

Muito Além do Tripé

Proposta de um Novo Regime de Política Macroeconômica para Dobrar a Renda Per-Capita em 20 anos*.

*José Luis Oreiro***

*“Para quem não se sabe para que porto se dirige,
todos os ventos lhe são desfavoráveis” (Sêneca)*

1. Introdução

O “tripé macroeconômico”, constituído pela combinação entre meta de superávit primário, câmbio flutuante e metas de inflação foi muito bem sucedido no que se refere a alcançar os objetivos para os quais foi pensado. O “tripé” foi desenhado em 1999 para alcançar três objetivos, a saber: estabilizar/reduzir a relação dívida pública/PIB, garantir a estabilidade da taxa de inflação e permitir que a política monetária fosse conduzida com vistas ao atendimento de objetivos domésticos, ao invés de ser desenhada em função das necessidades de ajuste do balanço de pagamentos. Esses três objetivos foram cumpridos e, sob esse ponto de vista, o tripé foi muito bem sucedido.

O “tripé”, contudo, não foi desenhado para viabilizar as condições macroeconômicas necessárias para o crescimento sustentado da economia brasileira. Em particular, o “tripé” se mostrou compatível com a manutenção do desequilíbrio macroeconômico brasileiro, qual seja: o binômio câmbio apreciado-juros elevados. A combinação entre taxa de câmbio cronicamente sobre-valorizada e taxa real de juros superior a média internacional resultaram numa taxa de investimento em torno de 18% nos últimos anos, valor esse compatível com um crescimento não-inflacionário do PIB abaixo de 3% a.a.

Alguns defensores mais radicais do tripé poderão argumentar que tudo o que a política macroeconômica pode fazer é garantir a estabilidade da taxa de inflação e a solvência das contas públicas. Para garantir um crescimento robusto no longo-prazo seria necessário adotar políticas do “lado da oferta da economia” com vistas a estimular

* Artigo preparado para ser apresentado no seminário “Indústria e Desenvolvimento Produtivo do Brasil” a ser realizado no período de 26 a 27 de maio de 2014, na Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas.

** Professor do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Pesquisador Nível IB do CNPq e Presidente da Associação Keynesiana Brasileira. E-mail: jose.oreiro@ie.ufrj.br. Página Pessoal: www.joseluisoreiro.com.br. *As opiniões aqui expressas são em caráter pessoal, não representando a posição político-ideológica das instituições as quais o autor é ligado por razões profissionais e/ou acadêmicas.*

o dinamismo da “produtividade total dos fatores de produção”. Nesse contexto, seria necessário criar um “choque de eficiência” na economia brasileira, o que demandaria uma abertura comercial irrestrita, com a redução unilateral de alíquotas de importação. Trata-se de uma reedição do velho diagnóstico liberal segundo o qual a indústria brasileira é pouco competitiva porque inova pouco, e inova pouco porque está isolada da concorrência externa em função da proteção comercial. Os efeitos deletérios dessa política de aprofundamento da abertura comercial num contexto de sobre-valorização cambial sobre a indústria brasileira são considerados de segunda ou terceira ordem, pois a indústria é, segundo essa visão, um setor como qualquer outro.

Economistas Keynesianos como eu não compram esse argumento uma vez que para nós o longo-prazo é apenas uma sucessão de curtos-prazos, de maneira que a condução da política macroeconômica afeta, para o bem ou para o mal, o desempenho da economia a longo-prazo (Dutt e Ros, 2007). Além do mais, uma das teses fundamentais do pensamento keynesiano-estruturalista é que a indústria é o motor de crescimento de longo-prazo das economias capitalistas por ser a fonte das economias estáticas e dinâmicas de escala, o setor que possui os maiores encadeamentos para frente e para trás na cadeia produtiva e ser a fonte ou o principal difusor do progresso técnico para o restante da economia (Thirwall, 2002). Nesse contexto, abrir mão da indústria significa condenar o país a um crescimento medíocre, se tanto, no longo-prazo. Por fim, deve-se ter em mente que a brutal apreciação da taxa real de câmbio nos últimos 10 anos atuou, de fato, como um “choque de liberalização comercial” sobre a indústria brasileira. Não é por outra razão que o coeficiente de penetração das importações – o qual mede o percentual do consumo doméstico que é atendido por importações – mais que dobrou no período 2004-2012

A eliminação definitiva da “armadilha câmbio-juros” é condição necessária, ainda que não suficiente, para a aceleração do crescimento da economia brasileira. Isso exige uma mudança no regime de política macroeconômica, abandonando-se definitivamente o “tripé” herdado do período do Presidente Fernando Henrique Cardoso. Um regime de política macroeconômica “ideal” - ou seja, compatível com o crescimento acelerado do PIB no médio e longo-prazo num contexto de inflação baixa e estável e equidade social - deve atender duas condições fundamentais, a saber: (a) consistência entre as metas operacionais das diversas políticas macroeconômicas e (b) sustentabilidade do padrão de crescimento econômico no longo-prazo.

O governo da Presidente Dilma Rouseff, a bem da verdade, tentou se libertar do “tripé”, substituindo-o por uma “nova matriz macroeconômica” caracterizada pela combinação entre juros baixos, câmbio “competitivo” e política fiscal “amigável” ao investimento público¹. O problema é que a “nova matriz macroeconômica” não rompeu com o “desenvolvimentismo inconsistente” iniciado no segundo mandato do Presidente Lula, após a erupção da crise financeira internacional; herdando, portanto, o dilema de política econômica inerente a esse regime de crescimento, qual seja, o *trade-off* entre competitividade externa e controle de taxa de inflação. Nesse contexto, a política macroeconômica do governo Dilma Rouseff se comportou como uma espécie de “biruta de aeroporto”, ora adotando medidas no sentido de acelerar a desvalorização do câmbio nominal de maneira a recuperar a competitividade externa da economia brasileira; ora desistindo dessas medidas com o intuito de reduzir a pressão inflacionária decorrente do crescimento dos salários num ritmo superior ao da produtividade do trabalho. O resultado desse comportamento errático da política macroeconômica foi a manutenção da sobre-valorização cambial e do patamar elevado da taxa real de juros, ou seja, a perpetuação da “armadilha câmbio-juros”.

Isso posto, o presente artigo tem por objetivo definir os elementos fundamentais de um novo regime de política macroeconômica para ser adotado no Brasil a partir de 2015, o qual deverá proporcionar uma aceleração consistente do crescimento econômico, de forma a permitir um aumento de 100% na renda per-capita brasileira num período de 15 a 20 anos².

Para tanto o presente artigo está organizado em 6 seções, incluindo a presente introdução. Na seção 2 iremos apresentar as condições de sustentabilidade dos padrões de crescimento, argumentando no sentido de que para países em desenvolvimento que não possuem moeda conversível, apenas um modelo de crescimento do tipo export-led é sustentável no longo-prazo. A seção 3 está dedicada a análise das características de um regime ideal de política macroeconômica, detalhando os objetivos, metas e instrumentos das políticas fiscal, monetária, cambial e salarial. A seção 4 apresenta as características

¹ Ver as declarações do Secretário de Política Econômica. Márcio Holland, na matéria “Transição para a nova matriz macroeconômica, afetou o PIB”, *Valor Econômico*, 17/12/2012.

² Para que a renda per-capita dobre em 15 anos é necessário que a taxa de crescimento da renda per-capita seja de 4,66% a.a. Considerando que a população brasileira cresce atualmente em torno de 0,6% a.a, o PIB terá que crescer a taxa de 5,26% a.a durante todo esse período. Se o objetivo for dobrar a renda per-capita em 20 anos então a taxa de crescimento da renda per-capita deverá ser de 3,5% a.a, de maneira que o PIB deverá crescer a uma taxa de 4,1% a.a.

gerais do “desenvolvimentismo inconsistente” e o surgimento - e posterior fracasso - da chamada “nova matriz macroeconômica”. A seção 5 está dedicada a apresentação da proposta de um novo regime de política macroeconômica para o Brasil. A seção 6 faz uma reprise das conclusões.

2 – Regimes de Crescimento: Tipologia e Condições de Sustentabilidade.

O motor do crescimento das economias capitalistas é a demanda agregada haja vista que a disponibilidade dos “fatores de produção” e o progresso tecnológico são variáveis que se ajustam no longo-prazo ao nível de demanda efetiva (Kaldor, 1988; Oreiro, Nakabashi e Sousa, 2010). O estoque de capital é resultado das decisões de investimento tomadas no passado, as quais se baseiam fundamentalmente nas expectativas que os empresários formulam a respeito da taxa de crescimento da demanda por seus produtos. Isso significa que, dentro de certos limites³, o investimento é uma variável endógena, que se ajusta ao crescimento esperado da demanda agregada. A força de trabalho, por seu turno, também se ajusta ao crescimento da demanda uma vez que o número de horas trabalhadas, a taxa de participação e o tamanho da própria força de trabalho são elásticas com respeito ao nível de produção. Por fim, a existência de economias estáticas e dinâmicas de escala faz com que a produtividade do trabalho seja uma função do nível e da taxa de crescimento da produção das firmas. Dessa forma, se estabelece uma *relação estrutural* entre a taxa de crescimento da produtividade do trabalho e a taxa de crescimento do nível de produção, a qual é conhecida na literatura econômica como “lei de Kaldor-Verdoorn” (Ledesma, 2002).

