

# Desafios da Macroeconomia Brasileira

Francisco L. Lopes – agosto 2005\*

## I: Introdução

Este trabalho analisa um conjunto de temas relevantes da macroeconomia brasileira. Inicialmente é abordada a questão da metodologia de apuração do PIB. Nossa avaliação é que a metodologia utilizada pelo IBGE pode estar subestimando a taxa de crescimento anual do PIB em cerca de um ponto percentual.

A seção seguinte, a terceira, tenta explicar por que a taxa de juros é tão elevada no Brasil. A análise enfatiza os efeitos residuais de choques inflacionários passados, mas reconhece também a importância da calibragem da meta inflacionária e das intervenções cambiais.

A quarta seção discute o regime de flutuação da taxa de câmbio concluindo que só faz sentido intervir no mercado cambial para minimizar perturbações transitórias de natureza especulativa. Indica também como se pode construir uma regra de intervenção com esse objetivo.

O regime de metas de inflação é avaliado na quinta seção, que conclui com a sugestão de um regime de meta dupla, que introduz uma banda para a taxa de utilização (ou ociosidade) futura da capacidade produtiva como objetivo complementar à banda para a inflação futura.

Finalmente, a sexta seção aborda a questão de como conseguir um crescimento econômico rápido.

O trabalho preferiu não abordar questões de natureza fiscal porque nesta área parece existir razoável consenso. A controvérsia hoje diz respeito principalmente a taxa de juros, taxa de câmbio e crescimento.

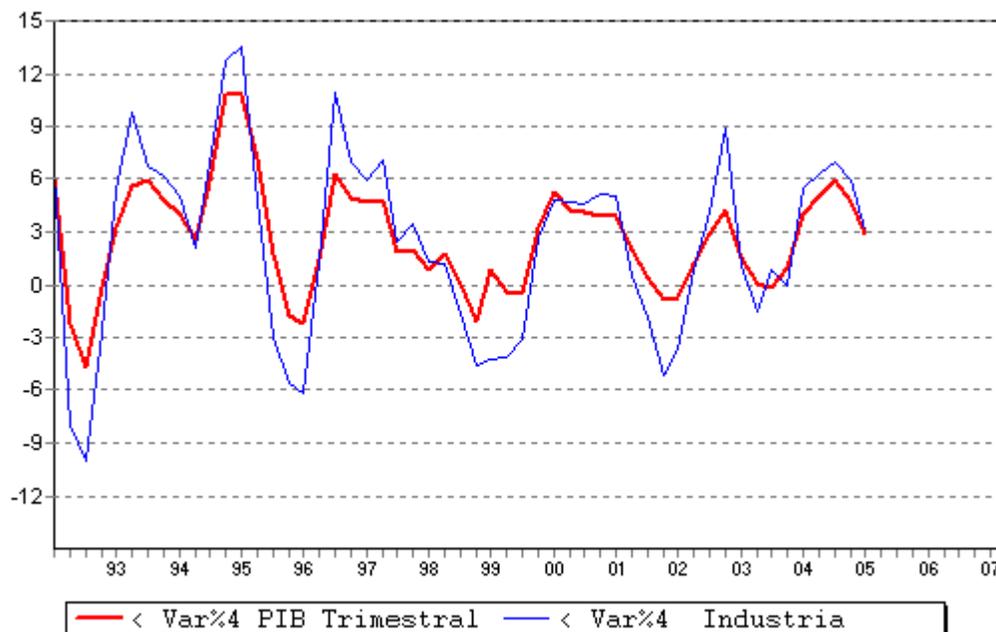
## II: A Medida do PIB

Nosso primeiro tema é a metodologia de apuração do PIB. Em última análise o objetivo da política macroeconômica é maximizar o crescimento do PIB num ambiente de estabilidade de preços. Para isso, naturalmente, é necessário dispor de metodologias adequadas para mensuração do PIB, o que não parece ser o nosso caso.

Uma característica dos dados brasileiros a partir de 1991 (quando o IBGE passou a calcular o PIB trimestral) é que a série do PIB parece bem menos volátil que a série da produção industrial. Em 1995, por exemplo, a indústria chegou a apresentar variação negativa de 6% enquanto o PIB caía apenas 2% (na variação percentual sobre o mesmo trimestre do ano anterior). Em 2001, a indústria chegou a cair 5% enquanto o PIB caía menos de 1% no mesmo trimestre.

---

\* Trabalho apresentado ao 2º Fórum de Economia da Fundação Getúlio Vargas, São Paulo, 12/9/2005. Publicado em L. C. Bresser Pereira (org) Economia Brasileira na Encruzilhada FGV 2006



Se considerarmos que o comportamento da indústria reflete adequadamente as flutuações cíclicas da atividade econômica, a relativa insensibilidade do PIB indica que os demais setores da economia são muito menos sensíveis a essas flutuações. Em princípio é um resultado aceitável, dado que a participação da agropecuária no PIB é pequena e os demais setores são amplamente dominados por serviços. Tipicamente o PIB dos serviços deve ser medido pela massa de salários ou rendimentos reais pagos em determinadas atividades e parece razoável admitir que estes sofram menos flutuações cíclicas do que as vendas e a produção, já que existem custos de transação importantes nas relações empregatícias e os salários reais costumam apresentar significativa rigidez.

É necessário, porém, examinar se essa insensibilidade cíclica do PIB não está também refletindo problemas metodológicos no caso brasileiro. Considere as participações relativas dos serviços e seus componentes no PIB. Como o IBGE utiliza uma metodologia de bases móveis as participações mudam ao longo do tempo, mas podemos obter estimativas de suas magnitudes através de análise de regressão. Para isso utilizamos a função FBM (fator de base móvel) que divide cada variável pela média móvel de quatro trimestres da mesma variável defasada de um trimestre.

Usando essas variáveis redefinidas observamos que os Serviços explicam cerca de 54% do PIB, a Indústria cerca de 39% e a Agropecuária cerca de 7%.

<b>Variável Dependente : FBM PIB</b>				
Método : Mínimos Quadrados				
Data : 11/06/2005 Hora : 11:08				
Intervalo : de Mar/1997 a Mar/2005				
Número de observações : 33				
Variáveis Independentes	Coeficiente	Erro Padrão	Estatística T	Valor P
<b>FBM Agropecuária</b>	0,07205	0,00307	23,43801	0
<b>FBM Indústria</b>	0,38851	0,00952	40,82542	0
<b>FBM Serviços</b>	0,53974	0,0107	50,44821	0
R-Quadrado	0,9955	Média var. dep.		1,012
R-Quadrado ajustado	0,9952	D.Padrão var. dep.		0,028
Erro Padrão da regressão	0,00195	Soma quadr.resíduos		0
Log Verossimilhança	160,726	Durbin-Watson		1,10701
Critério de Akaike	-9,55916	Critério de Schwarz		-9,42311

Com a mesma metodologia obtemos as participações dos diversos componentes dentro dos Serviços. É interessante notar que os três itens Outros Serviços, Aluguel e Administração Pública correspondem a 65% do agregado. Ou seja, esses três itens explicam cerca de 35% do PIB (já que o setor Serviços corresponde a 54% do PIB), com peso quase igual à Indústria.

<b>Variável Dependente : FBM Serviços</b>				
Método : Mínimos Quadrados				
Data : 11/06/2005 Hora : 11:07				
Intervalo : de Mar/1996 a Mar/2005				
Número de observações : 37				
Variáveis Independentes	Coeficiente	Erro Padrão	Estatística T	Valor P
<b>FBM Comércio</b>	0,13084	0,00731	17,90743	0
<b>FBM Transporte</b>	0,02842	0,00633	4,4871	0,0001
<b>FBM Comunicacoes</b>	0,04341	0,00378	11,47778	0
<b>FBM Instit. Financeiras</b>	0,14166	0,00762	18,59795	0
<b>FBM Outros Serviços</b>	0,17874	0,01222	14,62528	0
<b>FBM Aluguel</b>	0,18023	0,02459	7,32819	0
<b>FBM Adm. Pública</b>	0,29677	0,0222	13,36719	0
R-Quadrado	0,997	Média var. dep.		1,013
R-Quadrado ajustado	0,9964	D.Padrão var. dep.		0,017
Erro Padrão da regressão	0,00102	Soma quadr.resíduos		0
Log Verossimilhança	206,396	Durbin-Watson		1,71005
Critério de Akaike	-10,77815	Critério de Schwarz		-10,47339

