmbio (acúmulo de reservas) e reduziria a força que produz a valorização cambial representada pelo diferencial entre as taxas de juros interna e externa.

Outro ponto defendido pela visão ortodoxo-liberal é a liberalização de importações (via redução de tarifas), de modo a permitir um aumento das importações de bens de capitais e matérias-primas necessárias para alavancar o crescimento econômico, dado a escassez crônica de capital do Brasil. Neste caso, a absorção de poupanças externas, com déficits nas contas correntes, se justificaria em função da elevação da taxa global de poupanças da economia. A maior integração comercial, inclusive através de rebaixas unilaterais de tarifas traria benefícios, contribuindo para atenuar uma valorização cambial excessiva que prejudique as exportações. Um dos pressupostos desta medida é a de que a formação bruta de capital fixo é dependente das importações, que por sua vez é muito sensível ao câmbio real (p.ex., uma depreciação cambial eleva o preço relativo dos produtos importados, reduzindo a sua demanda), havendo uma forte correlação positiva entre as importações e a formação bruta de capital fixo. Ademais, como câmbio reais mais depreciados somente tornam as exportações mais competitivas através da redução da relação câmbio/salários, a promoção das exportações neste caso se faz às custas dos assalariados que vêem os salários reais diminuírem.

Há algumas questões críticas nesta abordagem. Em primeiro lugar, o diagnóstico de que as crises externas que afetam a economia brasileira resultam de uma situação de desequilíbrio fiscal é parcial, uma vez que na realidade tal desequilíbrio resulta da forma de operação do atual regime de política econômica, em que o funcionamento de um regime de metas de inflação com uma conta de capitais aberta faz com que situações de fuga de capitais externos, ao resultarem em um movimento de desvalorização cambial, obrigam o Banco Central do Brasil (BCB) a elevar a taxa de juros. A elevação desta última, por sua vez, tem impacto sobre a dívida pública, o que por sua vez obrigue o governo a gerar

maiores superávits primários para manter um certo “equilíbrio” na situação fiscal.²³ Em outras palavras, o modo de integração internacional da economia brasileira tem resultado frequentemente em situações de instabilidade da taxa de câmbio e da taxa de juros, que acaba por restringir o grau de liberdade da política fiscal no Brasil.²⁴ Assim, o montante de superávit primário necessário para estabilizar a relação dívida pública/PIB é determinado parcialmente pelos movimentos da taxa de juros e da taxa de câmbio, em função dos seus efeitos sobre a dívida pública e o PIB. Portanto, dado o compromisso do governo federal com as avaliações de sustentabilidade da dívida pública, a política fiscal torna-se, na realidade, um resíduo da política monetária. As crises externas, por sua vez, estão relacionadas principalmente ao grau de vulnerabilidade externa da economia brasileira, do grau de abertura da conta de capitais que torna mais fácil o movimento de especulação cambial e/ou de contágios relacionados ou não a situações de deterioração nos fundamentos econômicos – questões que não são abordadas na visão ortodoxo-liberal acima. Note-se que há outras formas de “truncar a seqüência de eventos”, como, por exemplo, a adoção de políticas que visem deliberadamente reduzir a vulnerabilidade externa do País²⁵, como política de formação de reservas cambiais, introdução de alguns mecanismos de regulação sobre fluxos de capitais, etc.

Em segundo lugar, a interpretação de que os spreads bancários são elevados no Brasil em função das dificuldades judiciais na execução das garantias, tem que ser devidamente relativizada, pois estudos recentes (Afanasieff et al, 2002; Oreiro et al, 2006) mostram que os fatores macroeconômicos são importantes na explicação da determinação do *spread* bancário. Em particular, destaca-se a elevada o nível da taxa de juros (Selic), que serve de piso para as demais taxas, a volatilidade da taxa de juros, que eleva o risco de taxa de juros enfrentado pelo banco e aumenta o seu grau de aversão ao risco, além da produção industrial, cujo baixo crescimento amplia o nível de inadimplência dos empréstimos, bem como reduz a demanda por crédito, diminuindo as economias de escala que poderiam ser obtidas nas operações de empréstimos. Portanto, a incerteza no ambiente macroeconômico que envolve os bancos é uma importante causa dos elevados *spreads* e altas taxas de

²³ Dado a rigidez dos gastos públicos, em função da existência de gastos obrigatórios (educação, saúde, fundo contra pobreza, etc.), a única opção do governo para gerar superávits primários é combinar aumentos nas receitas, via elevação na arrecadação de impostos, com diminuição nos investimentos públicos.

²⁴ Para uma análise recente da situação fiscal brasileira, ver Lopreato (2006).

²⁵ Vulnerabilidade externa é aqui entendida como o grau de exposição a choques externos de um país.

empréstimos no Brasil. Se isto é verdade, então a adoção de políticas macroeconômicas consistentes que criem condições para um crescimento econômico sustentável e financeiramente estável poderá ter um efeito positivo em reduzir os *spreads* bancários no Brasil. Sem isto, medidas de natureza microeconômica visando à diminuição do spread poderão, mais uma vez, se revelar inócuas.²⁶ Adiciona-se, ainda, que, como uma boa parte do portfólio de aplicações dos bancos no Brasil é composto de títulos indexados a taxa Selic, uma aplicação que combina alta liquidez com rentabilidade, os mesmos passam a embutir um elevado prêmio de risco nas taxas de suas operações bancárias, sendo particularmente elevadas nas modalidades de crédito onde os bancos podem exercer seu poder de monopólio, como cheque especiais e conta garantida (Paula e Alves Jr, 2003). Portanto, além da implementação de uma política econômica efetivamente estabilizadora, é necessário equacionar o problema da dívida pública no Brasil para que se crie condições para que o crédito possa deslanchar no País.

Em terceiro lugar, a visão de que uma maior liberalização de importações serve de alavanca ao crescimento econômico, ao permitir um aumento das importações de bens de capitais e matérias-primas e de que, conseqüentemente, a absorção de poupança externa é desejável, deve ser devidamente avaliada. Antes de mais nada, esta visão assume um determinado padrão de especialização produtiva da economia brasileira como dado, em que, grosso modo, o Brasil é um exportador de commodities e importador de bens de maior valor agregado, como bens de capitais. O problema é que este padrão de especialização brasileiro é relativamente perverso, dado a necessidade de importar bens de capital com maior conteúdo tecnológico e ainda da reduzida participação das exportações brasileiras nos setores dinâmicos do comércio internacional. Este padrão de especialização impõe uma restrição externa ao crescimento econômico, já que a baixa elasticidade-renda dos produtos de menor valor agregado exportados comparada com a maior elasticidade-renda das importações de bens de maior conteúdo tecnológico pode acabar gerando um déficit

²⁶ Nas palavras de dois estudiosos dos determinantes do spread bancário (Saunders e Schumacher, 2000): “se uma significativa proporção das margens dos bancos em um certo país é determinada pela volatilidade da taxa de juros em vez do comportamento monopolístico dos bancos, a atenção da política pública deve ser melhor focada nas políticas macroeconômicas como um instrumento para reduzir o custo de serviços de intermediação”.

estrutural no balanço de pagamentos²⁷. No caso brasileiro, o rompimento da restrição externa só será possível quando a obtenção de superávits comerciais não se der às custas de compressão da absorção doméstica. Assim, a obtenção recorrente de saldos comerciais expressivos é o mecanismo mais efetivo de conciliação do crescimento econômico com o equilíbrio das contas externas²⁸. Ademais, como visto na seção 2, a absorção de poupança externa em países emergentes como o Brasil acaba se revelando problemática, em função de problemas de solvência externa a longo prazo.