A demanda agregada é constituída por dois componentes, a saber: a demanda autônoma e a demanda induzida. A *demand autônoma* corresponde àquela parcela da demanda agregada que é independente do nível e/ou da variação da renda e da produção; ao contrário da *demand induzida*, a qual é uma função do nível de renda e de produção e/ou da variação do mesmo. No longo prazo, a taxa de crescimento do produto é determinada pela taxa de crescimento da demanda agregada autônoma, uma vez que a demanda induzida se ajusta a expansão do nível de renda e de produção.

Em economias abertas, a demanda autônoma é constituída pelos gastos do governo e pelas exportações. Os gastos de investimento não fazem parte da demanda autônoma uma vez que a decisão de investimento em capital fixo é fundamentalmente

³ Em particular, a taxa esperada de retorno do capital deve ser superior ao custo de oportunidade do capital.

determinada pelas expectativas empresariais a respeito da expansão futura do nível de produção e de vendas com base na hipótese do acelerador do investimento (Harrod, 1939)⁴. Supondo que o acesso dos trabalhadores ao crédito bancário é limitado, os gastos de consumo dependem basicamente da massa de salários, a qual é uma função do nível de produção e de emprego da economia. Nessas condições, a taxa de crescimento dos gastos de consumo é determinada pela taxa de crescimento do nível de renda e de produção. Desse razoado se segue que a taxa de crescimento de longo prazo do nível de renda e produção será uma média ponderada entre a taxa de crescimento das exportações e a taxa de crescimento dos gastos do governo.

Essa relação de longo prazo entre crescimento econômico e demanda autônoma pode ser afetada *temporariamente* por variações na distribuição funcional de renda. Com efeito, um aumento do tipo *once-and-for-all* da participação dos salários na renda irá induzir um aumento temporário da taxa de crescimento dos gastos de consumo⁵, uma vez que a propensão a consumir a partir dos salários é maior do que a propensão a consumir a partir dos lucros. Um aumento da participação dos salários na renda também gera uma apreciação da taxa real de câmbio⁶, a qual irá resultar numa redução *temporária*⁷ da taxa de crescimento das exportações. Se o efeito positivo do aumento da

⁴ Essa afirmação merece uma qualificação. É verdade que as empresas investem para ajustar a sua capacidade de produção ao crescimento esperado das vendas, de forma que o crescimento da demanda é uma *condição necessária* para o aumento do investimento. Mas isso está bem longe de ser uma condição suficiente. Isso porque, a depender do nível da taxa de câmbio, o acesso que as empresas domésticas têm a essa demanda pode ser pequeno ou nulo, de forma que o crescimento da demanda será atendido, não pelo investimento e pelo aumento consequente na capacidade de produção, mas pelo aumento das importações. Nesse caso, haverá substituição de produção doméstica por importações, fazendo com que a produção não reaja ao crescimento esperado da demanda agregada.

⁵ Durante a transição de um nível mais baixo para um nível mais alto de participação dos salários na renda, a taxa de crescimento dos salários será superior a taxa de crescimento da renda agregada, de tal forma que os gastos de consumo sofrerão um aumento autônomo com respeito ao nível de renda da economia. Uma vez que a participação dos salários na renda se estabilize num patamar mais elevado esse efeito irá cessar, eliminando assim a fonte autônoma de crescimento dos gastos de consumo.

⁶ Um aumento da participação dos salários na renda implica num aumento do nível de salário real com respeito a produtividade do trabalho. Se as firmas não estiverem dispostas a reduzir suas margens de lucro, esse aumento de salários será repassado para os preços dos bens domésticos, cujo preço irá aumentar com respeito aos preços dos bens produzidos no exterior.

⁷ A taxa de crescimento das exportações é uma função positiva da taxa de crescimento da renda do resto do mundo, dada a elasticidade renda, e negativa da taxa de crescimento dos termos de troca, dada a elasticidade preço. Uma apreciação da taxa real de câmbio irá resultar numa valorização dos termos de troca, de tal forma que, durante a transição de um nível mais alto para um nível mais baixo de câmbio real, a taxa de crescimento dos termos de troca será positiva, impondo assim uma redução da taxa de crescimento das exportações. Uma vez que a taxa de câmbio tenha se estabilizado num patamar mais baixo, a taxa de variação dos termos de troca será zero, cessando assim o efeito da variação dos preços sobre a taxa de crescimento das exportações. O efeito de uma apreciação do câmbio sobre a taxa de crescimento das exportações pode não ser temporário se mudanças no nível da

participação dos salários na renda sobre o consumo for superior ao efeito negativo desse aumento sobre as exportações, então a economia irá apresentar um regime de crescimento do tipo *wage-led*, ou seja, um regime de crescimento no qual o aumento da participação dos salários na renda impulsiona a expansão do nível de renda e de emprego. Caso contrário, a economia irá apresentar um regime de crescimento do tipo *profit-led*, ou seja, um regime de crescimento no qual o aumento da participação dos lucros na renda (a contra partida de uma redução dos salários na renda) é o fator que impulsiona o crescimento da renda e da produção.

Dada a distribuição funcional de renda, a taxa de crescimento de longo-prazo numa economia em desenvolvimento, que não dispõe de uma moeda aceita como reserva de valor internacional, é *determinada* pela taxa de crescimento das exportações e *sustentada* pela expansão do investimento que é induzida pelo crescimento resultante da demanda agregada.

Com efeito, se porque se a taxa de crescimento dos gastos do governo for maior do que a taxa de crescimento das exportações, então o produto e a renda doméstica irão crescer mais rapidamente do que as exportações. Se a elasticidade renda das importações for maior do um (como é usual em economias em desenvolvimento), então as importações irão crescer mais do que as exportações, gerando um déficit comercial crescente e, provavelmente, insustentável no longo-prazo⁸.

Dessa forma, um crescimento sustentável do ponto de vista do balanço de pagamentos tem que ser necessariamente impulsionado pelas exportações. Se isso ocorrer, teremos um regime de crescimento do tipo *export-led*⁹.

taxa real de câmbio tiverem impacto sobre o grau de especialização produtiva da economia, induzindo assim uma transferência de atividades produtivas para o exterior. Nesse caso, a elasticidade renda das exportações irá se reduzir, fazendo com que a taxa de crescimento das exportações sofra uma redução de caráter permanente.

⁸ A taxa de crescimento da demanda autônoma é dada por $g^* = \theta \hat{X} + (1 - \theta) \hat{G}$, onde \hat{X} é a taxa de crescimento das exportações e \hat{G} é a taxa de crescimento dos gastos do governo. Se a taxa de crescimento dos gastos do governo for maior do que a taxa de crescimento das exportações, então a demanda autônoma (e o produto real) irá crescer a uma taxa superior ao ritmo de crescimento das exportações, ou seja, $g^* > \hat{X}$. A taxa de crescimento do produto que é compatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos é dada por $g^{**} = \frac{\hat{X}}{\pi}$, onde π é a elasticidade renda das exportações. Se $\pi > 1$, então $g^{**} < \hat{X}$. Daqui se segue que $g^* > g^{**}$, ou seja, a taxa de crescimento da demanda autônoma será maior do que a taxa de crescimento compatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos.

⁹ Se a elasticidade renda das importações for maior do que a elasticidade renda das exportações, então a taxa de crescimento compatível com o balanço de pagamentos, dada por $g^{**} = \frac{\varepsilon}{\pi} z$, (onde: z é a taxa de crescimento da renda do resto do mundo, ε é a elasticidade renda das exportações, π é a elasticidade

Deve-se ressaltar que um regime de crescimento do tipo *wage-led* é insustentável no longo prazo. Isso porque, em primeiro lugar, um *aumento cumulativo* da participação dos salários na renda, condição necessária para a ocorrência de um crescimento autônomo dos gastos de consumo, é econômica e politicamente inviável¹⁰. Do ponto de vista econômico, um aumento cumulativo da participação dos salários na renda irá resultar, em algum momento, numa tendência a queda da taxa de lucro. Quando a taxa de lucro cair abaixo do nível mínimo necessário à continuidade da acumulação de capital, então o investimento privado irá cessar, interrompendo assim o crescimento do nível de renda e de produção. Do ponto de vista político, a classe capitalista irá reagir fortemente à queda continuada da taxa de lucro, aumentando a instabilidade política prevalecente na economia. Nessas condições, a continuidade de um regime de crescimento do tipo *wage-led* pode ser interrompida por eventos exógenos (por exemplo, golpes de Estado) originados da esfera política da sociedade.