Em nossa opinião a apuração desses três componentes dos Serviços têm problemas metodológicos graves, que são certamente parte da explicação da relativa rigidez observada no PIB brasileiro. Considere, por exemplo, o PIB da Administração Pública. Segundo o Relatório Metodológico das Contas Nacionais Trimestrais (disponível em <http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/indicadores/pib/srmtrimestrais.pdf>) esse componente do PIB é medido pela agregação de três atividades: administração pública propriamente dita (com peso de 72%), educação pública (com peso de 16%) e saúde

pública (com peso de 12%). Os respectivos índices de produção real, que o IBGE denomina “indicador de volume”, são apurados da seguinte forma:

*O indicador de volume utilizado para o produto administração pública é a taxa de crescimento da população trimestralizada geometricamente. Para o produto saúde pública, adota-se, como indicador de volume, o tempo total de internação, nos hospitais públicos e universitários, e informações obtidas, mensalmente, junto ao Sistema Único de Saúde - SUS, do Ministério da Saúde. O indicador para educação pública é calculado pelo número de matrículas fornecido para o total de cada ano. (pág. 33)*

Ou seja, por definição a taxa de crescimento do PIB da Administração Pública tende a ser praticamente idêntica à taxa de crescimento populacional, quando o correto seria considerar a evolução da massa real de salários no setor. Mesmo o tempo de internação em hospitais e o número de matrículas não são indicadores adequados para a “produção” dos respectivos setores, pois ao longo do tempo o “valor real” de uma internação ou de uma matrícula pode evoluir consideravelmente. Por exemplo, se a sociedade decide investir em hospitais mais bem equipados com profissionais melhor pagos isto certamente deveria se refletir num aumento do PIB setorial, mesmo que o tempo total de internação seja o mesmo (ou talvez mesmo diminua!). Do mesmo modo, um sistema educacional com professores mais qualificados e com maior tempo de dedicação dos alunos deve representar um aumento do PIB setorial, mesmo que o número de matrículas continue igual.

O setor Outros Serviços sofre de deficiências similares. Esse setor é composto de uma miríade de atividades, e em alguns deles o IBGE utiliza para medir o PIB o pessoal ocupado (no caso do item Alojamento e Alimentação), o número de internações (no item Saúde Mercantil, onde mercantil quer dizer privada), ou o número de matrículas (no item Educação Mercantil). No caso da atividade Serviços Privados Não-mercantis, o IBGE usa diretamente o crescimento populacional.

Ou seja, aqui também grande parte da evolução do setor é simplesmente determinada pela taxa de crescimento populacional, quando o correto, novamente, seria considerar a evolução da massa real de salários.

No caso do setor Aluguel cerca de 70% da “produção” resulta de uma estimativa para alugueis imputados usando a seguinte metodologia:

*O índice de volume do aluguel imputado é calculado a partir da variação no número de domicílios cuja condição de ocupação é diferente de alugado (próprio já pago, próprio em aquisição, cedido pelo empregador, cedido de outra forma e outras formas de condição de ocupação).(p.32)*

Ou seja, novamente o PIB do setor é medido por um indicador (número de domicílios) cuja evolução está diretamente ligada ao crescimento populacional sem refletir adequadamente a evolução do “valor real” dos serviços. Naturalmente faz muita diferença para a medida do PIB se aumentou o número de imóveis alugados de sala e quarto ou de quatro quartos.

Pode-se entender que o IBGE enfrente certa dificuldade para medir o valor real de determinados serviços, mas o que não se justifica é a adoção nesses casos de indicadores de volume associados ao crescimento populacional. Em todos os casos faria muito mais sentido utilizar a própria evolução do PIB como “proxy”, por exemplo, para a evolução da massa de salários pagos na atividade ou para o valor real de alugueis imputados.

É importante observar que essa alternativa metodológica pode ter grande impacto na medida da taxa de crescimento do PIB. Na tabela abaixo apresentamos os resultados de três

exercícios de simulação com um modelo real da economia brasileira<sup>1</sup>. No primeiro caso, denominado Controle, o modelo usa as equações derivadas por análise de regressão para todos os setores considerados. Na alternativa AdPública, a equação para o setor Administração Pública é alterada de modo que seu crescimento seja sempre igual ao crescimento do PIB. Na alternativa AdPúb+Aluguel, o mesmo se aplica também ao setor Aluguel.

Variação % do PIB						
						<i>Média</i>
	2005	2006	2007	2008	2009	2005-9
<b>Controle</b>	3,46	4,25	4,00	4,06	3,44	3,84
<b>AdPública</b>	4,45	4,91	4,56	4,55	3,72	4,44
<b>AdPúb+Aluguel</b>	5,19	5,34	4,91	4,89	3,86	4,84

O que se observa é que a diferença entre as taxas de crescimento do PIB projetadas na três alternativas é bastante significativa, em alguns casos superando o ponto de percentagem.

A conclusão é que a medida do PIB no Brasil tem atualmente graves deficiências, que resultam da prática do IBGE de utilizar, na apuração do PIB dos serviços, indicadores de volume associados ao crescimento populacional como “proxies” para rendas reais (como salários reais ou valor real dos aluguéis). Uma consequência dessa medição imperfeita é que o crescimento do PIB parece exageradamente imune às flutuações cíclicas da economia. São raríssimos, por exemplo, os períodos de variação negativa do PIB na série histórica brasileira. Como contrapartida, porém, a metodologia do IBGE subestima sistematicamente o crescimento do PIB nos períodos de expansão da atividade.

### III: Por que a taxa de juros é tão alta?

Nosso segundo tema é o nível da taxa de juros no Brasil. Quando se olha, por exemplo, a tabela de indicadores de economias emergentes publicados rotineiramente pela revista *The Economist* fica evidente que a taxa de juros brasileira encontra-se em nível surpreendentemente elevado. Nossa taxa overnight superior a 19%, que com uma inflação em 12 meses do IPCA da ordem de 7% equivale a uma taxa real superior a 11%, é recorde mundial incontestado. O emergente que mais se aproxima é a Turquia, com taxa nominal de 16,5% e taxa real de 7%. As taxas nominais elevadas da Venezuela (12%) e da Rússia (13%) na realidade correspondem a taxas reais negativas. O México pratica taxa nominal de 9,6% mas que equivale a apenas 5% real.

Por que a taxa de juros no Brasil é tão alta? Podemos identificar três fatores que podem compor uma explicação.

<sup>1</sup> Trata-se de um modelo estrutural econométrico com mais de duzentas equações, que será utilizado para diversos exercícios de simulação neste trabalho. Sobre o modelo ver <http://www.macrometrica.com/>.

### 1) Efeito residual de choques inflacionários passados.

Considere uma economia na qual a taxa de juros é o único instrumento da política de estabilização, a qual tem por objetivo manter a taxa de inflação próxima a determinada meta. Quando, *ceteris paribus*, a economia é atingida por um choque inflacionário (como uma alta no preço do petróleo, ou uma quebra da safra agrícola, ou uma desvalorização cambial) a política de estabilização tem duas opções típicas:

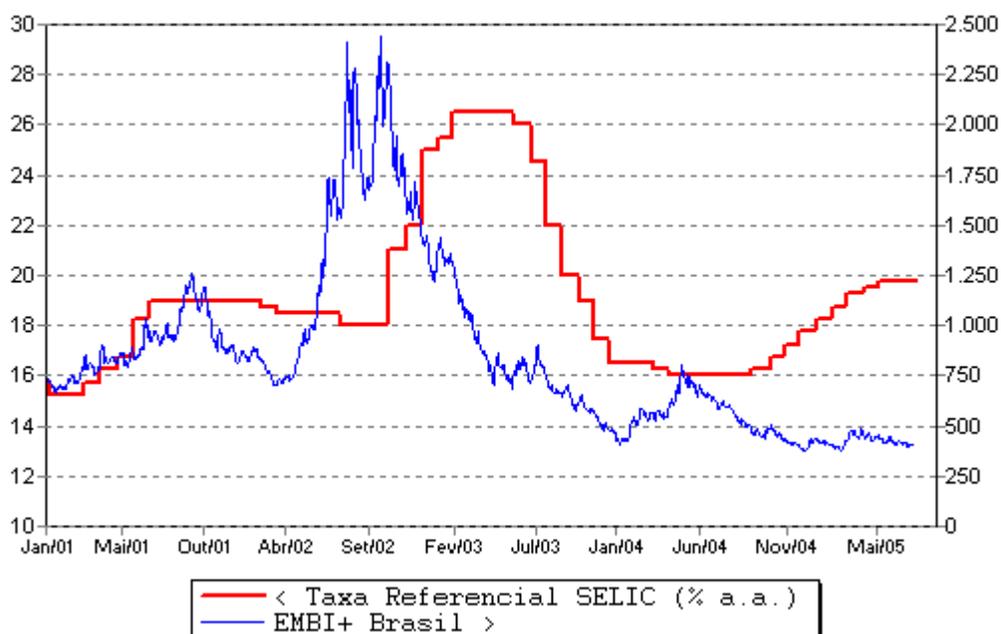
a) pode adotar uma estratégia de “resposta ativa”, elevando fortemente a taxa de juros de modo a obter um retorno rápido da taxa de inflação em direção à meta, sem se preocupar com o impacto negativo sobre o nível de atividade; ou

b) pode adotar uma estratégia de “acomodação”, produzindo uma alta mais moderada da taxa de juros de modo a obter um retorno gradual da taxa de inflação em direção à meta e minimizando o impacto negativo sobre o nível de atividade.