Uma visão alternativa à acima analisada é aquela defendida por Arida, Bacha e Lara-Resende (2004), segundo o qual o elevado nível da taxa de juros no Brasil é consequência das distorções advindas do quadro institucional/jurídico brasileiro, ou seja, da incertezas associadas ao estabelecimento de contratos na jurisdição brasileira (“incerteza jurisdicional”). Portanto, a remoção dessas incertezas contribuiria no sentido tanto de permitir a formação de um mercado financeiro mais robusto no Brasil, quanto de criar condições para a redução da taxa de juros (básica e de empréstimos bancários), fortalecendo e permitindo um melhor funcionamento do tripé de política econômica vigente. Exemplos de tais incertezas são as dificuldades de cobrança de créditos em liquidação judicial na justiça brasileira, por conta da morosidade e dificuldade de execução das garantias, o que faz com que o prêmio de risco embutido na taxa de empréstimos se eleve; e ainda a relativa inconversibilidade do real, na medida em que controles de capitais virtuais impõem pressões sobre o prêmio de risco-país, com consequências adversas sobre as taxas de juros domésticas.²⁹ A plena conversibilidade da conta de capitais eliminaria o risco de conversibilidade, permitindo uma queda substancial do risco-país e, por conseguinte, promovendo uma redução significativa da taxa de juros doméstica.

Os argumentos defendidos por esses autores acabaram se revelando frágeis, por falta de sustentação teórica mais elaborada e, sobretudo, pela ausência de evidências empíricas que os sustentem. Gonçalves et al (2005), utilizando dados em painel para uma

²⁷ A taxa de crescimento sustentável de um país é aquela em que uma nação pode sustentar sem incorrer no problema do balanço de pagamentos, e depende do crescimento da renda mundial (z) e das elasticidades-renda por importações (π) e por exportações (ε), como mostra $Y_B = \varepsilon z / \pi$. Reportamo-nos, de novo, a Lei de Thirlwall (ver nota 12), que é fartamente documentada em trabalhos empíricos, inclusive numa análise mas de longo prazo da economia brasileira (ver, p.ex., Nakabashi, 2003).

²⁸ Note-se que o crescimento recente das exportações no Brasil se deve principalmente a uma conjuntura internacional amplamente favorável as commodities e que dificilmente deverá se sustentar a longo prazo.

²⁹ Ver, ainda Arida (2003a, 2003b) e Bacha (2003).

amostra de 50 países em 1996/2002, testaram se a incerteza jurisdicional e a inconvertibilidade da conta de capitais explicam as taxas de juros entre os diferentes países, e os resultados não deram significativos. Economias com piores instituições não necessariamente apresentam taxa de juros tão elevadas quanto a do Brasil, concluem os autores.

Oreiro et al (2004), por sua vez, avaliaram o argumento de Arida e Bacha de que as restrições administrativas às transações com moeda estrangeira aumentam as taxas de juros interna e externa devido ao efeito das mesmas sobre o prêmio de risco-país. Testes econométricos – com base em análise de regressão e testes de co-integração – mostraram que: (i) a convertibilidade da conta de capital, tal como medida pelo índice de controle de capitais de Cardoso e Goldfajn (1998), tem efeito estatístico irrelevante sobre o prêmio de risco-país, ou seja, não há uma relação direta robusta entre mudanças nos controles administrativos em relação à convertibilidade da moeda nacional e a variação do prêmio de risco-país; e (ii) embora o efeito da convertibilidade da conta de capital sobre o prêmio de risco no Brasil não seja estatisticamente relevante, os resultados obtidos pelos autores parecem sugerir que o efeito se daria no sentido oposto ao defendido por Arida e Bacha, ou seja, um aumento do nível de controles de capitais na economia brasileira atuaria no sentido de reduzir o prêmio de risco.

Já Ono et al (2006), utilizando um modelo de vetores auto-regressivos (VAR) com o objetivo de avaliar a relação entre controles de capitais, taxa de câmbio e taxa de juros, mostraram que: (i) a taxa de juros responde negativamente aos controles de capitais, ou seja, um aumento nesses controles gera uma redução na taxa de juros; (ii) a taxa de câmbio não responde a variações no índice de controles de capitais, não havendo assim evidências que justifiquem a idéia de que os controles de capitais produzam ou acentuem a volatilidade da taxa de câmbio³⁰.

4. Uma Alternativa Novo-Desenvolvimentista³¹

4.1. A imbróglio macroeconômico: taxas de juros elevadas

³⁰ Este último argumento é defendido em Arida (2004).

³¹ Esta seção beneficiou-se de discussões e trabalhos feitos sobre o tema com Fernando Cardim de Carvalho, João Sicsú e José Luís Oreiro,, a quem isento das opiniões aqui emitidas. Ver, por exemplo, Sicsú et al (2004), Oreiro e Paula (2005) e Carvalho et al (2005).

A alternativa novo-desenvolvimentista, sugerida nesta seção, é coerente com a abordagem de estabilidade macroeconômica feita na seção 2, evidentemente respeitando as especificidades da situação econômica brasileira. Como se sabe, uma das questões atuais centrais do contexto macroeconômico brasileiro são as elevadas taxas de juros reais, que em geral tem se situado acima de 10% a.a., sendo incompatíveis com taxas de crescimento econômico sustentável e financeiramente estável³². Em contexto de operação de um regime de metas de inflação acoplado a um regime de flutuação cambial³³, 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 BCB eleva a taxa de juros para mitigar os efeitos da volatilidade da taxa de câmbio, embora recentemente o BCB venha elevando de forma mais autônoma a taxa de juros, no que tem resultado em uma apreciação na taxa de câmbio e queda da inflação.

³² Altas taxas de juros implicam: (i) um constrangimento ao crescimento econômico, através do encarecimento do preço de crédito (via taxas de empréstimos) e dos impactos negativos das taxas de juros elevadas sobre as expectativas empresarias de longo prazo (investimento); (ii) um aumento na dívida pública, que é formada por uma boa parte por títulos indexados à taxa de juros Selic.