Em segundo lugar, um aumento cumulativo da participação dos salários na renda está associado a uma tendência a apreciação da taxa real de câmbio, a qual poderá ir impactar o grau de especialização produtiva da economia, induzindo assim uma transferência de atividades produtivas para o exterior, ou seja, levando a um processo de *desindustrialização*. Como consequência da desindustrialização, a elasticidade renda das exportações irá se reduzir e a elasticidade renda das importações irá aumentar, levando assim a uma redução da taxa de crescimento que é compatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos (Bresser-Pereira, Oreiro e Marconi, 2014). Além disso, a apreciação da taxa real de câmbio, ao diminuir o acesso das empresas a demanda, tanto doméstica como externa, atua no sentido de desestimular o investimento em capital fixo¹¹, impedindo assim o ajuste da capacidade produtiva ao crescimento de demanda agregada, travando o mecanismo que permite a sustentação do crescimento no médio e longo-prazo. A resultante dos dois processos será a estagnação do crescimento econômico.

renda das importações) será menor do que a taxa de crescimento das exportações, dada por $\varepsilon.z$. Nesse caso, a sustentabilidade do padrão de crescimento exige que o produto real cresça a um ritmo igual a taxa de crescimento de equilíbrio do balanço de pagamentos.

¹⁰ Isso não significa que mudanças no nível da participação dos salários sejam impossíveis. O argumento aqui apresentado se refere unicamente a um processo contínuo de aumento da participação dos salários na renda.

¹¹ Evidências empíricas de que a apreciação da taxa de câmbio tem efeito negativo e estatisticamente significativo sobre o investimento por trabalhador na indústria brasileira podem ser encontradas em Oreiro, Basilio e Souza (2014).

Daqui se segue, portanto, que para o caso de economias em desenvolvimento que não dispõe de moeda conversível, como é o caso do Brasil, o único regime de crescimento que é sustentável no longo prazo é o regime *export-led*. Como a existência desse regime é compatível com a estabilidade da distribuição funcional da renda, segue-se que a adoção desse regime de crescimento não inviabiliza a adoção de uma política salarial na qual o crescimento do salário real esteja atrelado ao crescimento da produtividade do trabalho.

3- Definição e características de um regime de política macroeconômica ideal.

Um *regime de política macroeconômica* é definido como o conjunto de objetivos, metas e instrumentos¹² de política macroeconômica assim como o arcabouço institucional no qual essas políticas são executadas. Esse regime é dito ideal quando atende a duas condições fundamentais, quais sejam: (a) consistência entre as metas operacionais das diversas políticas macroeconômicas e (b) sustentabilidade do padrão de crescimento econômico no longo-prazo. Por consistência entre as metas de política econômica entendemos uma situação na qual a obtenção simultânea de todas as metas de política com base na manipulação dos instrumentos a disposição do *policy maker* é factível. Se essa condição não for atendida, o *policy maker* irá, na operação diária do regime de política macroeconômica, priorizar a obtenção de algumas metas em detrimento de outras. A depender das metas cuja obtenção foi priorizada, o padrão de crescimento resultante dessas escolhas pode não ser sustentável.

No caso das economias em desenvolvimento uma meta operacional extremamente importante para a sustentabilidade do padrão de crescimento no longo-prazo é a meta de taxa de câmbio real efetiva. Se o regime de política macroeconômica

¹² Com base em Tinbergen (1988, p.83), a política econômica é definida como a manipulação deliberada de certos meios ou instrumentos com vistas a obtenção de determinados fins ou objetivos. Os objetivos mais gerais da política macroeconômica são a obtenção do pleno-emprego da força de trabalho, estabilidade da taxa de inflação, crescimento robusto e sustentável do produto real e equidade da distribuição de renda. Os instrumentos de política macroeconômica são a taxa básica de juros, os impostos, os gastos do governo, a taxa de câmbio (nas economias onde prevalece o regime de câmbio administrado) e os diversos instrumentos regulatórios (depósito compulsório, taxa sobre certos tipos de entrada de capitais e etc) que permitem um controle mais ou menos direto da taxa de expansão do crédito bancário e do ingresso de capitais externos. Em função do hiato temporal envolvido entre a mudança nos valores dos instrumentos e a obtenção dos objetivos da política econômica, deve-se definir uma estratégia para a obtenção desses objetivos, o que envolve a fixação de valores numéricos para certas variáveis-chave como, por exemplo, a taxa de inflação e o ritmo de expansão do PIB. Esses valores numéricos são as *metas operacionais* da política econômica.

for inconsistente e o *policy-maker* decidir sacrificar essa meta em prol da obtenção de outra (por exemplo, a estabilidade da taxa de inflação ou um aumento da participação dos salários na renda); então a sustentabilidade do crescimento no longo-prazo poderá ser ameaçada pelo estrangulamento externo e pela crise de balanço de pagamentos.

Um regime de política macroeconômica ideal para os países em desenvolvimento deve ser capaz de conciliar a obtenção de uma taxa de inflação relativamente baixa e estável (ainda que superior a dos países desenvolvidos) com uma taxa real de câmbio competitiva e relativamente estável ao longo do tempo, uma taxa real de juros significativamente inferior à taxa de retorno do capital, um déficit público (como proporção do PIB) ciclicamente ajustado próximo de zero, e um crescimento robusto dos salários reais, aproximadamente a mesma taxa que o ritmo de crescimento da produtividade do trabalho.

Se as metas operacionais relativas a inflação, câmbio real, juro real, déficit fiscal e salário real forem mutuamente consistentes, então o país poderá desfrutar de um regime de crescimento do tipo *export-led*, no qual o crescimento robusto das exportações de manufaturados permite uma elevada taxa de expansão do produto real, a qual induz um forte crescimento da produtividade do trabalho, viabilizando assim um crescimento não-inflacionário dos salários reais e, portanto, a manutenção de uma taxa de juros baixa em termos nominais e reais. A expansão acelerada da demanda agregada num contexto de juros reais baixos e estáveis induz os empresários a realizar grandes investimentos na ampliação e modernização da capacidade produtiva, permitindo assim que a oferta agregada se ajuste ao ritmo de expansão da demanda agregada, o que contribui para manter a inflação sobre controle.

A obtenção dessas metas operacionais exige não só um manejo adequado dos instrumentos de política econômica, como também a formatação de um arcabouço institucional propício a essa tarefa (Herr e Kasandziska, 2011, p. 5). Na seqüência iremos detalhar o *modus operandi* das políticas monetária, fiscal, salarial e cambial que permite a obtenção de metas de políticas macroeconômicas mutuamente consistentes.

No que se refere à política monetária, a mesma deve ser conduzida de forma discricionária¹³ tendo como metas operacionais a obtenção de uma taxa de inflação

¹³ A adoção de um comportamento discricionário por parte do Banco Central não leva necessariamente ao problema de inconsistência dinâmica apontado no artigo de Kydland e Prescott (1977). Segundo esses autores, a autoridade monetária teria incentivos para criar surpresas inflacionárias, as quais

estável a médio e longo prazo e uma taxa de crescimento sustentável para o produto real¹⁴. Para a obtenção dessas metas operacionais a autoridade monetária deverá utilizar não apenas a taxa básica de juros¹⁵ como também instrumentos de natureza regulatória ou prudencial como os depósitos compulsórios, os controles de capitais e os requerimentos de capital próprio sobre os ativos mantidos pelos bancos comerciais. A utilização desses instrumentos de natureza prudencial tem por objetivo dar a autoridade monetária algum grau de controle sobre a taxa de crescimento das operações de crédito do setor bancário, de forma a evitar o surgimento e a propagação de bolhas especulativas, e o ingresso de capitais externos, com vistas a manter a estabilidade do câmbio nominal e controlar o endividamento externo do sistema financeiro.

A meta de inflação a ser perseguida pela autoridade monetária deve ser alta o suficiente para evitar o risco de deflação no caso em que a economia é atingida por um choque desinflacionário; mas não tão alta a ponto de afetar negativamente o crescimento

permitiriam um aumento temporário do nível de produção e de emprego. Esses incentivos tornam toda a política anti-inflacionária não crível, gerando assim uma taxa de inflação de equilíbrio maior do que a meta de inflação perseguida pela autoridade monetária. Para evitar o “viés inflacionário” da política monetária discricionária, o Banco Central deve seguir algum tipo de “regra impositiva” que impeça a geração de “surpresas inflacionárias”. O problema com essa argumentação, como bem ressalta Blinder (1999), é que Kydland e Prescott pressupõem que a autoridade monetária persegue uma meta de nível de produto real maior do que o nível de produto de equilíbrio da economia. Sendo assim, o “viés inflacionário” não resulta do comportamento discricionário per se, mas da *inconsistência* entre a meta perseguida pelo Banco Central e o nível de produto de equilíbrio da economia.

¹⁴ Entende-se aqui por taxa de crescimento sustentável aquela taxa de crescimento do PIB real que é compatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos. O conceito de “produto potencial” não deve desempenhar nenhum papel na definição das metas da política monetária uma vez que o mesmo é endógeno, sendo, portanto, dependente do histórico de crescimento registrado pela economia (Barbosa-Filho, 2009, p. 154).