Quando a estratégia de acomodação é adotada, o nível da taxa de juros em determinado momento no futuro poderá estar apenas refletindo o efeito residual de choques inflacionários ocorridos no passado.

No caso brasileiro, a taxa de juros passou por altas fortíssimas na fase de câmbio fixo (ou deslizante) anterior a 1999, numa tentativa desesperada de sustentar o regime cambial no contexto de diversas crises internacionais. Neste período, a taxa overnight administrada pelo Banco Central (que na época era a TBC) superou 40% ao ano em diversas ocasiões. Com a livre flutuação cambial após 1999 abriu-se a possibilidade de redução da taxa de juros, o que efetivamente ocorreu até o início de 2001, quando a SELIC chegou a 15,25%. Neste ano o movimento de queda foi revertido, refletindo primeiro a necessidade de esfriar a economia em face da ameaça do racionamento de energia elétrica e, em seguida, a pressão cambial resultante da crise na Argentina (que pressionou o risco Brasil até cerca de 1200 pontos em outubro, contra 700 no início do ano). Em 2002 o risco Brasil começou a disparar a partir de maio, chegando a 2300 pontos em outubro, o que representou forte pressão sobre a taxa de câmbio. O efeito residual do choque de 2002 perdurou na taxa de juros por todo o ano de 2003.

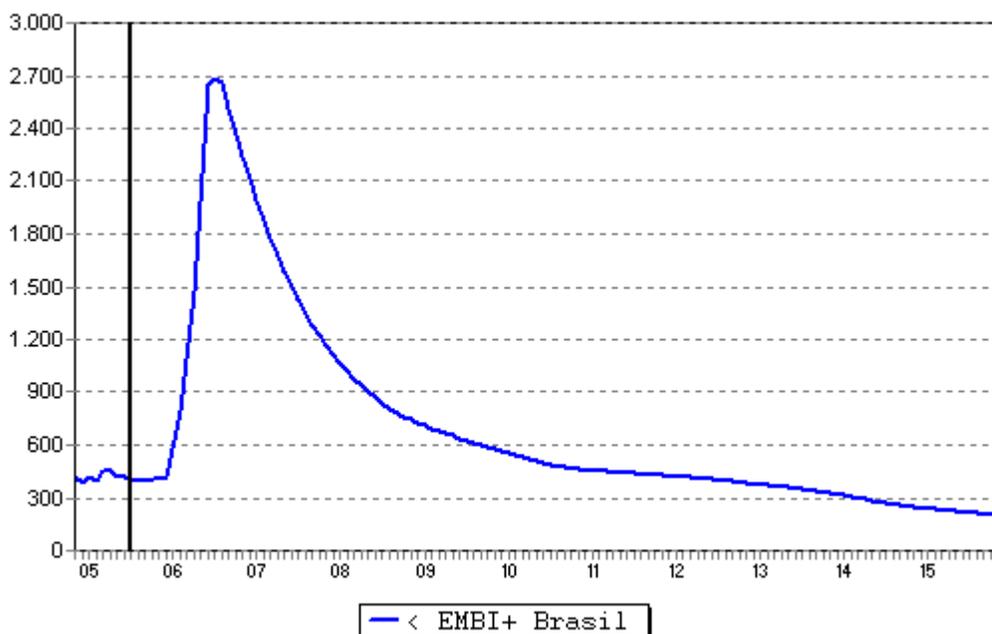
**Taxa SELIC e risco Brasil**



No início de 2004 a política de juros parecia estar em movimento consistente de queda mas em setembro o Banco Central reverteu o rumo e iniciou novo movimento de elevação gradual. A justificativa foi a deterioração das expectativas inflacionárias, provavelmente em função da pressão cambial resultante da elevação do risco Brasil no primeiro semestre, da elevação de 15% no salário mínimo e da alta do preço internacional do petróleo, que chegou a US\$ 50 por barril em outubro. Na realidade o nível atual da taxa de juros ainda reflete os efeitos residuais da reação a esses choques inflacionários de 2004.

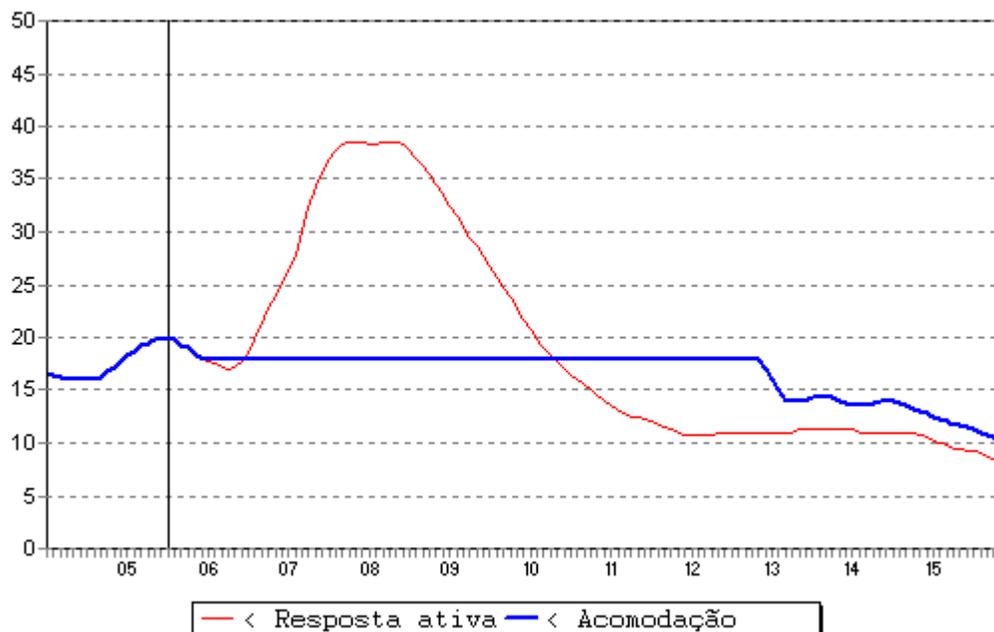
A melhor maneira de ilustrar esse fenômeno dos efeitos residuais da política de acomodação é usando um exercício de simulação com um modelo real da economia brasileira. Para isso vamos supor uma forte deterioração da avaliação externa do país ao longo do primeiro semestre de 2006, com o EMBI Brasil subindo até 2700 pontos e produzindo grande impacto sobre a taxa de câmbio e sobre a inflação.

### Simulação de choque externo no risco Brasil



Consideraremos dois cenários alternativos com respostas diferentes da política monetária ao choque externo. Num deles, que denominaremos “Resposta ativa”, o Banco Central continua operando de acordo com a função de reação incorporada ao modelo de projeção, a qual reflete seu padrão de comportamento dos últimos anos (basicamente aumentando a taxa SELIC em função da taxa observada de inflação). Nesse caso a taxa SELIC é elevada até 38% em 2007, passando a cair gradualmente a partir de 2008.