³³ Segundo Hoff e Souza (2006), durante os tempos mais tranquilos o Banco Central não intervém no mercado de câmbio, de forma que o comportamento da taxa de câmbio é similar a um regime de flutuação pura. Entretanto, em períodos de maior instabilidade cambial ou períodos em que a taxa de câmbio está longe de sua média histórica, o Banco Central tende a intervir diretamente ou indiretamente (usando a taxa de juros) no mercado cambial, em situação mais perto de uma flutuação suja.



Fonte: Cálculo do autor com base em dados do BCB.

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.

A política de juros praticada pelo BCB sobrecarrega a política monetária, ao utilizá-lo para perseguir múltiplos objetivos, tais como: controlar o nível de demanda agregada, para coibir aumentos de preços, em uma estratégia monetária de perseguição de metas inflacionárias; influenciar a taxa de câmbio, de forma a controlar em alguma medida as pressões sobre a taxa de câmbio nominal, evitando, assim, pressões de inflação de custos, transmitidas seja pelo preço de importados, seja pelo ajuste de tarifas públicas indexadas ao dólar americano; atração de capital externo para financiar o balanço de pagamentos; estímulo a investidores internos para a aquisição de títulos da dívida pública.

Outros fatores contribuem para elevar as taxas de juros, ao diminuir a eficácia da política monetária. Em primeiro lugar, há problema de que a taxa de juros que remunera os títulos da dívida pública ser a mesma taxa em que o BC opera no mercado de reservas bancárias. Isto ocorre porque cerca de 50% da dívida pública federal em poder do público sofre correção diária à taxa Selic. Deste modo, uma elevação na taxa Selic, ao aumentar a remuneração dos títulos públicos que são utilizados na composição das carteiras dos fundos

de investimento, torna os detentores da riqueza financeira mais ricos, gerando um efeito riqueza sobre a poupança dos agentes econômicos. Isto torna pouco efetivo o efeito de uma elevação da taxa de juros sobre a demanda agregada da economia, demandando taxas de juros maiores do que seriam necessárias em condições normais.³⁴ (Nakano, 2005)

Em segundo lugar, há o problema da baixa relação crédito sobre PIB no Brasil, que embora tenha crescido recentemente, ainda se encontra em patamares baixos de cerca de 30% (quando em países desenvolvidos normalmente é mais de 70%). Isto faz com que o canal do crédito da política monetária seja pouco efetivo. Como os títulos públicos proporcionam no Brasil aos bancos liquidez e rentabilidade, esses podem escolher os termos em que oferecem crédito ao setor privado (normalmente crédito de curto prazo ou com algum tipo de garantia). Dada às elevadas taxas de empréstimos cobradas pelos bancos, o tomador de crédito freqüentemente é um mau tomador, sendo, assim, a demanda por crédito pouco sensível a variações moderadas nas taxas de empréstimos. Há, por fim, a questão do peso dos preços administrativos – derivados de petróleo, tarifa de energia elétrica, telefonia, planos de saúde etc - no índice de preços ao consumidor (IPCA), que é de cerca de 30%. Esses preços se caracterizam por serem insensíveis às mudanças nas taxas de juros. Conseqüentemente, o BC é obrigado a elevar a taxa de juros a patamares mais altos para gerar efeitos sobre preços livres que compensem a rigidez dos preços administrados.

4.2. Uma nova política macroeconômica

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 (condições de sustentabilidade da dívida pública

³⁴ Resulta também que a curva de juros da economia tenha uma inclinação à dos demais países, já que no Brasil a taxa de curto prazo é mais alta do que a taxa de juros de longo prazo. Deste modo, os estímulos da política monetária não se transmitem aos segmentos de mais longo prazo do mercado financeiro, contribuindo também para reduzir a eficácia da política monetária.

e inflação sob controle) com equilíbrio externo (equilíbrio do balanço de pagamentos e redução da vulnerabilidade externa).

O desafio central posto para uma política macroeconômica alternativa á atualmente adotada é a *criação de condições para a redução da taxa de juros*, permitindo quebrar o círculo de ferro que hoje conecta as altas taxas de juros, o serviço da dívida pública, as metas de superávit primário, o investimento público deprimido, o elevado *spread* bancário e o baixo crescimento econômico. Como vimos, em um contexto definido pela coexistência de um regime de câmbio flutuante com um regime de metas de inflação, em condições de liberalização da conta de capital, há uma forte relação entre a política monetária e a política cambial: a volatilidade excessiva da taxa de câmbio gera problemas de gerenciamento da política macroeconômica, além de afetar negativamente as decisões de investimento. Uma política macroeconômica que resulte em uma redução da volatilidade da taxa de câmbio e da taxa de juros terá efeito positivo tanto sobre crescimento econômico - uma vez que as decisões de investimento e de produção são estimuladas pela melhoria do ambiente econômico e pela própria política macroeconômica - quanto à manutenção da estabilidade de preços, dada o importante papel da taxa de câmbio na criação de pressões inflacionárias na economia brasileira.

A 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 regulação sobre fluxos de capitais permitiria uma maior estabilidade da taxa de câmbio nominal³⁵; (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 de geração de superávits fiscais combinado com juros mais baixos e maior crescimento econômico. Acrescente-se ainda que o governo deve procurar criar condições para separar a formação da taxa de juros no mercado de reservas bancárias do mercado de títulos públicos, já que a taxa Selic, determinada pelo BC, é utilizada tanto para fazer política monetária no mercado aberto quanto para remunerar diariamente os títulos públicos

³⁵ Rodrik (2006) chama atenção que o spread entre rendimento das reservas e custo de tomar emprestado (que resulte na aquisição de reservas cambiais) resulta em perdas de renda para os países em desenvolvimento, que ele calcula de cerca de 1% do PIB. Sugere então que tais países utilizem políticas que reduzam as obrigações externas de curto prazo de modo obter o mesmo nível de liquidez, mas com a vantagem de pagar custos menores em termos de acumulação de reservas.

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.

A regulação dos fluxos de capitais, proposta mais abaixo, daria um maior grau de autonomia da política monetária, restringindo as oportunidades de arbitragem entre taxas domésticas e externas de juros que neutralizam políticas monetárias independentes em condições de liberdade irrestrita de movimentos de capitais. Em particular, a introdução de restrições a saídas abruptas de capitais de residentes evitaria que a redução na taxa de juros doméstica dê origem a um movimento de fuga de capitais do país que possa forçar a sua reversão. A redução do nível e volatilidade da taxa básica de juros contribuiria também para a redução do *spread* bancário no Brasil, um dos mais elevados do mundo, permitindo aumentar a relação crédito/PIB no país, ainda uma das mais baixas verificadas entre países de nível de desenvolvimento similar. Portanto, dado que a incerteza no ambiente macroeconômico que envolve os bancos é uma importante causa dos elevados *spreads* no Brasil, a adoção de políticas macroeconômicas consistentes que criem condições para um crescimento econômico sustentável e financeiramente estável deverá ter um efeito positivo em reduzir as taxas de juros sobre empréstimos no país. É importante enfatizar que a redução da taxa de juros não deverá comprometer seu papel como instrumento de sintonização da demanda agregada e, portanto, seu papel no combate à inflação *por excesso de demanda*. A política de juros funciona fundamentalmente pela sinalização que as variações da taxa de juros dão a respeito da postura da autoridade monetária.