¹⁵ Deve-se ressaltar aqui que a autoridade monetária não deve utilizar regras de taxa de juros, como, por exemplo, a Regra de Taylor, para guiar a sua decisão a respeito do nível da taxa básica de juros, devendo agir de forma discricionária com vistas a obtenção das metas operacionais da política monetária. No caso específico da regra de Taylor a mesma é uma “função de reação” na qual a taxa de juros de curto-prazo fixada pela autoridade monetária depende da taxa de juros de equilíbrio, do desvio previsto da inflação com respeito a meta fixada pela autoridade monetária e do desvio do produto (ou da taxa de crescimento) com respeito ao produto potencial (ou taxa natural de crescimento). O uso dessa regra gera dois tipos de problemas para a condução da política monetária. Em primeiro lugar, a taxa de juros de equilíbrio ou “neutra” é muito difícil de ser calculada, pois a mesma pode variar de forma não previsível em função de mudanças na tecnologia (paradigma neoclássico) ou nas convenções e expectativas a respeito da taxa de juros tida como “segura” no longo-prazo (paradigma keynesiano). Em segundo lugar, o produto potencial e a taxa natural de crescimento são, em larga medida, endógenos, dependendo da evolução da demanda agregada ao longo do tempo. Dessa forma, o uso do “produto potencial” para guiar a condução futura da política monetária envolve um claro problema de histerese, uma vez que o produto potencial depende, ele próprio, do comportamento passado da política monetária. Nesse contexto, se a política monetária foi restritiva no passado, então a demanda agregada apresentará um histórico de baixo dinamismo, gerando um crescimento baixo para o produto potencial, o que levará a autoridade monetária a manter uma política monetária restritiva hoje para conter pressões inflacionárias vindas do lado da demanda agregada.

econômico, em função do aumento da incerteza a respeito da evolução futura dos preços relativos. Os estudos empíricos recentes sobre a relação entre inflação e crescimento podem fornecer uma indicação a respeito do valor da meta de inflação a ser perseguida a médio e longo-prazo. Com base nesses estudos, constata-se a presença de uma relação não-linear entre inflação e crescimento econômico, onde a relação em consideração é positiva para níveis inflacionários abaixo de um certo patamar crítico e negativa para valores acima desse patamar. Não há, no entanto, convergência entre esses estudos a respeito de qual seria esse patamar crítico. Alguns estudos apontam para um patamar crítico entre 5 a 10 % a.a, outros para um patamar entre 10 a 12% a.a, e alguns chegam a apontar um patamar crítico de 20% a.a (Pollin e Zhu, 2009, pp.118-120). Desconsiderando os valores extremos obtidos nesses estudos, uma meta de inflação inferior a 10% a.a parece ser particularmente apropriada para os países em desenvolvimento.

Deve-se enfatizar que a convergência da taxa de inflação com respeito a meta deve ser feita apenas a médio e longo prazo (2 a 3 anos), conferindo assim graus de liberdade para a autoridade monetária acomodar choques de demanda ou de oferta que impliquem num desvio da taxa de crescimento com respeito a meta de crescimento do produto real. Dessa forma, a autoridade monetária poderá suavizar as flutuações do nível de atividade econômica, permitindo uma maior variabilidade da taxa de inflação à curto prazo. Essa menor variabilidade do nível de atividade econômica também contribui positivamente para a decisão de investimento em capital fixo, ao reduzir a incerteza a respeito do ritmo de expansão da demanda agregada (Herr e Kasandziska, 2011, p. 68).

No que se refere a política fiscal, o seu papel deve ser limitado a estabilização do nível de atividade econômica, minimizando as flutuações da taxa de crescimento do produto real em torno do patamar sustentável a longo prazo, o qual é definido pela taxa de crescimento de longo prazo das exportações, para o caso dos países em desenvolvimento sem moeda conversível. O uso da política fiscal como motor de crescimento de longo prazo não é compatível com o equilíbrio intertemporal do balanço de pagamentos, não sendo, portanto, sustentável¹⁶.

¹⁶ Um argumento similar é desenvolvido por Herr e Kasandziska (2011). Nas suas palavras: “*Essentially, the state budget should be balanced in the medium term (...) Therefore, we regard a permanently increasing level of state debt as unsustainable*” (p. 96).

A função de estabilização do nível de atividade econômica deve ser compatibilizada com a manutenção da relação dívida pública/PIB em patamares relativamente baixos no longo prazo. Isso porque uma elevada relação dívida pública/PIB gera uma série de efeitos negativos sobre o sistema econômico, a saber (Herr e Kasandziska, 2011, p. 96):

- (a) Piora na distribuição de renda à medida que os detentores de títulos públicos são, em geral, os indivíduos mais ricos da sociedade, ao passo que os impostos são pagos por toda a coletividade.
- (b) Aumento cumulativo do pagamento de juros sobre a dívida, reduzindo o espaço no orçamento público para o financiamento do investimento em infraestrutura ou a realização de políticas sociais.
- (c) Possibilidade de erosão da confiança do público na capacidade de pagamento de juros e amortizações do principal por parte do governo, o que levará a um aumento do prêmio de risco e, portanto, do custo de rolagem da dívida pública.

A manutenção de uma relação dívida pública/PIB em patamares relativamente baixos não é consensual entre os economistas que adotam uma abordagem do tipo *demand-led* para o crescimento de longo-prazo. Com efeito, alguns economistas - como, por exemplo, Sawyer (2009) - argumentam que o déficit fiscal deve ser fixado no nível necessário para a manutenção do pleno-emprego da força de trabalho. O montante do déficit fiscal irá depender da diferença entre poupança doméstica e investimento e do déficit comercial, ambos avaliados ao nível de renda de pleno-emprego. Nesse contexto, para que o déficit fiscal seja sustentável é necessário que a taxa de juros real seja fixada num patamar inferior a taxa de crescimento do produto real. Nas palavras de Pasinetti (1997):

“In this case, the public budget can be permanently in deficit and the public debt can thereby increase indefinitely, but national income increases at the same rate (g) so that the D/Y ratio remains constant. Another way of looking at this case is to say that the government budget has a deficit which is wholly due to interest payments” (p.163).

A adoção desse tipo de política fiscal exige, portanto, que a política monetária tenha como meta operacional um valor numérico para a taxa real de juros. Sendo assim,

o controle da taxa de inflação não poderá ser feito por intermédio das políticas de administração da demanda agregada (política monetária e política fiscal), dado que as mesmas estarão comprometidas com a obtenção do pleno-emprego. A tarefa de controle da inflação ficará totalmente a cargo da política de rendas (Sawyer, 2009, p. 564). Ainda que seja possível usar a política de rendas como o principal, se não o único, instrumento de controle inflacionário nos países em desenvolvimento¹⁷; a sustentabilidade desse regime macroeconômico será comprometida no longo-prazo se o mesmo gerar um crescimento dos gastos do governo a um ritmo superior a taxa de crescimento das exportações.

Um arcabouço de política fiscal que permita a estabilização do nível de atividade econômica a curto-prazo e a estabilidade da dívida pública como proporção do PIB no longo-prazo deve ter como meta operacional a *obtenção de um déficit fiscal ciclicamente ajustado próximo de zero*. Dessa forma, quando a economia for atingida por um choque negativo de demanda que faça com que a taxa de crescimento do produto real fique abaixo da taxa de crescimento de equilíbrio do balanço de pagamentos, a ação dos assim chamados “estabilizadores automáticos” irá atuar no sentido de aumentar o déficit público, reduzindo o impacto recessivo dos choques em consideração. Quando a economia retomar uma trajetória de crescimento compatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos, a elevação concomitante da taxa de crescimento econômico se encarregará de eliminar o déficit público, garantindo assim a estabilidade da relação dívida pública/PIB no longo-prazo. *Mutatis mutandis*, quando a economia for atingida por choques positivos de demanda que façam com que a taxa de crescimento do produto real fique acima da taxa de crescimento de equilíbrio do balanço de pagamentos, a atuação dos “estabilizadores automáticos” irá fazer com que o setor público passe a operar com superávit nominal, o que irá atuar no sentido de moderar o ritmo de expansão da demanda agregada, bem como proporcionar uma redução da relação dívida pública/PIB.

¹⁷ A adoção de políticas de renda nos países em desenvolvimento é problemática devido ao baixo nível de centralização das negociações salariais prevalente nesses países. Dessa forma, os sindicatos são pouco propensos a internalizar os efeitos sobre a taxa de inflação de suas demandas salariais, o que torna difícil, se não impossível, a implantação de uma política de moderação salarial. Sobre a relação entre centralização das negociações salariais e performance macroeconômica ver Calmfors e Driffil (1988). Uma maneira de se contornar esse problema é por intermédio de uma *Tax Income Policy* na qual o governo cobraria um imposto extraordinário sobre o lucro das empresas que concederem aumentos salariais acima do patamar dado pela meta de inflação e pelo crescimento estimado da produtividade do trabalho no longo-prazo.

Eventualmente a economia pode ser afetada por um choque negativo de demanda agregada tão grande que a simples atuação dos “estabilizadores automáticos” seja insuficiente para permitir a estabilização do nível de atividade econômica. Nesse caso, a autoridade fiscal deverá executar uma *expansão fiscal discricionária*, focada na realização de um vasto programa de investimentos públicos em infraestrutura. Esses gastos excepcionais poderão ser financiados com a emissão de dívida pública, desde que os mesmos proporcionem expectativas minimamente confiáveis de geração de fluxo de caixa para o governo no futuro (Herr e Kasandziska, 2011, p. 96). Dessa forma, a política fiscal anticíclica deve estar apoiada na ação dos estabilizadores automáticos e na realização de gastos discricionários de investimento por parte do governo, quando necessários, desde que os mesmos sejam minimamente “produtivos”. A geração de déficits fiscais de caráter permanente na conta corrente do governo deve ser evitada¹⁸.