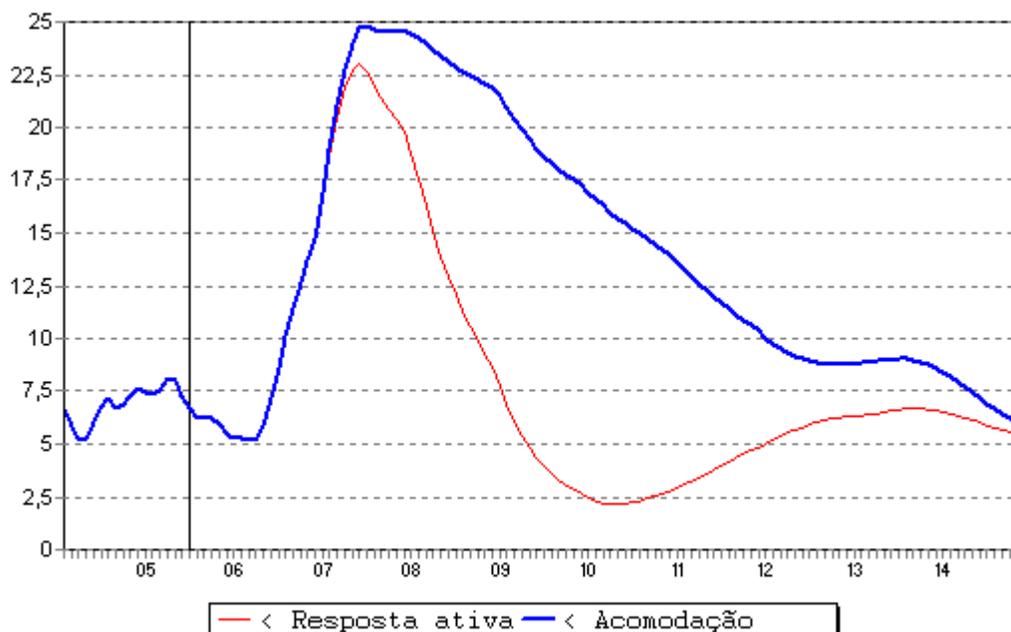
### Taxa de Juros SELIC (% ao ano, 252)



No outro cenário, que denominaremos “Acomodação”, a taxa SELIC é mantida estabilizada ao nível de 18% até meados de 2013, quando passa novamente a ser regida pela função de reação do Banco Central.

Nos dois cenários a taxa de inflação converge no longo prazo para 4% ao ano, mas com uma queda muito mais rápida no cenário de resposta ativa.

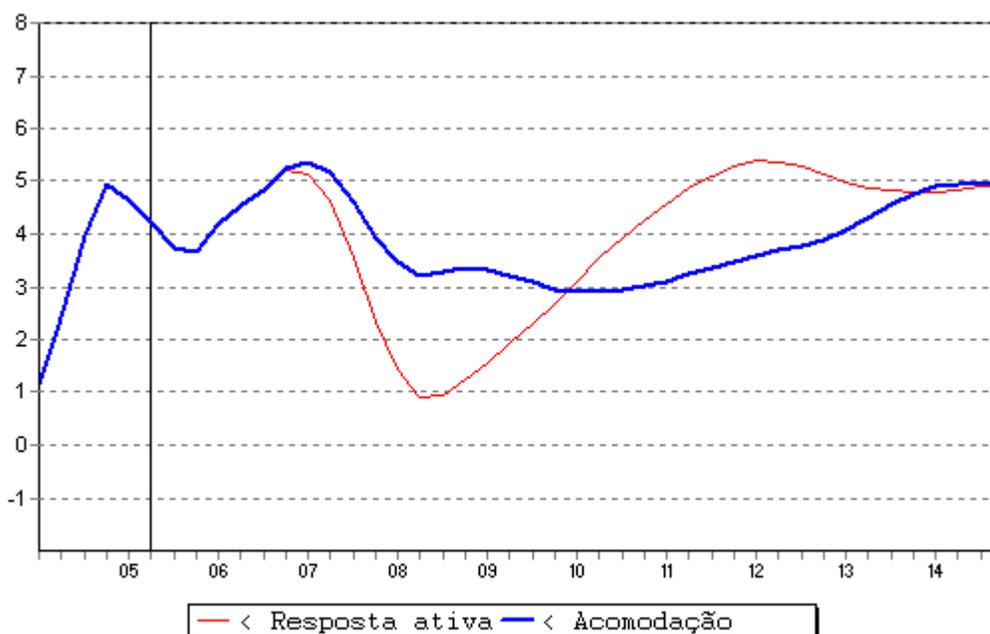
### Taxa de Inflação % em 12 meses do IPCA



O que mais interessa observar, entretanto, é que a partir de determinado ponto (meados de 2010) a taxa de juros no cenário de resposta ativa torna-se inferior à taxa de juros do cenário de acomodação.<sup>2</sup> Ou seja, a contrapartida de uma menor elevação da taxa de juros no curto prazo em resposta a um choque inflacionário é a presença de efeitos residuais mais intensos na trajetória dessa mesma taxa no longo prazo.

A taxa de crescimento do PIB cai nos dois cenários como consequência da elevação do risco Brasil (que afeta a taxa de investimento), mas no cenário de acomodação esse impacto negativo é menor devido à queda da taxa de juros real. No longo prazo, entretanto, o nível projetado para o PIB é o mesmo nos dois cenários, já que no cenário de resposta ativa a queda mais rápida da taxa de juros permite uma recuperação mais rápida do crescimento a partir de 2010, enquanto que no cenário de acomodação ocorre um longo ciclo de baixo crescimento até meados de 2013.

**PIB: taxa de variação % em 4 trimestres a cada trimestre**



## 2) Calibragem da meta inflacionária.

A análise do item anterior sugere que a elevação da taxa SELIC teria que ter sido mais acentuada em 2002-2003 para que fosse possível contar com taxa de juros inferior a 16% em 2004. Nesse sentido pode-se argumentar que o Banco Central foi excessivamente acomodativo no último ano do governo FHC. Isto sem dúvida alguma se aplica à posição da política monetária em julho de 2002, quando a taxa SELIC foi reduzida de 18,5% para 18% enquanto o risco Brasil já se situava em quase 1600 pontos. A acomodação excessiva só começou a ser corrigida em outubro, quando a SELIC pulou para 21%.

Por outro lado pode-se argumentar que a política monetária pecou por falta de uma maior acomodação em 2004-2005, já que os choques inflacionários do período terminaram

<sup>2</sup> Note-se que a redução da taxa de juros poderia ser ainda mais acentuada no cenário de resposta ativa, se considerarmos que a taxa de inflação projetada chega a cair ao nível de 2,5% ao ano no início de 2010. Certamente seria possível estabilizar a inflação em 4% ao ano a partir de meados de 2009 com uma queda mais rápida da SELIC neste cenário

sendo menos graves do que se esperava. O resultado é que a inflação projetada está surpreendentemente próxima da meta de 5,1%, quando em princípio poderia ser tolerado um erro na faixa de mais ou menos 2,5 pontos percentuais. Neste caso a decisão de buscar o centro da meta a despeito dos choques inflacionários terminou sendo excessivamente rigorosa. A trajetória inflacionária teria sido pouco alterada se a meta tivesse sido revista para 6%, o que provavelmente teria permitido uma redução mais rápida da taxa de juros.

Como contrapartida, porém, essa reação excessiva da política de juros aos choques inflacionários recentes poderá permitir uma queda rápida da taxa SELIC no futuro próximo. Em nosso modelo de projeção a função de reação do COPOM deverá fazer a taxa cair para 15% ao final de 2006 e para 12% ao final de 2007.

### 3) Intervenção cambial

Um aumento da taxa de juros pode afetar a taxa de inflação através de diversos “canais de transmissão”. Há o canal de transmissão keynesiano tradicional que resulta do impacto de alterações na taxa real de juros sobre as despesas em bens de capital e em bens duráveis de consumo, que por sua vez afetam a taxa de utilização da capacidade produtiva e a taxa de desemprego, repercutindo finalmente (via curva de Phillips) sobre a taxa de inflação. Existem canais alternativos que passam por repercussões sobre a riqueza líquida do setor privado, sobre os balanços das empresas e sobre a disponibilidade de crédito. Finalmente há o canal da taxa de câmbio quando o regime cambial é de livre flutuação. A arbitragem financeira internacional faz com que a moeda doméstica se aprecie quando, ceteris paribus, a taxa de juros doméstica sobe e isto tem impacto deflacionário sobre os preços domésticos dos bens sujeitos a competição internacional (importados ou exportados)

Tipicamente, em economias com livre flutuação cambial, o canal cambial é o mais poderoso. Pode-se ter uma idéia disso com mais um exercício de simulação utilizando nosso modelo de projeção para a economia brasileira. Inicialmente, a partir de um cenário Controle, introduzimos a hipótese de um aumento de 10 pontos percentuais na taxa de juros SELIC entre julho de 2005 e junho de 2006, com tudo o mais igual. Isto gera as projeções de inflação indicadas na segunda linha da tabela abaixo. Em seguida, com a mesma hipótese para a taxa de juros, fazemos a taxa de cambio seguir a mesma trajetória projetada no cenário Controle, como se a elevação da taxa de juros não tivesse nenhum impacto sobre a inflação. O resultado é apresentado na terceira linha da tabela.

**Taxa de Inflação % 12 meses do IPCA**

	2005	2006	2007
Controle	5,48	5,06	4,73
Aumento de Tx. Juros com câmbio	4,95	2,46	3,12
Aumento de Tx. Juros sem cambio	5,46	4,67	4,46

O que se observa é que no modelo de projeção, quando o efeito de uma elevação da taxa de juros sobre a taxa de câmbio é totalmente neutralizado, seu impacto final sobre a trajetória da inflação é dramaticamente reduzido. Grosso modo pode-se estimar que neste caso o canal da taxa de câmbio é responsável por cerca de 80 a 90% do impacto da taxa de juros sobre a inflação.