A sustentabilidade da dívida pública, dado o elevado nível da dívida pública no Brasil (51% do PIB em dezembro de 2005) e sua composição (predominância de títulos indexados), é fundamental para assegurar condições de equilíbrio fiscal no longo prazo, que por sua vez é condição necessária para melhorar o risco-país e permitir a adoção de políticas fiscais anti-cíclicas no País. Incertezas quanto à trajetória futura da dívida pode levar a um aumento do risco de crédito que cerca essa classe de papéis, podendo levar, no limite, a uma fuga para outros ativos, inclusive externos.

Para manter o estoque da dívida dentro de limites seguros, compatíveis com uma redução generalizada de taxas de juros e com o desenvolvimento de um mercado de empréstimos e de títulos privados necessário à retomada do crescimento econômico, é

preciso que algumas medidas sejam adotadas que permitam alcançar o equilíbrio orçamentário. A redução na taxa de juros, por si, já deverá reduzir significativamente o desequilíbrio orçamentário do setor público. A combinação de uma redução de uma redução da taxa de juros real com um maior crescimento econômico poderá permitir a manutenção de um superávit primário moderado a longo prazo e, ao mesmo tempo, garantir uma redução substantiva na relação dívida pública/PIB.³⁶ Reduções da taxa de juros e do serviço da dívida, contudo, poderão não ser suficientes para alcançar o equilíbrio fiscal. Dadas as necessidades presentes de provisão de bens públicos à população e de realização de investimentos, especialmente em obras de infra-estrutura, alguma medida de austeridade com relação aos gastos correntes (pessoal e custeio) será provavelmente inevitável.

A redução e maior estabilidade na taxa de juros contribuiria sobremaneira tanto para alongar a maturidade quanto para alterar o perfil da dívida pública, ao estimular uma demanda maior por títulos públicos com taxas de juros pré-fixadas e de maturidade mais longa. A mudança no perfil da dívida pública, por sua vez, é fundamental para melhorar o desempenho da política monetária no Brasil, seja para diminuir os impactos imediatos das mudanças na taxa de juros sobre a dívida pública, seja por permitir a construção de uma *curva de rendimentos* da taxa de juros, fundamental para o desenvolvimento de um mercado para títulos privados.

O equilíbrio fiscal deve ser uma meta de longo prazo. No curto prazo, é necessário dar ao governo flexibilidade suficiente para gerar déficits orçamentários que lhe permitam deter eventuais movimentos de desaceleração da economia. A implementação de políticas fiscais anti-cíclicas torna-se particularmente necessária no Brasil dada a baixa efetividade

³⁶ Considere que relação dívida pública/PIB é determinada por $s^* = [(r - g)/(1 + g)]b$, 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. 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) ou seja, $b_t = \left[\frac{1 + r}{1 + g} \right] b_{t-1} - s_t$,

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% para 32% em 2014, isto é, mantendo um superávit primário médio no período de 3% do PIB. (Oreiro e Paula, 2007). 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 patamares moderados do superávit primário.

dos chamados “estabilizadores fiscais automáticos”, em função, por exemplo, da eficácia limitada de programas de bem-estar social e contra desemprego.

A mais longo prazo, são necessárias reformas institucionais para que se possa garantir que a desejada flexibilidade da política fiscal não degenere pura e simplesmente em indisciplina fiscal. A compatibilização das duas prioridades poderia ser obtida pela preparação de dois orçamentos³⁷: (i) *orçamento ordinário*, relacionado às despesas correntes, ou seja, ao exercício daquelas funções básicas e permanentes da administração pública; e (ii) *orçamento de capital*, relacionado às despesas de investimento público. O orçamento ordinário deveria estar, em princípio, sempre em equilíbrio, garantindo-se a provisão normal de bens públicos sem pressões inflacionárias ou sobre os mercados de títulos, ou mesmo superavitário (podendo o excedente ser transferido para o orçamento de capital, caso haja projetos de investimento de vulto que demandem recursos em grande escala, que possam, assim, ameaçar a estabilidade de preços). Já o orçamento de capital poderia estar transitoriamente em desequilíbrio, devendo ser ajustado em função de variações do nível de demanda agregada, evitando-se o risco de flutuações maiores nos investimentos privados. Déficits públicos em momentos de desaceleração econômica (que normalmente vem acompanhada de queda na arrecadação de tributos e aumento na demanda por gastos sociais) seriam compensados no momento seguinte, quando a economia crescesse, pela geração de um superávit fiscal, de modo a permitir que o orçamento público tendesse ao equilíbrio num horizonte temporal mais dilatado. A trajetória dos investimentos públicos, portanto, deveria ser estabelecido de acordo com a necessidade de sustentar a demanda agregada, servindo para compensar mudanças cíclicas nos gastos de investimento.

Esta divisão no orçamento fiscal se justifica considerando que os investimentos públicos têm um efeito importante na economia, tanto do ponto de vista da melhoria/incremento da infra-estrutura econômica e social, quanto em função dos seus efeitos multiplicadores de renda, maiores do que no caso dos gastos associados ao orçamento ordinário. 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

³⁷ Para um aprofundamento, ver Kregel (1994-95).

mesmo tempo, gera um aumento na demanda agregada que resulta do conhecido *multiplicador de gastos do governo*.

Uma proposta a ser considerada no sentido acima foi feita recentemente por Silva e Pires (2006), que sugerem uma mudança na prática da política fiscal adotada no Brasil através de uma meta fiscal que exclua os investimentos públicos do cálculo do superávit primário, isto é, trocando o conceito de superávit primário pelo conceito de “poupança em conta corrente do governo”, o que permitiria o governo aumentar os investimentos públicos. Simulações feitas pelos autores, construídas a partir de relações obtidas em funções de resposta a impulso, mostram que a trajetória de sustentabilidade da relação dívida/PIB é similar tanto no uso do conceito de superávit primário quanto na utilização do conceito de poupança em conta corrente do governo.³⁸ Num cenário em que a taxa de juros real é 10% a.a., o efeito da adoção dos dois conceitos de metas fiscais seriam semelhantes para redução na relação dívida pública/PIB, mas no caso de uma taxa de 12% a.a. a trajetória da dívida pública seria insustentável tanto com a manutenção do atual superávit primário (4,25% do PIB), quanto com a adoção da meta de poupança em conta corrente. Por exemplo, um cenário de taxa real de juros de 8,7% nos próximos 10 anos, com elevação dos investimentos públicos de 3,4% do PIB (média de 1999/2005) para 5% e crescimento do PIB em 3,7% resultaria em uma redução da dívida pública/PIB de 50,6% para 47,7%. Como importante corolário, tal mudança permitiria reduzir de forma mais acelerada a taxa de juros real e, conseqüentemente, elevar a taxa de expansão da economia (também por conta de maiores investimentos públicos).