Outro elemento importante do regime de política macroeconômica é a política salarial. Essa política desempenha um papel fundamental tanto para a estabilidade de preços como para a competitividade da economia no longo prazo. Com efeito, observa-se nos países desenvolvidos uma forte correlação entre a evolução do custo unitário do trabalho e o deflator implícito do PIB (Herr e Kasandziska, 2011, p. 71). Dessa forma, a dinâmica dos salários nominais é particularmente relevante para a evolução da taxa de inflação.

A política salarial deve ser compatível com a estabilidade da distribuição funcional da renda no longo prazo. Isso porque a estabilidade da distribuição funcional da renda é condição necessária para a manutenção de uma taxa de câmbio real competitiva ao longo do tempo e, portanto, para o crescimento robusto das exportações. Se a taxa de crescimento dos salários reais for superior à taxa de crescimento da produtividade do trabalho, a participação dos salários na renda irá aumentar de forma cumulativa ao longo do tempo, gerando uma tendência a apreciação da taxa real de câmbio. Por outro lado, se os salários reais crescerem a uma taxa inferior a da produtividade do trabalho, haverá uma redistribuição de renda dos trabalhadores para os

¹⁸ Essa concepção de política anticíclica corresponde a visão de Keynes sobre o tema. Nas suas palavras: “*I doubt if it is wise to put too much stress on devices for causing the volume of consumption to fluctuate in preference to devices for varying the volume of investment. People have established standards of life. Nothing will upset them more than to be subject to pressure constantly to vary them up and down... Moreover, the very reason that capital expenditure is capable of paying for itself makes it much better budget wise and does not involve the progressive increase of budgetary difficulties, which budgeting for the sake of consumption may bring about.*” (Keynes, 1980, v.27, p. 319-320)

capitalistas, a qual irá resultar numa redução da taxa de crescimento dos gastos de consumo. Nesse caso, a taxa de crescimento da demanda efetiva será inferior a taxa de crescimento da demanda agregada autônoma, impondo assim uma redução do ritmo de crescimento do produto real no longo prazo.

A estabilidade da taxa de inflação é outro objetivo da política salarial. Dada a forte correlação verificada entre o custo unitário do trabalho e o deflator implícito do PIB, o controle da taxa de variação dos salários nominais é variável de importância fundamental para a estabilidade de preços a médio e longo-prazo. Dessa forma, a política salarial deverá ter como meta operacional a obtenção de uma taxa de aumento do custo unitário do trabalho que seja compatível com a meta de inflação fixada pela autoridade monetária.

Uma forma de compatibilizar os objetivos acima expostos é adotar, por intermédio da legislação trabalhista, uma regra ou norma de reajuste do salário nominal na qual a taxa de variação dos salários nominais seja igual à meta de inflação definida pela autoridade monetária acrescida da taxa tendencial de crescimento da produtividade do trabalho (Herr e Kasandziska, 2011, p. 74). Se a autoridade monetária for bem sucedida na sua tarefa de garantir a estabilidade da taxa de inflação a médio e longo-prazo, a adoção dessa norma irá permitir que o salário real cresça a uma taxa equivalente ao crescimento da produtividade do trabalho, garantindo assim a estabilidade da distribuição funcional da renda a longo-prazo, condição necessária tanto para a manutenção da competitividade da economia ao longo do tempo como para a sustentação do ritmo de crescimento dos gastos de consumo. A adoção dessa norma salarial, por sua vez, irá facilitar a obtenção da meta de inflação por parte da autoridade monetária, permitindo assim um uso mais moderado da taxa de juros como instrumento de política de controle da taxa de inflação. Nesse contexto, verifica-se uma situação na qual a política monetária e a política salarial se reforçam mutuamente, gerando externalidades positivas uma sobre a outra.

O último elemento, mas não menos importante, a ser considerado do regime de política macroeconômica é a política cambial. A sustentabilidade de um regime de crescimento do tipo *export-led* depende criticamente da capacidade da política cambial de gerar uma taxa real de câmbio competitiva a médio e longo-prazo. Se os fluxos de entradas de capitais externos impuserem uma tendência à apreciação da taxa real de câmbio, a deterioração resultante da competitividade externa da economia irá resultar

numa redução progressiva da taxa de crescimento das exportações, a qual poderá ser de caráter permanente se induzir a uma transferência de atividades produtivas para o exterior, ou seja, se for a causa de um processo de desindustrialização. Daqui se segue que os fluxos de entrada de capitais devem ser rigorosamente controlados de maneira a proporcionar uma relativa estabilidade da taxa nominal e real de câmbio, no contexto de uma economia que opera num regime de câmbio flutuante.

A política cambial deverá ser executada pela autoridade monetária com base na utilização de instrumentos de natureza regulatória, entre os quais se destacam os controles de capitais. Esses controles podem dar-se na forma de taxação sobre a entrada de capitais externos ou ainda na forma de restrições de caráter administrativo ao ingresso de tipos específicos de capitais externos. É importante frisar que os controles de capitais devem ser abrangentes e dinâmicos de maneira a reduzir a possibilidade de evasão dos mesmos por parte do sistema financeiro. A política monetária terá um papel apenas indireto na tarefa de administração da taxa nominal de câmbio. Com efeito, a grande contribuição da política monetária para a obtenção de uma taxa de câmbio estável e competitiva a médio e longo-prazo consiste na obtenção simultânea dos objetivos de estabilidade da taxa de inflação e suavização das flutuações da taxa de crescimento em torno da meta de crescimento de longo-prazo por intermédio de uma taxa de juros nominal relativamente baixa na comparação internacional.

Em um contexto no qual o horizonte de convergência da inflação com respeito a meta é relativamente longo (2 a 3 anos); a autoridade monetária não tem apenas uma meta de inflação, como também, uma meta (sustentável) de crescimento do produto real e a política salarial desempenha um papel relevante na estabilização da taxa de inflação, as pressões inflacionárias deverão ser relativamente baixas de tal maneira que a taxa nominal (e real) de juros poderá ser mantida em patamares bastante reduzidos. Sendo assim, os ganhos de arbitragem entre a taxa de juros doméstica e a taxa de juros internacional serão pequenos, facilitando a tarefa dos controles de capitais no sentido de reduzir o fluxo de entrada de capitais externos para a economia.

A autoridade monetária deverá usar os controles de capitais de forma discricionária com vistas a obter uma *meta de taxa real efetiva de câmbio*, a qual deverá ser capaz de proporcionar um nível de competitividade externo satisfatório para a economia em consideração.

A tabela I abaixo apresenta de forma sintética os objetivos, as metas operacionais e os instrumentos utilizados pelas políticas monetária, fiscal, salarial e cambial no contexto de um regime macroeconômico ideal. Deve-se observar que as metas operacionais foram desenhadas de tal forma que a obtenção de uma facilita a obtenção das demais. Trata-se, portanto, de um regime de política macroeconômica consistente no sentido de Tinbergen. Além disso, as metas operacionais do regime de política macroeconômica são consistentes com um regime de crescimento do tipo *export-led*, o que garante a sua sustentabilidade a médio e longo prazo.

Os resultados esperados desse regime de política macroeconômica são a estabilidade da distribuição funcional da renda, o controle da taxa de inflação, a estabilidade da relação dívida pública/PIB, o crescimento dos salários reais a um ritmo aproximadamente igual ao aumento da produtividade do trabalho, a obtenção de uma taxa real de câmbio estável e competitiva, o crescimento do produto real a um ritmo robusto e sustentável a médio e longo-prazo e a manutenção da taxa real de juros em patamares relativamente baixos à nível internacional.

TABELA I – Descrição dos componentes de um regime ideal de política macroeconômica

Tipo de Política	Objetivos	Metas Operacionais	Instrumentos
Política monetária	Inflação baixa e estável no médio e longo prazo Crescimento robusto e sustentável do produto real	Meta de inflação Meta de Crescimento do produto real compatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos	Taxa de juros de curto-prazo Depósito compulsório Requerimento de capital próprio.
Política Fiscal	Estabilização do nível de atividade econômica Dívida pública como proporção do PIB baixa e estável no médio de longo prazo.	Meta de Déficit fiscal ciclicamente ajustado igual ou próximo de zero. Meta de Crescimento do produto real compatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos	Estabilizadores automáticos Gastos discricionários com investimento público em obras de infraestrutura.
Política Salarial	Estabilidade da participação dos salários na renda nacional Inflação baixa e estável no médio e longo prazo	Meta de variação do custo unitário do trabalho igual à meta de inflação.	Fixação da taxa de variação dos salários nominais numa magnitude igual a soma entre meta de inflação e a taxa de crescimento da produtividade do trabalho. T.I.P : Cobrança de um imposto extraordinário sobre o lucro das empresas que concederem aumentos salariais acima da soma entre meta de inflação e a taxa de crescimento da produtividade do trabalho.
Política Cambial	Competitividade das exportações de manufaturados nos mercados internacionais	Meta de taxa real de câmbio competitiva no médio e longo prazo	Controles a entrada de capitais.