Ainda que esses números possam estar distorcidos por imperfeições do nosso modelo, eles sugerem que quando o Banco Central aumenta a taxa de juros e simultaneamente intervém no mercado de câmbio para impedir uma apreciação indesejada da moeda doméstica, parte importante da eficácia da política de juros é perdida. Foi exatamente isso o que ocorreu no primeiro trimestre de 2005, quando uma intervenção maciça no mercado de câmbio (com compras da ordem de US\$ 10 bilhões), suplementada

por uma importante redução da dívida pública indexada ao dólar, impediu que a cotação cambial caísse abaixo de R\$ 2,60 por dólar. Sabiamente, a partir de abril último, essa política de sustentação artificial da taxa de câmbio foi abandonada e a taxa de inflação passou a apresentar forte desaceleração (inclusive com deflação nos IPAs) em consequência da apreciação cambial.

Em ultima análise quando um Governo decide “sujar” a flutuação cambial, introduzindo o nível da taxa de câmbio como objetivo adicional de política monetária, ele se obriga a praticar taxas de juros maiores para alcançar o mesmo resultado em termos de estabilização da inflação.

## 5) Conclusão

Para resumir o que foi exposto acima, podemos dizer que a taxa de juros no Brasil é muito elevada principalmente devido aos efeitos residuais de choques inflacionários passados e de uma calibragem que se revelou excessivamente ambiciosa da meta inflacionária no último ano. As intervenções ocasionais do Banco Central no mercado cambial também atuam no sentido de exigir taxas de juros mais elevadas para se alcançar determinado objetivo de política de estabilização.

## IV: Flutuação cambial.

A apreciação do real frente ao dólar, que tem sido uma tendência na economia brasileira desde meados de 2004, gera grande desconforto para diversos segmentos empresariais. Trata-se, de certo modo, do mesmo fenômeno que caracteriza uma deflação típica, ainda que com menor intensidade. A queda da cotação do dólar tende a reduzir os preços em reais para as empresas sujeitas à competição internacional. Para setores, nos quais a estrutura de custos tem participação importante de salários e outros custos domésticos não diretamente influenciados pela taxa de câmbio (como aluguéis), acontece uma queda da margem de lucro. Mesmo para setores em que a maior parte dos custos são naturalmente ligados ao dólar, como ocorre em muitos setores industriais, a deflação produzida pela apreciação cambial gera dificuldades. O problema é que a queda do preço de venda final que resulta da competição externa tem que ser repassada aos preços pagos aos fornecedores ao longo de toda cadeia produtiva, o que inevitavelmente exige uma negociação difícil e cheia de atrito. Essa dificuldade pode se tornar particularmente grave quando pequenas empresas enfrentam grandes fornecedores organizados em oligopólio.

Esta é provavelmente a principal razão por que as empresas gostariam de operar em um ambiente em que a taxa de câmbio nominal apresentasse a menor volatilidade possível. A questão é se isto é justificativa suficiente para o governo intervir no mercado de câmbio, “sujando” a flutuação cambial.

O primeiro ponto a considerar é que para intervir no mercado de câmbio não é necessário introduzir controles de capital, como por exemplo uma tributação sobre entrada de capitais de curto prazo. O banco central pode intervir diretamente operando no mercado à vista com suas reservas internacionais, ou nos mercados de derivativos da taxa de câmbio (futuros, forwards ou swaps) ou ainda com dívida pública indexada ao dólar. No Brasil isto foi feito em larga escala em 2002 através da venda de swaps de dólar. Provavelmente em todo mundo não há governo que nunca tenha atuado diretamente no mercado de câmbio. As reuniões mensais de presidentes dos principais bancos centrais que ocorrem no BIS na Basileia muitas vezes serviram para orquestrar intervenções coordenadas nos mercados de câmbio.

É preciso também ter bem claro em mente as situações em que faz sentido uma intervenção no mercado de câmbio, e para isso talvez o mais simples é identificar as situações em que claramente não faz sentido.

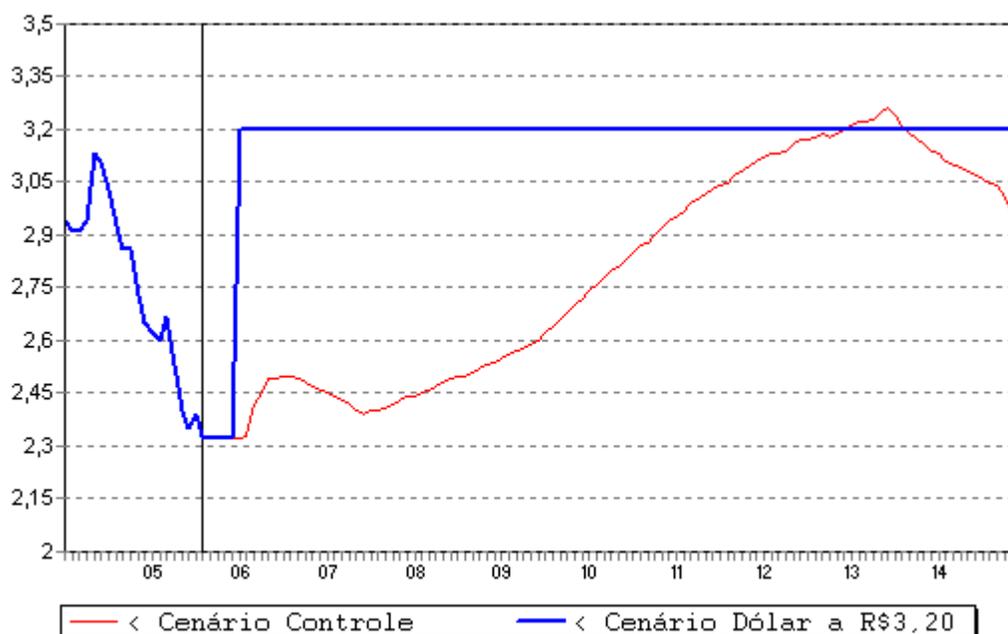
Primeiro, não faz sentido intervir para minimizar o impacto sobre a taxa de cambio de uma elevação da taxa de juros. como já foi discutido anteriormente. Quando se aumenta a taxa de juros para controlar um surto inflacionário, evitar que a taxa de cambio se aprecie equivale a restringir drasticamente a efetividade da própria elevação da taxa de juros. Nesse caso seria melhor ter uma elevação menor da taxa de juros para obter uma apreciação menor da taxa de cambio e uma queda mais lenta da taxa de inflação, mas sem necessidade de intervenção no mercado de cambio. Quando se aumenta a taxa de juros e não se permite a apreciação da taxa de câmbio, todo o esforço de controle da inflação recai sobre o controle da demanda domestica e sobre a atividade econômica em geral. Nesse caso apenas evita-se um prejuízo (de curto prazo) para o setor exportador em detrimento da atividade produtiva em geral.

Segundo (para tocar um ponto mais controverso), não faz sentido intervir para colocar a taxa real de câmbio em nível considerado adequado para o balanço de pagamentos. Em última análise qualquer tentativa de controlar a taxa real de câmbio está destinada ao fracasso. Num regime de intervenção o governo pode decidir o nível da taxa nominal de câmbio mas não pode decidir o nível da taxa real de câmbio, que depende também da evolução do índice de preços usado como deflator. No máximo, uma intervenção sobre a taxa nominal pode produzir um impacto temporário sobre a taxa real.

É claro que, dependendo da intensidade da intervenção sobre a taxa nominal (e do grau de inércia inflacionária existente na economia), o impacto sobre a taxa real pode perdurar por considerável período de tempo. Mas há algo fundamentalmente errado com a idéia de que o governo pode decidir melhor que o mercado sobre qual o nível da taxa de câmbio real adequado para a economia. Em última análise a taxa de câmbio real entre duas moedas reflete a posição relativa dos níveis de salário real nas respectivas economias e isto depende de uma série de fatores estruturais e institucionais que não podem ser facilmente alterados pela simples manipulação do mercado cambial em um dos países.