No que se refere à questão da inflação, 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

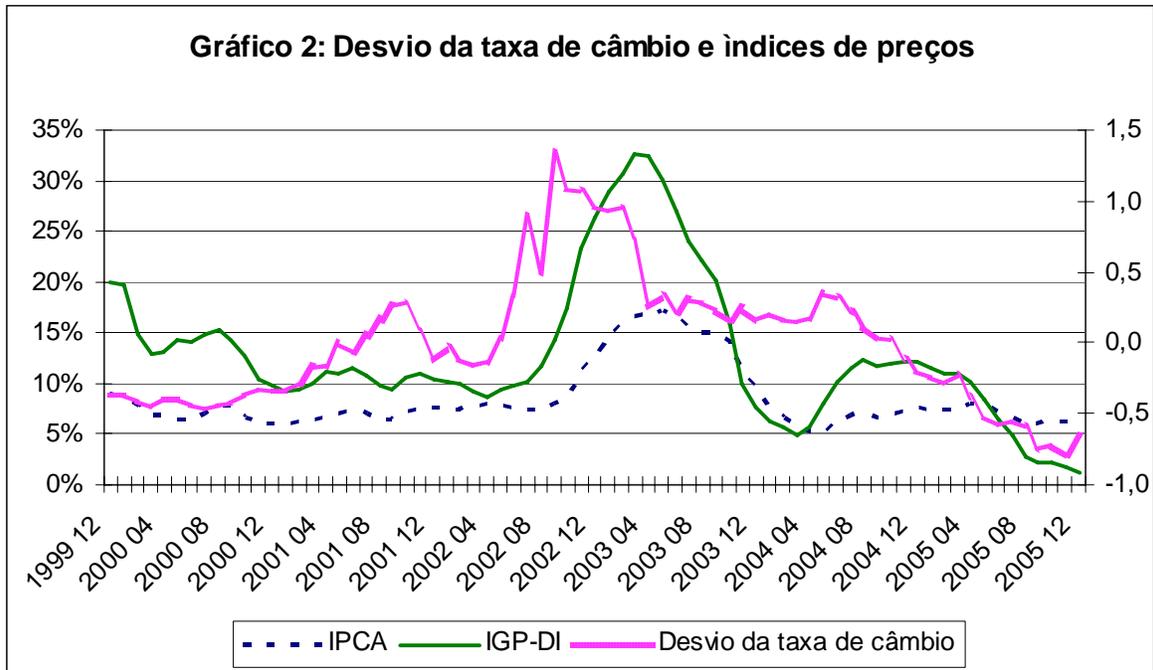
³⁸ Delfim Netto (2006) sustenta também que uma pequena redução do superávit primário aplicada como investimento produziria um ganho de produtividade dos investimentos privados que aumentaria o crescimento do PIB e manteria (ou mesmo reduziria) a relação dívida líquida/PIB, a despeito do menor superávit primário.

uma combinação de inflação importada³⁹ com inflação de preços administrados. Nestas condições, a utilização de uma política de elevação de juros provocou frequentemente um resfriamento 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.⁴⁰ 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.

³⁹ 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.

⁴⁰ Em países emergentes com economias abertas e com elevado grau de liberalização financeira, a taxa de câmbio constitui-se em um importante mecanismo de transmissão de política monetária. A relação entre taxa de câmbio e inflação se dá de duas formas: (i) direta: uma mudança na taxa de câmbio influencia diretamente os preços em moeda doméstica dos bens de consumo final importados; (ii) indireta: uma mudança na taxa de câmbio altera os preços relativos entre bens domésticos e importados na economia, modificando a demanda agregada dos bens domésticos, e altera os preços em moeda nacional dos insumos importados. Ver, a respeito, Ho e McCauley (2003).



Fonte: Elaboração própria com base em dados do Banco Central do Brasil.

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 procurar atacar a causa do problema e não tentar sufocar o aparecimento dos sintomas, que é a elevação de preços. No caso brasileiro, deve-se fazer uma revisão nos contratos relativos a serviços de utilidade pública, de modo a diminuir a propagação dos choques inflacionários, por exemplo através de índices de reajustes representativos dos custos e produtividade do setor. 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. Portanto, a utilização de medidas e instrumentos variados de combate à inflação pode reduzir a responsabilidade da taxa de juros na repressão às pressões inflacionárias.

No que se refere a política cambial, sugere-se a adoção de uma espécie de “câmbio flutuante administrado”, isto é, que tivesse como meta uma orientação da trajetória temporal da taxa de câmbio, buscando uma certa estabilidade da taxa de câmbio real, com vistas à competitividade de longo prazo das exportações, mas mantivesse uma flexibilidade no movimento da taxa de câmbio nominal de curto prazo frente a choques. Esta flexibilidade pode ser útil na absorção de choques externos e pode também inibir fluxos de capitais de curto prazo, ao servir como uma constante lembrança de que a volatilidade cambial pode compensar qualquer vantagem relacionada a taxa de juros nos empréstimos externos (Grenville, 2000, p. 59). Provavelmente seria melhor evitar o anúncio e comprometimentos com regras ou sinais implícitos nas intervenções do BC no mercado de câmbio, mas ainda que sinalizando para a formação de expectativas dos agentes um compromisso com a estabilidade na taxa de câmbio real (Frenkel, 2004).

O regime cambial mais adequado às condições e demandas da economia brasileira parece ser o de *zonas-alvo*, já que este permite uma certa flexibilidade à autoridade monetária para decidir o momento de suas intervenções, uma vez que não há compromisso formal com pisos e tetos de câmbio, como em um sistema de bandas cambiais. Esse regime torna possível, em momentos excepcionais, em que a incerteza sobre a trajetória futura da taxa de câmbio atinja também a própria autoridade monetária, simplesmente substituí-lo por uma forma de flutuação suja, em que se tenta amenizar flutuações sem necessariamente se comprometer com alguma posição específica, até que o quadro geral se clareie o suficiente para permitir que se tome uma nova decisão de política. A definição da zona alvo e de seu comportamento de período a período dependeria da definição dos objetivos a serem alcançados através do comércio exterior e do contexto macroeconômico.