Fonte: Elaboração própria.

4 – Do “Desenvolvimentismo Inconsistente” ao fracasso da “Nova Matriz Macroeconômica”.

O regime de crescimento adotado pelo Brasil a partir da crise financeira internacional de 2008 baseia-se na ideia do “desarrollo hacia dentro”, a qual guarda grande similaridade com o regime *wage-led* discutido anteriormente¹⁹. Trata-se de um

¹⁹ Esse regime de crescimento é denominado de “social-desenvolvimentismo” em contraposição ao “novo-desenvolvimentismo” mais em linha com o regime ideal de política macroeconômica discutido na seção 3 do presente artigo. Sobre o “novo-desenvolvimentismo” ver Bresser-Pereira (2009).

modelo no qual as políticas de redistribuição de renda e de aumento real do salário mínimo, em conjunto com uma forte expansão do crédito bancário, deveriam estimular um vigoroso crescimento dos gastos de consumo, o que levaria os empresários a aumentar os gastos de investimento, permitindo assim um aumento simultâneo da capacidade produtiva e da produtividade do trabalho. Nesse caso, seria possível obter um elevado crescimento do PIB e dos salários reais, ao mesmo tempo em que a inflação seria mantida sobre controle.

Esse regime de crescimento, no entanto, resultou num dilema de política econômica, qual seja, um *trade-off* entre competitividade externa e estabilidade da taxa de inflação, de tal maneira que o referido regime pode ser, na verdade, caracterizado como “desenvolvimentismo inconsistente”.

Com efeito, o forte crescimento da demanda doméstica no período (2007-2012) levou o desemprego a níveis historicamente baixos, fazendo com que os salários reais crescessem acima da produtividade do trabalho, exacerbando a perda de competitividade decorrente da apreciação cambial acumulada desde 2005, ao mesmo tempo em que alimentava as pressões inflacionárias latentes na economia brasileira. O resultado disso foi um aumento significativo do custo unitário do trabalho, principalmente na indústria de transformação, conforme podemos observar na Tabela II abaixo.

Tabela II – Evolução do Custo Unitário do Trabalho por Setor de Atividade Produtiva e por Intensidade Tecnológica (2000-2009)

		2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
AGRO		100	77,25	65,29	61,92	71,28	103,84	112,99	108,51	105,87	108,10
Indústria		100	88,82	80,60	79,86	78,12	104,69	114,99	130,96	142,71	147,51
IE	Extrativa	100	102,90	89,52	93,56	95,29	95,39	96,12	129,18	112,43	200,18
Transformação		100	87,02	80,43	79,93	77,93	106,72	117,39	134,08	144,93	142,60
IAIT	Alta	100	94,74	90,72	94,40	93,73	114,93	125,86	144,34	145,57	140,19
IMAIT	Média-Alta	100	92,11	86,94	90,44	79,66	115,85	117,09	131,44	134,51	137,64
IMBIT	Média-Baixa	100	84,57	75,21	64,34	64,43	84,92	106,32	117,32	145,62	123,94
IBIT	Baixa	100	83,05	75,96	76,20	79,06	106,59	119,32	139,15	149,16	153,47
SIUP	SIUP	100	90,66	74,98	63,77	57,40	75,13	85,45	91,67	109,30	114,37
CC	Construção	100	91,66	80,69	83,23	83,52	110,72	123,85	136,08	159,83	188,83
Serviços		100	86,42	79,29	78,48	82,73	101,41	116,68	123,33	129,75	130,21
SAIC	Alta	100	85,89	75,60	74,94	80,97	97,13	113,53	118,27	126,76	124,45
SMIC	Média	100	84,78	76,68	76,42	81,42	100,11	116,90	127,23	136,97	140,78
SBIC	Baixa	100	87,68	84,48	83,36	85,31	107,12	120,56	128,57	132,08	135,07
Total		100	86,56	78,90	77,89	80,96	102,35	116,16	124,43	131,58	133,36

Nota: SCN Novo, 2000=100 (Em US\$)

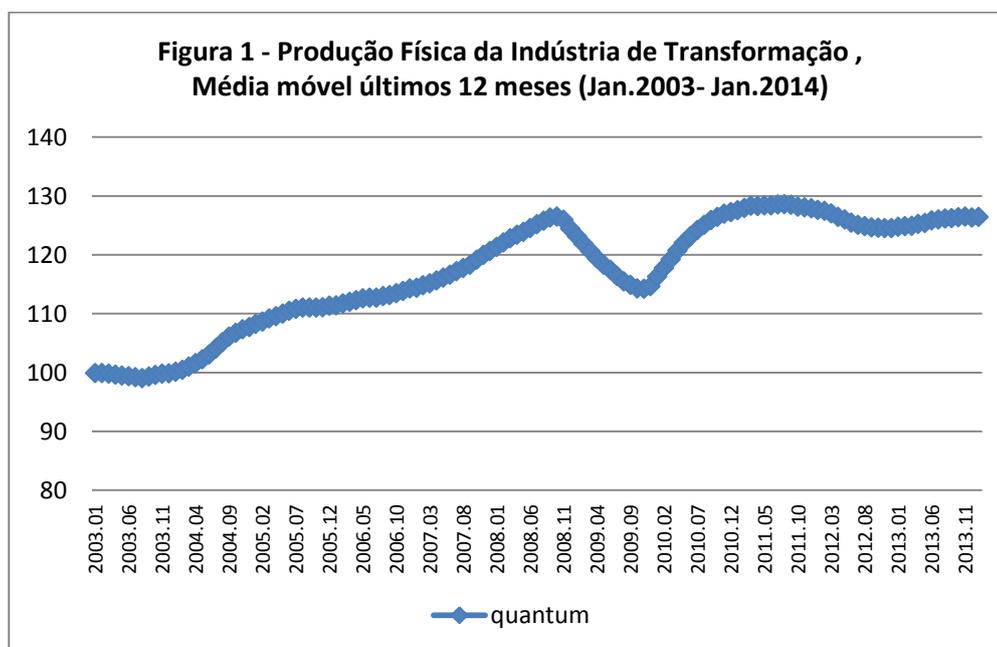
A reversão da perda de competitividade externa decorrente do aumento significativo da do custo unitário do trabalho exigiria uma grande desvalorização cambial, o que causaria uma forte elevação da taxa de inflação, já pressionada pelo crescimento dos salários acima da produtividade do trabalho, a não ser que seu efeito fosse contrabalançado por uma política fiscal mais apertada. O problema é que, desde 2008, a política fiscal brasileira tem sido expansionista - além de ter um viés em consumo e custeio, ao invés de investimento - tornando impossível um ajuste não-inflacionário da taxa real de câmbio.

O dilema entre competitividade externa e inflação estável, herdado do segundo mandato do segundo do Presidente Lula, foi administrado pelo governo Dilma Rouseff com base numa espécie de “solução de compromisso”. Nos momentos nos quais a pressão inflacionária se tornasse menos intensa devido a choques externos favoráveis, deveria se aproveitar o espaço para desvalorizar o câmbio nominal de maneira a atenuar a perda de competitividade externa. Essa janela de oportunidade surgiu no segundo semestre de 2011 com o recrudescimento da crise financeira mundial em função dos efeitos da turbulência nos mercados de dívida soberana na área do Euro. Foi nesse momento que a assim chamada “nova matriz macroeconômica” foi implantada, com o início de um longo ciclo de redução da taxa básica de juros pelo Banco Central do Brasil e a desvalorização gradual da taxa nominal de câmbio. Contudo, se e quando a pressão inflacionária voltasse a recrudescer – algo que, de fato, ocorreu no início de 2013 – a recomposição da competitividade externa da economia brasileira deveria ser interrompida e/parcialmente revertida, e o ciclo de elevação da taxa de juros deveria ser iniciado, de forma a garantir a estabilização dos patamares inflacionários. Nesse contexto, a política macroeconômica do governo Dilma Rouseff tornou-se, por assim dizer, uma “biruta de aeroporto”, condenando ao fracasso a “nova matriz macroeconômica”, à medida que não conseguiu eliminar a sobre-valorização cambial existente na economia brasileira e nem reduzir, de forma permanente, o patamar da taxa de juros.

Com efeito, no final do ano de 2012, o secretário de política econômica do Ministério da Fazenda, Márcio Holland, afirmara que o governo brasileiro havia adotado uma “nova matriz macroeconômica” caracterizada pela combinação entre juros baixos, câmbio competitivo e política fiscal “amigável” ao investimento público (Valor Econômico, 17/12/2012). Essa nova matriz macroeconômica deveria levar a um

aumento considerável do ritmo de crescimento do investimento ao longo do ano de 2013, de maneira a permitir a aceleração do crescimento da economia brasileira.