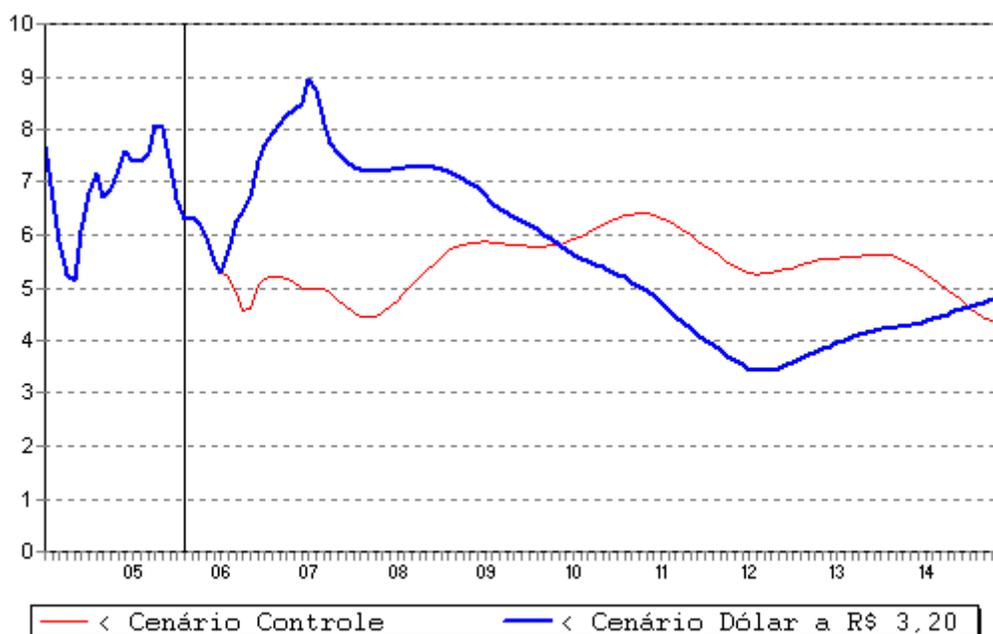
Os custos e benefícios de se tentar controlar a taxa real de câmbio ficam mais evidentes quanto realizamos algumas simulações com nosso modelo da economia brasileira. Vamos comparar um cenário básico de projeção (denominado Cenário Controle) com um cenário alternativo em que o Governo controla a taxa de câmbio nominal, fixando a cotação do dólar em R\$ 3,20 a partir do final de 2005.

### **Taxa de Câmbio (R\$/US\$)**



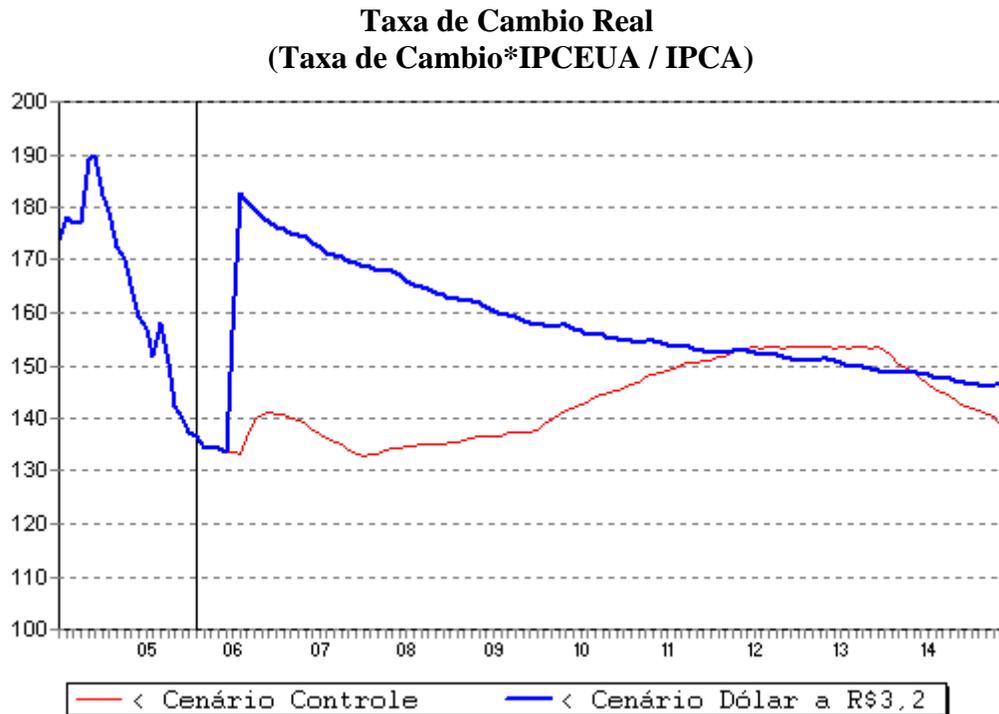
Naturalmente essa desvalorização cambial súbita da ordem de 40% tem impacto importante sobre o processo inflacionário. A taxa de inflação em doze meses do IPCA sobe para cerca de 9% ao final de 2006, abrindo uma diferença da ordem de 4 pontos percentuais sobre a taxa de inflação do cenário controle. Ao longo do tempo a diferença diminui, com a posição relativa das curvas se invertendo ao final de 2009. No longo prazo a taxa de inflação dos dois cenários é praticamente idêntica.

### Taxa de Inflação IPCA (% 12 meses)



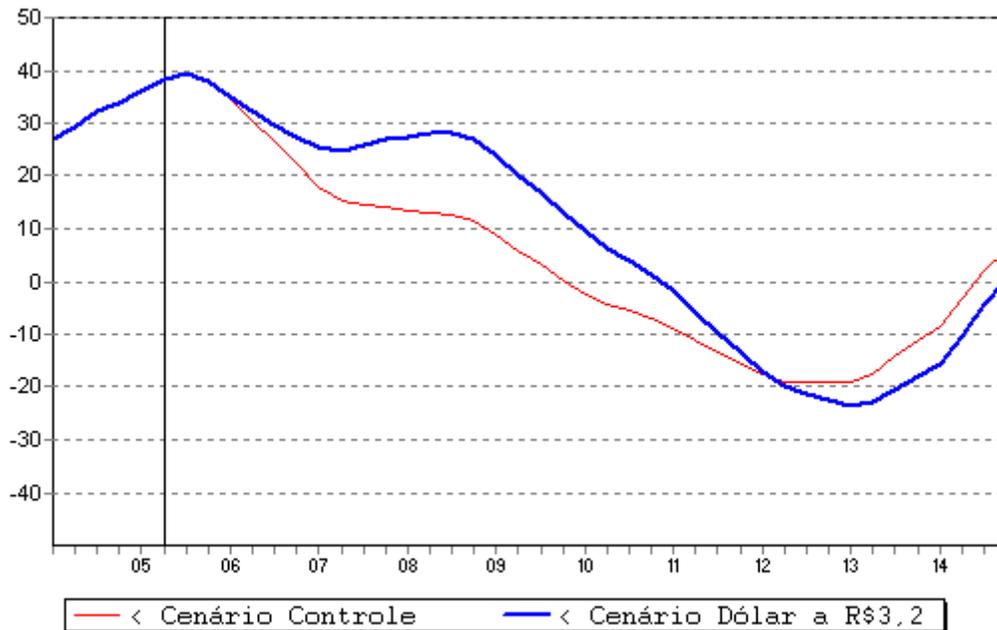
Note-se que o cenário de dólar a R\$ 3,20 produz menos inflação que o cenário controle a partir de 2010 porque no primeiro a taxa de câmbio nominal permanece fixa enquanto no segundo sobe gradualmente ao longo do tempo.

Com a desvalorização ocorre um ganho inicial na taxa real de câmbio que entretanto vai sendo erodido ao longo do tempo pelo diferencial de inflação e pela elevação gradual da taxa nominal de câmbio no cenário controle. A taxa real de câmbio torna-se praticamente idêntica nos dois cenários a partir de meados de 2011.