Ao contrário do que muitos afirmam, regimes de câmbio flutuante também são vulneráveis a movimentos especulativos, porque tornam as taxas de câmbio excessivamente voláteis, prejudicando o funcionamento do comércio exterior e ameaçam a solvência daqueles que emitem débitos denominados em moeda estrangeira. O excesso de volatilidade tem sido um traço marcante do comportamento da taxa de câmbio no Brasil desde a adoção do câmbio flutuante em 1999, dado o cenário de liberalização da conta de capitais. A redução da volatilidade cambial tornaria o regime de câmbio adotado atualmente no país mais estável e mais responsivo as transações cambiais referidas a

operações reais de comércio de bens e serviços. Assim, a flutuação cambial cumpriria de modo mais adequado seu papel de modificar preços relativos de bens comercializáveis e não-comercializáveis, permitindo uma alocação mais eficiente dos recursos produtivos do país. Por outro lado, a regulação dos movimentos de capitais seria uma condição no caso de uma alteração do regime cambial na direção proposta acima, reduzindo a probabilidade de montagem de ataques especulativos contra a política cambial em vigor (ao contrário do ocorrido em 1998/1999) e preservando uma maior autonomia da política monetária.

A regulação da conta de capitais, coibindo a livre movimentação de capitais para dentro ou para fora do país, poderia ser utilizado como um instrumento que permitiria a redução de volatilidade e permitiria o BCB intervir no mercado de câmbio, de acordo como os propósitos da política cambial. As medidas regulatórias propostas com este intuito não exigiriam uma mudança na legislação existente. A legislação brasileira a respeito da movimentação de capitais apóia-se, desde a década de 1960, no princípio de que o direito de saída de capitais depende de sua prévia entrada no país. Deste modo, a residentes no Brasil não se assegura *direito* de saída. A concessão de facilidades à livre movimentação de capital promovida pelo BCB é vista por muitos como um abuso de poder, que seria corrigido pela restauração do princípio que orienta a legislação brasileira. Neste sentido, propõe-se aqui dois conjuntos de medidas de regulação dos movimentos de capitais.

No que se refere às *restrições à entrada de capitais de não-residentes no país*, propõe-se a adoção de medidas que dificultem a entrada de capitais externos com características indesejáveis do ponto de vista macroeconômico, ou seja, fluxos de capitais de natureza mais voláteis. Investimentos em portfólio atraídos pela possibilidade de arbitragem entre taxas de juros domésticas e internacionais erodem a capacidade da autoridade monetária de implementar políticas monetárias mais autônomas de acordo com objetivos domésticos. A entrada excessiva de recursos financeiros externos cria pressões à valorização da moeda doméstica prejudicando o desempenho das exportações líquidas do país. Estes riscos são geralmente criados sem proporcionar uma contrapartida positiva para o crescimento econômico, já que tais capitais pouco contribuem para o financiamento da atividade produtiva ou do investimento, além de criar riscos de colapso cambial em caso de retorno abrupto a seus mercados de origem ou quaisquer outros, em função de contágios, pânico e comportamentos de manada.

A tecnologia de controle desses movimentos é conhecida, com ampla experiência internacional, conhecidos atualmente como os “controles à chilena”. Tal tipo de controle é o mais simples e, reconhecidamente, o mais difícil de evitar através de operações financeiras mais complexas, que é a imposição de depósitos compulsórios não remunerados proporcionais a entradas de capitais de não-residentes de qualquer natureza.⁴¹ O impacto desse controle pode ser calibrado de acordo com as necessidades da gestão macroeconômica, tanto pela fixação da taxa de recolhimento quanto pela duração do período em que o depósito permanece indisponível. Este instrumento é eficaz para desencorajar a entrada de capitais de curta duração, como os investimentos em carteira atraídos pela possibilidade de arbitragem de taxas de juros, sem afetar significativamente a entrada de capitais por modalidades mais atraentes, como no caso do investimento direto estrangeiro, ou mesmo o investimento financeiro de longo prazo.

A eficácia destas restrições é tanto maior quanto mais abrangente for sua incidência, de modo a evitar uma re-denominação artificial de operações com o fim específico de evitar as restrições existentes. A existência de exceções incentivaria, naturalmente, a criação de esquemas em que as características de uma modalidade de investimento que se queira isentar do depósito compulsório pudessem ser reproduzidas através de operações financeiras estruturadas (através, por exemplo, de derivativos) que estendessem o privilégio para outras modalidades. Por isso, é recomendável extremo cuidado na consideração de eventuais privilégios ou isenções.⁴²

No que tange as *restrições à saída de capitais de residentes no país*, trata-se de restaurar parcialmente o conjunto de restrições ao investimento financeiro no exterior feito por residentes, praticado extensivamente no Brasil até os anos 1990. A tecnologia para tanto é conhecida no País, tendo sido abandonada no processo de liberalização da chamada

⁴¹ Segundo Magud e Reihart (2006, p. 26), ao revisarem mais de 30 papers relativos a avaliação da efetividade de controles de capitais, “controles de capitais sobre entrada parece tornar a política monetária mais independente, alterar a composição sobre fluxo de capitais e reduzir as pressões sobre a taxa de câmbio real (embora a evidência seja mais controversa)”, mas “não parece reduzir o volume dos fluxos líquidos”.

⁴² Duas linhas de atividade, no entanto, podem demandar o estudo de um tratamento especial: entradas de capitais de curto prazo para financiamento de atividades do comércio exterior e entradas para a realização de operações de *hedge* em moeda estrangeira para exportadores. Regimes especiais poderiam ser concebidos, como a possibilidade de definir um regime *off shore* para essas modalidades, isolando-as do mercado doméstico e impedindo, assim, sua conversão em reais para aplicação no país.

CC5⁴³. Essas contas foram extintas recentemente, no contexto do processo de flexibilização da saída de investimentos financeiros de residentes, o que, paradoxalmente, facilitam também um processo de re-imposição de restrições. A definição de uma lista de operações de remessas de capitais não-permitidas a residentes incorporariam essas restrições. A restrição pode ser absoluta ou parcial, impedindo certas modalidades de saída, ou, alternativamente, impondo-lhes um teto em valor, ou fazendo incidir sobre as operações de remessa um imposto, cuja alíquota pode ser progressiva. Operações que sejam julgadas de interesse do país, como a realização de investimentos no exterior por parte de empresas exportadoras ou a construção de plantas no exterior por parte de empresas brasileiras com capacidade de transnacionalização, podem ser isentas dessas restrições. Note-se, como já assinalado, que a restrição à saída de capitais de residentes obedece ao espírito da legislação brasileira, que não reconhece ao capital gerado no país qualquer direito assegurado de saída. A permissão de saída, nos termos e volumes adequados à economia nacional, é um privilégio, não um direito. Deste modo, não se viola qualquer direito contratual implícito do investidor não-residente.