Essas expectativas, contudo, não se concretizaram. Embora a economia brasileira tenha, de fato, acelerado o seu crescimento com respeito ao ano de 2012 (2,28% em 2013 contra 1,03% em 2012); o valor registrado em 2013 foi muito inferior a média do período Lula (4,05% na média do período 2003-2010). Além disso, a partir de meados de 2013, o Banco Central do Brasil iniciou um novo ciclo de elevação da taxa de juros fazendo com que a taxa Selic superasse o nível prevalecente no início do governo Dilma Rouseff (10,75% a.a.). Por fim, a desvalorização da taxa nominal de câmbio ocorrida nos últimos dois anos aparentemente não foi capaz de recuperar a competitividade da indústria brasileira, cuja produção física se encontra estagnada à aproximadamente 36 meses (Ver figura 1).



Fonte: IPEADATA. Elaboração própria.

Por que as expectativas com a “nova matriz” não se concretizaram? Embora a implantação da “nova matriz macroeconômica” tenha permitido uma desvalorização bastante significativa da taxa *nominal* de câmbio, a **mesma não foi suficientemente grande** para eliminar a sobre-valorização da taxa *real* de câmbio que se processou na economia brasileira ao longo de toda a década passada. Com efeito, na comparação com junho de 2004 a taxa real efetiva de câmbio se encontrava sobre-valorizada em 23,85%

em dezembro de 2013. Isso significa que, para voltar ao valor prevalecente em meados de 2004²⁰, a taxa de câmbio real-dólar deveria ser aproximadamente igual a R\$ 2,90.

Outra razão do fracasso é a permanência da taxa real de juros em patamares elevados. Com efeito, a taxa Selic representa a taxa de retorno da aplicação financeira livre de risco na Brasil, uma vez que ela é a taxa que remunera as assim chamadas *letras financeiras do tesouro*, as quais são um tipo de título de dívida emitido pelo governo federal que tem liquidez diária. No momento em que escrevo este artigo a taxa Selic se encontra em 11,00% a.a. Supondo uma expectativa de inflação para os próximos 12 meses de 6%, então a taxa real de juros da aplicação financeira livre de risco na economia brasileira é igual a 4,71% a.a. *Em poucos lugares do mundo uma aplicação livre de risco gera uma taxa de retorno tão alta.* O efeito disso sobre a decisão de investimento é perverso. Como a taxa de juros das aplicações livre de risco é muito alta, os empresários só estarão dispostos a realizar aqueles projetos de investimento cuja taxa de retorno supere a taxa de juros livre de risco por uma elevada margem (essa margem é o que se conhece como prêmio de risco). O problema é que numa economia que se defronta com uma forte sobre-valorização cambial e que possui sérias deficiências de infra-estrutura – problemas esses que se somam a incerteza oriunda da política macroeconômica que se comporta como uma “biruta de aeroporto” - poucos são os projetos de investimento cuja taxa de retorno supera, por uma margem suficientemente grande para se tornar atrativa para os empresários, a taxa de juros livre de risco.

5 – Proposta de um Novo Regime de Política Macroeconômica.

O desmonte da armadilha “câmbio-juros” exige a superação do dilema de política econômica do “desenvolvimentismo inconsistente”, o que requer a adoção de um regime de política macroeconômica que seja consistente e sustentável no médio e longo-prazo. Isso envolve a adoção de um regime de crescimento do tipo *export-led* e a reformatação dos objetivos, metas e instrumentos do regime de política macroeconômica na direção do modelo ideal apresentado na seção 3.

Neste contexto, minha proposta é que o próximo Presidente da República adote um regime macroeconômico baseado na obtenção de metas de superávit em conta-

²⁰ A escolha do ano 2004 como base de comparação justifica-se pelo fato de que foi o último ano no qual o custo unitário do trabalho (em US\$) da indústria de transformação permaneceu abaixo do nível observado no ano 2000 (Ver Tabela II).

corrente do governo, câmbio administrado, metas de inflação de médio-prazo e “moderação salarial”.

A política fiscal seria baseada na obtenção de uma meta de superávit em conta-corrente do governo (igual a soma entre superávit primário e gastos de investimento menos o pagamento de juros da dívida), de maneira que o governo brasileiro finalmente abandonaria a postura fiscal Ponzi que possui a décadas, adotando a assim chamada “regra de ouro” da política fiscal, qual seja: “só te endividarás para financiar investimento”. Dessa forma, a política fiscal seria conduzida com vistas a gerar *poupança pública positiva*, fazendo com que eventuais déficits sejam resultado do excesso de investimento sobre poupança pública. Está claro que a transição para esse regime não pode ser imediata, mas deve ser feita gradualmente na forma de *metas crescentes de superávit em conta-corrente* ao longo de um período de 4 a 5 anos.

A título de exemplo o governo poderia adotar uma meta de superávit em conta corrente de 0,5% do PIB em 2015 e aumentar gradualmente a mesma em 0,5% do PIB até alcançar 5% do PIB em 2025. ***Para que essa estratégia seja factível será necessária a introdução de um limite ao ritmo de crescimento dos gastos de consumo e de custeio do governo.*** Mais especificamente, para que o superávit em conta corrente do governo aumente a um ritmo igual a 0,5% do PIB por ano é necessário que os gastos correntes do governo aumentem a uma taxa igual a taxa estimada de crescimento²¹ do PIB menos 0,5% ao ano.

A administração da taxa de câmbio deverá ser feita por intermédio da ***adoção de um sistema de bandas cambiais deslizantes***, no qual o teto e o piso da banda sejam gradualmente desvalorizados ao longo do tempo de forma a obter uma taxa de câmbio competitiva a médio-prazo (2 a 3 anos). Esse sistema irá viabilizar um **ajuste gradual da taxa de câmbio**. A implantação desse sistema irá requerer a adoção de controles temporários à saída de capitais do país, para impedir que a expectativa de desvalorização cambial leve a um movimento de fuga de capitais e, dessa forma, a desvalorização abrupta da taxa de câmbio.

²¹ O ideal nesse caso é trabalhar com uma estimativa de crescimento do PIB baseada na taxa de crescimento que é compatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos, uma vez que as estimativas de crescimento do produto potencial são viesadas pelos valores passados dessa variável. Deve-se ressaltar que estamos assumindo que a elasticidade da receita tributária com relação ao PIB é igual a um.

No que se refere a formatação da política monetária proponho a adoção de um regime de *metas de inflação de médio-prazo* de maneira a compatibilizar a flexibilidade requerida na condução da política monetária em função da necessidade de fazer um ajuste, ainda que gradual, da taxa de câmbio, com a recuperação da credibilidade da política monetária, bastante erodida durante a vigência da “nova matriz macroeconômica”. Esse regime torna-se ainda mais necessário em função da existência de uma inflação reprimida – estimada em 1,2% a.a (Mesquita, 2014) – decorrente do controle sobre os preços administrados.

No momento em que escrevo este artigo a inflação corrente roda perto de 6,0% a.a – o que está em linha com as expectativas de inflação para o ano de 2014 – de forma que existe um desvio de quase 1,5 p.p com respeito ao centro da meta de inflação, igual a 4,5%. No cenário mais plausível de correção gradual da inflação reprimida - num horizonte, por exemplo, de três anos – teríamos que acrescentar em 2015 mais 0,4 p.p ao IPCA. Grosso modo isso significa que a *baseline inflation* de 2015 – aquela que prevaleceria sem uma dosagem adicional de aperto monetário – seria de 6,4% a.a, não só perigosamente próxima do teto da meta de inflação, como ainda distante quase 2 p.p com respeito ao centro da meta. Nessas condições a manutenção tanto do centro da meta de inflação em 4,5% a.a como do prazo oficial de convergência com relação a meta em um ano (calendário) simplesmente não é crível. Isso porque a obtenção do centro da meta de inflação exigiria uma elevação tão grande da taxa de juros e, conseqüentemente, um aumento bastante expressivo da taxa de desemprego, que nenhum Presidente da República eleito pelo voto do povo estaria em condições de realizar.

Nesse contexto, é muito mais realista e funcional do ponto de vista da credibilidade da autoridade monetária que o próximo Presidente da República fizesse, via Conselho Monetário Nacional, uma mudança na formatação institucional do Regime de Metas de Inflação brasileiro adequando-o a esta realidade. Mais especificamente proponho que o governo adote uma *meta de inflação de médio-prazo* (3 anos) que passaria a guiar as decisões do COPOM a respeito da meta da taxa básica de juros. Essa meta de inflação de médio-prazo seria inicialmente mais elevada do que o centro da meta de inflação que temos atualmente, mas seria levemente declinante ao longo do tempo, de maneira a convergir para uma meta de inflação de longo-prazo mais baixa do que a prevalecente hoje. Implícito na ideia de meta de inflação de médio-prazo está a

ideia de que a convergência a meta não se dará mais ao longo do ano calendário, mas ao longo de um prazo de convergência de três anos.

Um elemento adicional, mas bastante importante na minha proposta, é a redução gradual do intervalo de tolerância da inflação, dos atuais 2 p.p para 1 p.p no longo-prazo. Dessa forma, a nova formatação institucional do RMI brasileiro permitiria se aliar a flexibilidade necessária para se produzir uma queda gradual da taxa de inflação, num contexto em que se realiza um ajuste da taxa de câmbio em direção a um patamar competitivo, com a credibilidade requerida para a eficácia da política monetária.