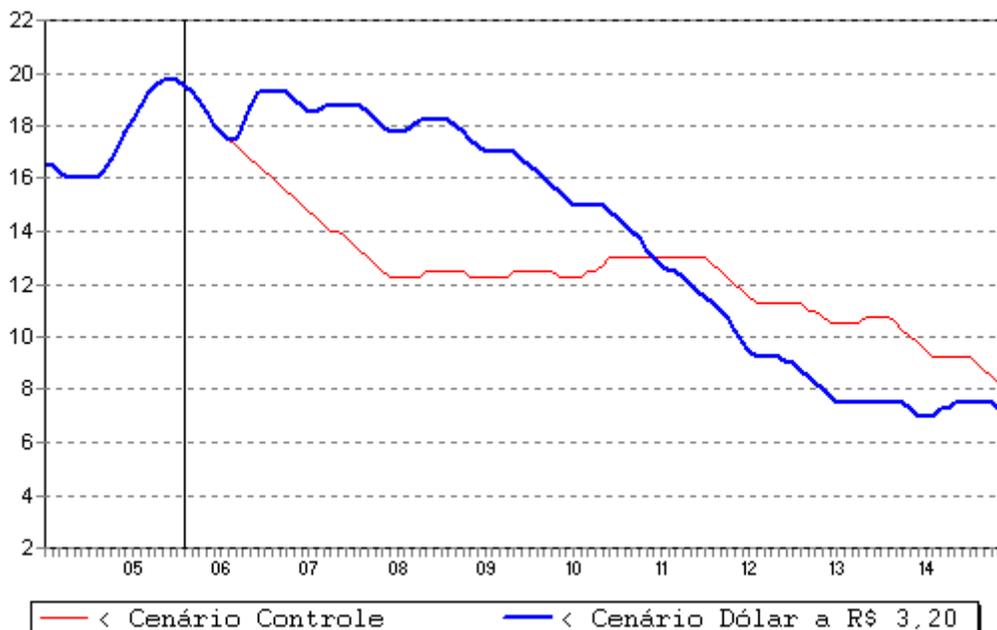
Em termos da balança comercial, o cenário de dólar a R\$ 3,20 gera um superávit maior no curto prazo, com uma diferença da ordem de US\$ 20 bilhões em meados de 2008. Mas no longo prazo o ganho de superávit desaparece. Pode-se concluir, portanto, que neste exemplo a manipulação da taxa nominal de câmbio produziu um maior saldo comercial ao custo de uma maior taxa de inflação, mas somente num horizonte de quatro a cinco anos.

**Saldo Comercial**  
(US\$ bilhões, acumulado 12 meses)



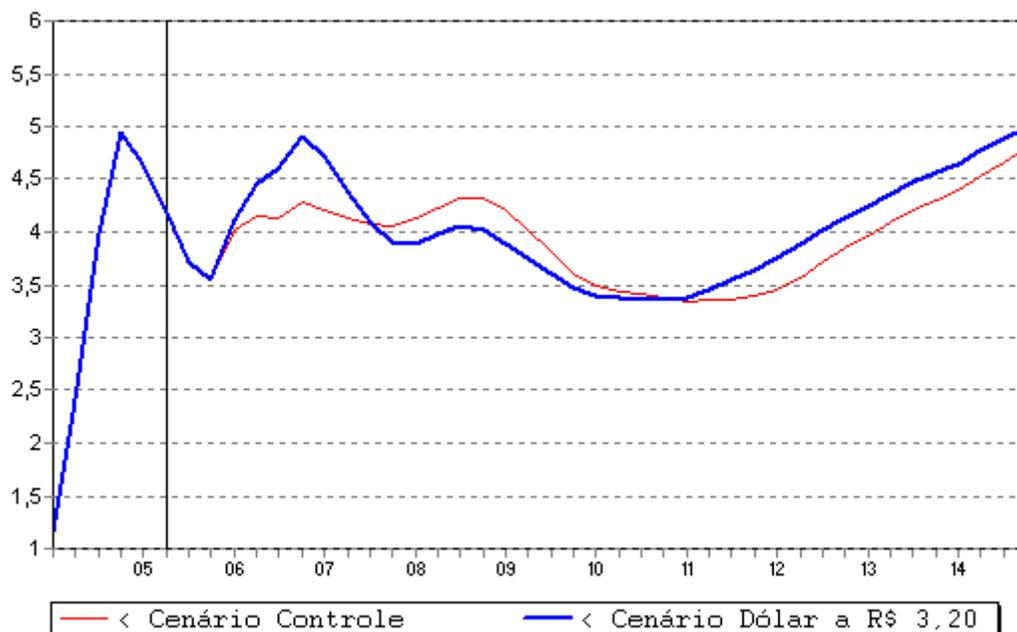
Temos que considerar, porém, outros impactos importantes sobre a evolução da economia que resultam do dólar mais elevado. O primeiro deles é uma trajetória de queda mais gradual da taxa de juros SELIC, pelo menos no curto prazo. Isto é resultado da trajetória mais desfavorável da taxa de inflação no cenário de taxa de câmbio mais desvalorizada, e da hipótese de que a função de reação do COPOM permanece a mesma nos dois cenários (fixando a taxa de juros em função da taxa de inflação observada no passado recente).

**Taxa SELIC**  
(% ao ano, 252)



Curiosamente, em nosso modelo, o impacto imediato da desvalorização cambial é acelerar a taxa de crescimento do PIB (que fica em 4,90% em 2006 contra a projeção de 4,29% no cenário controle). Ou seja, a taxa de crescimento do PIB aumenta em cerca de 0,5 ponto percentual no primeiro ano após a maxi-desvalorização. Isto, em ultima análise, é resultado do aumento das exportações e da queda da taxa de juros real que é produzida no primeiro momento pela rápida aceleração da inflação enquanto o COPOM mantém praticamente estabilizada a taxa nominal de juros. Há que se considerar, porém, que essa simulação ignora possíveis impactos da mudança do regime cambial sobre o risco país e sobre a disposição para investir dos empresários.

**Taxa de Crescimento do PIB**  
(variação % 4 trimestres da média de 4 trimestres)



Entre 2007 e 2010 o cenário de dólar a R\$ 3,20 passa a produzir taxas de crescimento do PIB inferiores às do cenário controle. Em termos do PIB de 2011 o ganho com a maxi-desvalorização é de apenas 0,22%, ou seja, praticamente não há diferença.

Desse exercício de simulação a conclusão que fica é que só é possível controlar a taxa real de câmbio no curto prazo e com o custo de um surto inflacionário significativo. Neste curto prazo o saldo comercial torna-se mais favorável, mas no longo prazo a balança comercial converge para a mesma posição. No longo prazo as trajetórias de evolução do PIB e da economia real são praticamente idênticas, na hipótese de que não ocorra uma deterioração do risco país.

Possivelmente a trajetória mais favorável do saldo comercial no curto prazo terá um impacto permanente benéfico sobre o endividamento externo, mas o exercício não considerou a possibilidade de uma elevação do risco país em decorrência da mudança de regime cambial, a qual poderia terminar aumentando o endividamento externo através da deterioração da conta corrente. É difícil dimensionar exatamente como um regime de livre flutuação num contexto de regras estáveis no mercado cambial pode afetar as percepções de risco país, tanto interna como externamente, mas esta relação certamente não pode ser

descartada. Ou seja, uma política de intervenção no mercado cambial para controlar a taxa de câmbio real produz uma combinação complexa de custos e benefícios, o que certamente dificulta uma avaliação clara de sua conveniência. O que é certo, entretanto, é que a intervenção só tem efeitos transitórios: no longo prazo o governo não consegue determinar o valor real da taxa de câmbio.

A única situação em que claramente faz sentido intervir no mercado cambial é quando ocorre uma perturbação transitória no próprio mercado cambial – por exemplo, devido a uma oscilação especulativa do risco país – que, via desvalorização da taxa de câmbio, pode se transformar num choque inflacionário que exigirá posteriormente uma resposta restritiva da política monetária. Ou seja, faz sentido intervir no mercado de câmbio para reduzir sua volatilidade, desde que não se introduza uma restrição permanente aos movimentos normais de mercado.

Um exemplo desse tipo de intervenção foi o mecanismo adotado pelo México em 1997 no qual o Banco Central vendia US\$ 200 milhões por dia sempre que a taxa de câmbio apresentava uma desvalorização superior a 2% em relação ao dia anterior. Isto era complementado por leilões mensais de opções de venda de dólar a preço fixo (puts) com prazo de um mês, o que na prática funcionou como um mecanismo de acumulação de reservas além de restringir os movimentos de apreciação da taxa de câmbio.

Uma forma mais simples de implementar uma intervenção desse tipo seria estabelecer uma regra simétrica na qual, por exemplo, sempre que a taxa de câmbio  $P_{tax}$  se desvalorizasse mais de 2% entre dois dias sucessivos o BC entraria vendendo uma quantidade fixa de divisas no início do dia seguinte e, por outro lado, sempre que a taxa de câmbio  $P_{tax}$  se apreciasse mais de 2% entre dois dias sucessivos o BC entraria comprando uma quantidade fixa no início do dia seguinte. Se essa regra existisse no Brasil entre janeiro de 2003 e julho de 2005 teriam ocorrido 6 intervenções de venda de dólar e 11 intervenções de compra de dólar. Mas se o percentual que detona a intervenção do BC fosse reduzido de 2% para 1%, teriam ocorrido 47 intervenções de venda e 40 intervenções de compra no mesmo período.