Por fim, alguns mecanismos complementares poderiam ser adotados sobre residentes para diminuir a vulnerabilidade externa da economia brasileira e processos especulativos. Em primeiro lugar, para desestimular as empresas brasileiras a captar recursos no exterior e/ou melhorar a qualidade desses recursos, apenas as empresas brasileiras com uma boa avaliação de risco por parte das agências internacionais de *rating* poderiam fazer emissões de títulos no exterior, respeitando uma maturidade mínima a ser estabelecida pelo Banco Central, que também definiria o *rating* mínimo para a captação de recursos no exterior, de acordo com a circunstância⁴⁴. Adicionalmente, poderia ser instituídas restrições ao endividamento externo de empresas privadas de operações domésticas, no sentido de evitar o descasamento cambial destas, em função do recebimento de receitas reais e de despesas financeiras em moeda estrangeira. Assim, o endividamento externo só seria permitido a empresas com acesso ao *hedge* natural representado em moeda

⁴³ As contas CC5 foram criadas durante os anos 1960 para permitir não-residentes converterem dólares em moeda doméstica. Em 1992 o BCB permitiu que tal conta fosse operada mais livremente por instituições financeiras estrangeiras como resultado da aquisição e venda de moedas estrangeiras. Esta exceção na prática criou um canal privilegiado para saída de capitais de residentes e não-residentes durante períodos de contágios e especulação cambial no Brasil.

⁴⁴ Como o *rating* é definido pelas agências internacionais e não pelo Banco Central, trata-se de um critério impessoal de exclusão de acesso ao mercado internacional de capitais.

estrangeira, ou seja, apenas essas teriam acesso a débitos em moeda estrangeira, e na proporção média em que suas receitas são obtidas em mercados externos. Em segundo lugar, a autoridade monetária poderia limitar a exposição dos bancos ao risco cambial, obrigando-os a estabelecer uma determinada relação capital próprio/posições de carteira em dólar (ativo dos bancos), sendo esta relação “calibrada” pelo Banco Central em função do próprio comportamento dos fluxos de capitais externos para o país, sendo aumentada, particularmente em momentos críticos de especulação.

5. Conclusão

Este artigo procurou avaliar algumas alternativas de política macroeconômica que visam criar condições para um crescimento econômico sustentado para o País. Para tanto, buscou-se avaliar criticamente as alternativas ortodoxo-conservadoras, e apresentar uma alternativa que denominamos de “novo-desenvolvimentista” em termos de políticas macroeconômicas, que visam criar condições para redução da taxa de juros doméstica e ao mesmo tempo interferir na trajetória da taxa de câmbio, de modo a alcançar um simultâneo equilíbrio externo e interno da economia brasileira. Resumidamente, o artigo propõe adotar: (i) um regime de câmbio flutuante administrado, de modo que dê ao BC ao mesmo tempo flexibilidade e capacidade de influenciar a taxa de câmbio; (ii) uma regulação provisória sobre fluxos de capitais, para evitar a excessiva volatilidade da taxa de câmbio e aumentar a autonomia da política monetária; (iii) uma política antiinflacionária mas ampla, através de uso de outros instrumentos, além da política de juros; (iv) uma política fiscal que busque compatibilizar a sustentabilidade da dívida pública com retomada dos investimentos públicos.

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

Entendemos que as escolhas de política econômica se dão em termos de *trade-offs*, escolhas ou trocas que têm que ser devidamente avaliadas pelos *policy-makers* em função dos objetivos que se almeja alcançar. Com efeito, a estratégia adotada pelo atual governo e defendida em variantes mais “radicais” – 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:

- Afanasiéff, T.S., Lhacer, P.M.e Nakane, M.I. (2002). “The determinants of bank interest spread in Brazil”. *Money Affairs*, vol. XV, n. 2, pp.183-207.
- Arida, P. (2003a). “Ainda a conversibilidade”. *Revista de Economia Política*, vol. 23, n. 3, pp. 135-142.
- Arida, P. (2003b). “Por uma moeda plenamente conversível”. *Revista de Economia Política*, vol. 23, n. 3, pp. 151-154.
- Arida, P. (2004). “Aspectos macroeconômicos da conversibilidade: uma discussão do caso brasileiro”, mimeo.
- Arida, P., Bacha, E.; Lara-Resende, A. (2003) “High interest rates in Brazil: conjectures on the jurisdictional uncertainty”, mimeo.
- Ariyoshi, A.; Habermeir, K.; Laurens, B.; Tcker-Rober, I.; Kriljenko, J.e Kirilenko, A. (2000). Capital controls: country experiences with their use and liberalization. *Occasional Paper n° 190*. Washington, DC, IMF.
- Bacha, E. (2003). “Reflexões pós-cepalinas sobre inflação e crise externa”. *Revista de Economia Política*, vol. 23, n. 3, pp. 143-150.
- Barbosa, N. (2005). “Estimating potential output: a survey of the alternative methods and their applications to Brazil”. *Texto para Discussão IPEA* no. 1092.
- Bresser-Pereira, L.C. (2003). *Desenvolvimento e Crise no Brasil*. 5ª. Edição. São Paulo: Editora 34.
- Bresser-Pereira, L.C. (2004). “Brazil’s quasi-stagnation and the growth cum foreign savings strategy”. *International Journal of Political Economy*, vol. 32, n. 3, pp. 76-102.
- Bresser-Pereira, L.C. e Nakano, Y. (2004). “Crescimento econômico com poupança externa?”. In Ferrari Filho, F. e Paula, L.F. (org.). *Globalização Financeira: Ensaio de Macroeconomia Aberta*. Petrópolis: Vozes.
- Cardoso, E.; Goldfajn, I. (1998). “Capital flows to Brazil: the endogeneity of capital controls”. *IMF Staff Papers*, vol. 45, n.1, pp. 161-202.
- Carvalho, F. (1999). “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.
- Carvalho, F., Sicsú, J. e Paula, L.F. (2005). *Regime de Câmbio e Financiamento do Crescimento Econômico*. Relatório de Pesquisa BNDES. Rio de Janeiro: IE/UFRJ.
- Delfim Neto, A. (2006). “A transação entre superávit e PPI”. *Valor Econômico*, 30 de maio.
- Eichengreen, B. e Legland, D. (2002). “Capital account liberalization and growth: was Mr. Mahathir right?”. *NBER Working Paper Series* n. 9427.
- Epstein, G., Grabel, I. e Jomo, K. “Capital management techniques in developing countries”. *Political Economy Research Institute Working Paper Series*, n. 56, 2003.