Isso posto, uma proposta concreta de nova formatação institucional para o RMI pode ser visualizada na tabela abaixo.

Tabela III – Centro e Teto do Regime de Metas de Inflação de Médio-Prazo

	2015	2016	2017	2018	2019	2020	2021	2022	2023
Meta	5,00%	5,00%	5,00%	4,50%	4,50%	4,50%	4%	4%	4%
Teto	6,5%	6,25%	6,00%	5,5%	5,5%	5,5%	5%	5%	5%

Fonte: Elaboração do autor.

Conforme visualizamos na tabela III acima, a meta de inflação de médio-prazo inicial seria de 5% a.a para o período 2015-2017, um número mais elevado do que o centro atual da meta de inflação, mas significativamente mais baixo do que a inflação corrente. Na fase inicial de introdução do novo arranjo institucional teríamos uma redução gradual do intervalo de tolerância da inflação. Este cairia dos atuais 2 p.p para 1.5 p.p em 2015, 1.24 p.p em 2016, alcançando 1 p.p em 2017, estabilizando-se a partir daí nesse patamar.

A partir de 2018 a meta de inflação de médio-prazo iniciaria uma trajetória levemente decrescente passando para 4,5% a.a no período (2018-2020), para alcançar 4% a.a no período (2021-2023). Nessa proposta, a meta de inflação de longo-prazo seria de 4% a.a.

Esse novo arranjo institucional do RMI brasileiro daria espaço não só para a acomodação da inflação reprimida como ainda permitiria um ajuste gradual da taxa de

câmbio em direção a um nível mais competitivo a médio e longo-prazo; sem prejuízo em termos da credibilidade da condução da política monetária.

A estabilidade da inflação a médio-prazo será facilitada pela combinação entre a austeridade gerada pelo novo regime fiscal e pela política salarial. ***Esta deverá ter como meta a obtenção de uma taxa de crescimento dos salários nominais à um ritmo aproximadamente igual a meta de inflação definida pelo Conselho Monetário Nacional e o ritmo de crescimento da produtividade do trabalho.*** Uma forma de se obter esse resultado será por intermédio da introdução de uma *Tax Income Policy*, na qual o governo cobraria um imposto extraordinário sobre o lucro das empresas que concederem aumentos salariais acima do patamar dado pela meta de inflação e pelo crescimento estimado da produtividade do trabalho no longo-prazo.

Um reforço importante na política salarial será a ***mudança na política de reajuste do salário mínimo*** (a qual pode ser realizada a partir de 2015). Sugerimos que o salário mínimo seja reajustado a uma taxa igual a meta de inflação acrescida de 2% a.a, valor esse que podemos considerar como uma estimativa a respeito do crescimento médio da produtividade do trabalho na economia brasileira no longo-prazo. O objetivo da política salarial será fazer com que o custo unitário do trabalho em termos nominais aumente a uma taxa aproximadamente igual a meta de inflação, o que será um importante reforço no controle da taxa de inflação e na obtenção de uma taxa de câmbio competitiva a médio e longo-prazo. Deve-se ressaltar que essa política, de forma alguma, implica em “arrocho salarial” haja vista que ela é compatível com o crescimento do salário real a uma taxa aproximadamente igual ao ritmo de crescimento da produtividade do trabalho. Trata-se da única política salarial que é sustentável no longo-prazo. Qualquer outra coisa é puro e simples populismo.

6 – Considerações Finais

O desmonte da armadilha juros-câmbio, essencial para a retomada do crescimento econômico a taxas robustas, exige a adoção de um *novo regime macroeconômico*, que se distancia tanto do *tripé macroeconômico* herdado do período FHC como da *nova matriz macroeconômica* do governo da Presidente Dilma.

O novo modelo macroeconômico aqui proposto deverá ser capaz de assegurar a obtenção simultânea dos seguintes objetivos: crescimento robusto do PIB, câmbio competitivo, taxa de inflação baixa e estável, taxa real de juros compatível com o

padrão internacional, equilíbrio das finanças públicas e crescimento dos salários reais em linha com a produtividade do trabalho. Para obter esses objetivos propomos a adoção de um novo regime de política macroeconômica composto por uma política fiscal baseada na obtenção de metas de superávit em conta-corrente do governo; regime de câmbio administrado; política monetária baseada num regime de metas de inflação de médio-prazo; e uma política salarial capaz de induzir o crescimento dos salários reais em linha com a produtividade do trabalho.

Em particular, a política de reajuste do salário mínimo precisa ser modificada, introduzindo-se uma nova regra de reajuste com base na meta de inflação e no crescimento de longo-prazo da produtividade do trabalho, estimada em 2,0% a.a.

Os gastos primários do governo central também precisam crescer a uma taxa inferior ao crescimento do PIB real. Dado que a aceleração do crescimento envolve necessariamente um aumento do investimento público como proporção do PIB, segue-se que os gastos de consumo e de custeio do governo deverão crescer a uma taxa significativamente menor do que o crescimento do PIB real, para abrir espaço no orçamento público para o aumento do investimento, ao mesmo tempo em que se mantem uma política fiscal relativamente apertada.

Por fim, deve-se mudar o *modus operandi* da política cambial de forma a permitir o estabelecimento de uma meta operacional para a taxa real de câmbio no médio e longo-prazo. Isso exige o aprofundamento dos controles à entrada e saída de capitais no país, o estabelecimento de uma “banda cambial movente ou delizante” para a taxa nominal de câmbio, de maneira a permitir uma desvalorização controlada da taxa de câmbio.

Referências Bibliográficas

BARBOSA-FILHO, N.H. (2009). “Inflation Targeting in Brazil: 1999-2006” In: EPSTEIN, G; YELDAN, A.E (orgs.). *Beyond Inflation Targeting*. Edward Elgar: Aldershot.

BLINDER, A. (1999). *Bancos Centrais: teoria e prática*. Edições 34: São Paulo.

BRESSER-PEREIRA, L.C (2009). *Globalização e Competição*. Campus: Rio de Janeiro.

BRESSER-PEREIRA, L.C; OREIRO, J.L; MARCONI, N. (2014). “A Theoretical Framework for new-developmentalism” In: BRESSER-PEREIRA, L.C; KREGEL, J; BURLAMAQUI, L (orgs.). *Financial Stability and Growth: perspectives in financial regulation and new developmentalism*. Routledge: Londres.

- CALMFORS, L; DRIFFIL, J. (1988). “Centralization of Wage Bargaining: bargaining structure, corporatism and macroeconomic performance”. *Economic Policy*, Vol. 23, N.1, pp. 13-61.
- DUTT, A.K; ROS, J. (2007). “Aggregate demand shocks and economic growth”. *Structural Change and Economic Dynamics*, Vol. 18, pp.75-99.
- HERR, H; KAZANDZISKA, M. (2011). “Macroeconomic Policy Regimes in Western Industrial Countries”. Routledge: Londres.
- KALDOR, N. (1988). “The Role of Effective Demand in the Short and Long-Run Growth” In: Barrère, A. (org.). *The Foundations of Keynesian Analysis*. Macmillan Press: Londres.
- KEYNES, J. M. (1980). *Activities 1940-1946 shaping the Post-War World: Employment and Commodities*. Collected Writings of John Maynard Keynes, Vol. 27. MacMillan: Londres.
- KYDLAND; F.E; PRESCOTT, E. (1977). “Rules rather than discretion: the inconsistency of optimal plans”. *Journal of Political Economy*, Vol. 85, pp. 473-492.
- LEDESMA, M.L. (2002). “Accumulation, Innovation and Catching-up: an extended cumulative growth model”. *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 26, n.2.
- MESQUITA, M. (2014). “A Volta da Inflação Corretiva”. *Valor Econômico*, 27 de março.
- OREIRO, J.L; NAKABASHI, L; SOUZA, G. (2010). “A Economia Brasileira Puxada pela Demanda Agregada”. *Revista de Economia Política*, Vol. 30, N.4.
- OREIRO, J.L; BASILIO, F; SOUZA, G. (2014). “Effects of overvaluation and exchange rate volatility over industrial investment”. *Revista de Economia Política*, Vol.34, N.3.
- PASINETTI, L. (1997). “The Social Burden of High Interest Rates” In: ARESTIS, P; PALMA, G; SAWYER, M. (orgs.). *Capital Controversy, Post Keynesian Economics and the History of Economics: essays in honour of Geoff Harcourt*. Routledge: Londres.
- POLLIN, R; ZHU, A. (2009). “Inflation and Economic Growth: a cross-country non-linear analysis” In: EPSTEIN, G; YELDAN, A.E (orgs.). *Beyond Inflation Targeting*. Edward Elgar: Aldershot.
- SAWYER, M. (2009). “Fiscal and interest rate policies in the ‘new consensus’ framework: a different perspective”. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 31, N.4.
- TINBERGEN, J. (1988). *Política Econômica: princípios e planejamento*. Nova Cultural: São Paulo.
- THIRWALL, A.P. (2002). *The Nature of Economic Growth*. Edward Elgar: Aldershot.
- VALOR ECONÔMICO. “Transição para a nova matriz macroeconômica, afetou o PIB”, 17/12/2012.