- Ferrari Filho, F. e Paula, L.F. (2006). “Regime cambial, conversibilidade da conta de capital e performance econômica: a experiência recente do Brasil, Rússia, Índia e China”. In Sicsú, J. e Ferrari Filho, F. (org.). *Câmbio e Controles de Capitais: Avaliando a Eficiência de Modelos Macroeconômicos*. Rio de Janeiro: Campus.
- Frenkel, R. (2004). “Real exchange rate and employment: Argentina, Brazil, Chile and México”. Paper prepared for the G24.
- Gala, P. (2006). *Política Cambial e Macroeconomia do Desenvolvimento*. Tese de Doutorado. São Paulo: EAESP/FGV.
- Gonçalves, F.; Holland, M. e Spacov, A. (2005). “Can Jurisdictional Uncertainty and Capital Controls Explains the High Level of Real Interest Rate in Brazil? Evidence from Panel Data “, mimeo.
- Grenville, S. (2000). “Exchange rate regimes for emerging markets”. *Reserve Bank of Australia Bulletin*, pp. 53-63, November.
- Guérin,, J.-L. e Lahrèche-Rèvil, A. (2003). “Exchange rate volatility and investment”. Mimeo.
- Hoff, C.R. e Souza, F. E.P. (2006). O regime cambial brasileiro: sete anos de flutuação, www.ie.ufrj.br/conjuntura/artigos_academicos/index.php
- Hausmann, R., Pritchett, L. e Rodrik, D. (2004). “Growth accelerations”. *NBER Working Paper Series* n. 10566, June.
- Ho, C. e McCauley, R. (2003). “Living with flexible exchange rates: issues and recent experience in inflation targeting emerging market economies”. *BIS Working Papers* n. 130, February.
- Holland, M. e Canuto, O. (2001). “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.
- IMF (2003). “Public debt in emerging markets: is it too high?” In *World Economic Outlook*, chapter III. Washington: IMF, September.
- Johnston, R. e Tamirisa, N. (1998). “Why do countries use capital controls?” *IMF Working Paper* WP/98/181.
- Kregel, J. (1994-95). “The viability of economic policy and the priorities of economic policy”. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 17, n. 2, pp. 261-277.
- Lopreato, F.L. (2006). “Política fiscal: mudanças e perspectivas”. In *Política Econômica em Foco*. Campinas: IE/UNICAMP.
- Masud, N. e Reihart, C. (2006). “Capital controls: an evaluation”. *NBER Working Paper Series* n. 11973.
- Modenesi, A. e Modenesi, R. (2006). “Controles de capitais e instabilidade financeira: uma abordagem pós-keynesiana”. In Sicsú, J. e Ferrari Filho, F. *Câmbio e Controles de Capitais*. Rio de Janeiro: Campus.
- Nakano, Y. (2005). “O regime monetário, a dívida pública e a alta taxa de juros”. *Revista Conjuntura Econômica*, vol. 59, n. 11, pp. 10-12.

- Nakagashi, L. (2003). “Crescimento com restrição no Brasil: uma abordagem com diferentes elasticidades”. *Texto para Discussão no. 203*, CEDEPLAR, junho.
- Ono, F., Silva, G.J.C., Oreiro, J.L. e Paula, L.F. (2006). “Uma avaliação empírica da proposta de conversibilidade do real”. In Sicsú, J. e Ferrari, F. (org.). *Câmbio e Controles de Capitais: avaliando a eficiência de modelos macroeconômicos*. Rio de Janeiro: Campus.
- Oreiro, J.L., Paula, L.F. e Silva, G. J.(2004). “Por uma moeda parcialmente conversível: uma crítica a Arida e Bacha”. *Revista de Economia Política*, vol. 24, n.2, pp. 223-237.
- Oreiro, J.L. e Paula, L.F. (2007). “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 (prelo).
- Oreiro, J.L., Paula, L.F., Ono, F. e Silva, G.J. (2006). “Determinantes macroeconômicos do spread bancário no Brasil: teoria e evidência recente”. *Economia Aplicada*, vol. 10, n.4, out./dez., no prelo.
- Paula, L.F. (2002). Controle de capitais: lições para o Brasil. In Benecke, D. e Nascimento, R. (org.). *Opções de Política Econômica para o Brasil*. Rio de Janeiro: Konrad Adenauer.
- Paula, L.F. e Alves Jr, A.J. (2003). “Banking behavior and the Brazilian economy after the Real Plan: a Post Keynesian approach”. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review* no. 227, pp. 337-365.
- Paula, L.F., Oreiro, J.L. e Silva, G. J.C. (2003). “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*. Barueri: Manole.
- Pastore, A.C. e Pinotti, M.C. (2005). “As condições macroeconômicas: política fiscal e balanço de pagamentos”. In Velloso, J.P.R. *O Desafio da China e Índia: A Resposta do Brasil*. Rio de Janeiro: José Olympio.
- Pastore, A.C. e Pinotti, M.C. (2006). “O que nos impede crescer?”. *Valor*, 2/5/2006, Especial: Rumos da Economia, p. F8.
- Rodrik, D. (2006). “The social cost of foreign exchange reserves”. *NBER Working Paper n. 11952*, January.
- Saunders, A. e Schumacher, L. (2000). “The determinants of bank interest rate margins: an international study”. *Journal of International Money and Finance*, vol. 19, pp. 813-832.
- Serra, J. (1982). “Ciclos e mudanças estruturais na economia brasileira do pós-guerra”. In Belluzzo, L.G e Coutinho, R. (org.), *Desenvolvimento Capitalista no Brasil: ensaios sobre a crise*. São Paulo: Brasiliense.
- Sicsú, J., Oreiro, J.L. e Paula, L.F., org. (2003). *Agenda Brasil. Políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. Barueri: Manole.

- Sicsú, J., Paula, L.F. e Michel, R., org. (2005). *Novo-Desenvolvimentismo: um projeto nacional de crescimento com equidade social*. Barueri/Rio de Janeiro: Manole/Fundação Konrad Adenauer.
- Sicsú, J., Paula, L.F. e Michel, R. (2006). “Porque um novo-desenvolvimentismo?” *Revista de Economia Política*, a ser publicado.
- Silva, A.M. e Pires, M.C. (2006). “Dívida pública, poupança em conta corrente do governo e superávit primário: uma análise de sustentabilidade”. *Texto para Discussão IPEA* n. 1196, junho.
- Stiglitz, J. (1999). “More instruments and broader goals: moving toward the Post-Washington consensus”. *Revista de Economia Política*, v.19, n.1, pp.94-120, jan./mar.
- Stiglitz, J. (2000). “Capital market liberalization, economic growth, and instability”. *World Development*, v. 28, n.6, pp. 1075-1086.
- Thirwall, A. P. (2002). *The Nature of Economic Growth*. Cheltenham, UK: Edward Elgar.
- Tobin, J. (1978). “A proposal for international monetary reform”. *Eastern Economic Journal*, vol. 4, p. 153-9.
- Williamson, J. (2003). “Exchange rate policy and development”, paper prepared for the International Policy Dialogue Capital Market Liberalization Task Force. New York, Columbia University.