Note-se que com a introdução da regra provavelmente o número de intervenções teria sido ainda menor, pois o mercado passaria a levar em conta a reação do BC e haveria uma redução espontânea da volatilidade. Por exemplo, num dia em que o mercado mostrasse tendência forte de alta, alguns compradores prefeririam adiar suas compras para o dia seguinte à espera do efeito estabilizador da atuação do BC, e dessa forma a pressão de demanda e a tendência de alta seriam atenuadas. (Este fenômeno é denominado “smooth pasting” na literatura sobre bandas cambiais). Para maximizar esse efeito estabilizador é conveniente que uma regra de intervenção desse tipo seja anunciada explicitamente ou, pelo menos, claramente revelada através de um comportamento sistemático da autoridade.

Existe também a possibilidade de implementar uma intervenção estabilizadora através de derivativos de dólar, como futuros ou swaps, ao invés de dólar pronto. Em certo sentido as grandes vendas de swaps cambiais efetuadas pelo BC em 2002, ano conturbado pela eleição presidencial, podem ser entendidas como atuações desse tipo. Mas provavelmente um mecanismo de intervenção no mercado de dólar pronto terá mais eficácia quando o objetivo é apenas reduzir a volatilidade da taxa de câmbio.

## V: Metas de inflação

Em meados de janeiro de 1999, já com a livre flutuação cambial praticamente implantada no Brasil, uma equipe do governo chefiada pelo Ministro Malan reuniu-se em Washington com a alta administração do FMI. Surpreendentemente a proposta do Fundo na ocasião foi a adoção de um regime de “currency board”. Após demonstrar a inviabilidade dessa opção no caso brasileiro, a equipe viu-se pressionada a explicitar qual seria então o

regime de política monetária a ser adotado. É claro que não havia receptividade para uma proposta do tipo “vamos fazer uma política monetária séria e de bom senso, a exemplo do que fazem o FED ou o Banco Central Europeu”. O Fundo queria um regime com uma regra formal que pudesse ser facilmente monitorada. A solução foi propor um regime de metas inflacionárias,

O Brasil pode ter optado pelo regime de metas inflacionárias sem uma reflexão profunda e cuidadosa de suas vantagens e desvantagens e sem considerar alternativas (ainda que o BACEN posteriormente tenha se empenhado com grande cuidado e seriedade no desenho e implementação do regime), mas ao fazer isso apenas seguiu uma tendência mundial. O regime é hoje formalmente adotado por muitos países, entre eles Nova Zelândia, Suécia e Reino Unido. Inegavelmente parece existir uma tendência geral a adotá-lo, com discussão inclusive de sua eventual utilização nos Estados Unidos (ver, por exemplo, G. Rudebusch e C. Walsh, “US Inflation Targeting: Pro and Con”, Federal Reserve Bank of San Francisco, 1998, disponível em

<http://www.frbsf.org/econsrch/wklyltr/wklyltr98/e198-18.html> ).

Pode-se notar, porém, o FED não parece genuinamente interessado em adotar o regime. Recentemente o governador Edward Gramlich numa análise explícita da questão enfatizou que a atuação do FED é regida pelo “Full Employment and Balanced Growth Act” de 1978, que estipula que a instituição deve “promote effectively the goals of maximum employment, stable prices, and moderate long-term interest rates.” Ou seja, o FED deve se preocupar tanto com a inflação como com o emprego e com o nível da taxa de juros. (Ver

<http://www.federalreserve.gov/boarddocs/speeches/2005/20050526/default.htm> ).

Na prática o comportamento do FED parece seguir uma regra de Taylor, ajustando a sua taxa de juros em resposta a mudanças observadas (e não projetadas!) da taxa de utilização da capacidade produtiva (ou, equivalentemente da taxa de desemprego) e da taxa de inflação. Ver a respeito J. Judd e G Rudebusch, “Describing Fed Behavior”, Federal Reserve Bank of San Francisco, 1998, disponível em

<http://www.frbsf.org/econsrch/wklyltr/wklyltr98/e198-38.html> )

Em princípio qualquer banco central poderia adotar uma regra de Taylor como regime de política monetária. Em comparação com o regime de metas inflacionárias a principal vantagem dessa alternativa é que a decisão sobre taxa de juros não dependeria mais de uma previsão da inflação futura, o que é certamente a maior fragilidade do regime de metas. Fazer previsões sempre é uma atividade arriscada, e no caso da inflação isso envolve prever variáveis como taxa de câmbio ou preço de commodities (como petróleo). A regra de Taylor tem a vantagem de utilizar apenas valores observados da utilização da capacidade e da inflação.

Mas na realidade essa vantagem da regra de Taylor é algo ilusória, particularmente para economias sem longa tradição de política monetária. Para operar a regra é necessário definir os valores numéricos dos coeficientes que associam os valores observados de utilização da capacidade e inflação a valores da taxa de juros e não há como saber a priori quais os valores numéricos que produzem um desempenho adequado da política de juros. Em outras palavras, um comportamento como o descrito pela regra de Taylor (independente de estar formalizado ou não) faz sentido numa economia com longa tradição de estabilidade e de política monetária séria, mas na prática seria difícil de implementar hoje no Brasil.<sup>3</sup>

---

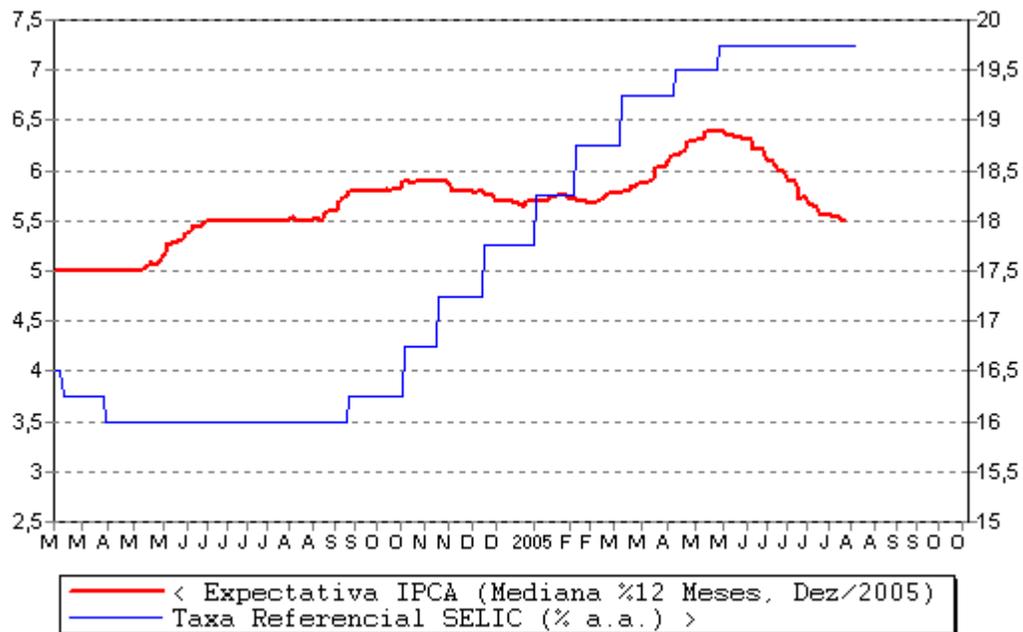
<sup>3</sup> Uma questão curiosa, e que me parece omitida pela literatura, é como seria na prática a implementação de uma regra de Taylor como regime monetário. Se o BC recebesse a diretriz de implementar uma regra com coeficientes previamente especificados pelo governo, seu comitê de política monetária (o nosso COPOM) deixaria de ter utilidade e poderia ser substituído por um programa de computador. Alternativamente, o governo poderia definir bandas para os coeficientes da regra, deixando ao COPOM a tarefa de escolher um ponto dentro da banda gerada por ela para a taxa de juros.

O regime de metas inflacionárias tem a desvantagem de exigir que o banco central seja capaz de prever a inflação futura, mas tem a vantagem de tornar explícito o controle da inflação como objetivo da autoridade monetária. Para acomodar a dificuldade de prever a inflação futura, particularmente quando a economia é submetida a choques inflacionários, os regimes de metas inflacionárias costumam permitir certa flexibilidade, ou definindo uma banda com margem de erro bastante ampla, como no Brasil, ou expurgando o indicador de inflação dos impactos resultantes dos choques inflacionários (com a adoção de algum conceito de “núcleo” inflacionário). Quando a meta inflacionária é definida em termos de uma banda ampla surge um problema adicional: deve o BC mirar o centro da banda ou aceitar outras posições dentro da banda em determinadas situações? E que situações seriam estas?

Podemos pensar que num regime de meta inflacionária, a definição da meta é uma forma de comunicação formal entre o governo (através do ministério da fazenda) e o banco central independente. Ao definir a meta como uma banda ampla, o governo está dizendo que reconhece as dificuldades de se prever a inflação futura. Mas não fica totalmente claro se, quando ocorrem choques inflacionários, o banco central deve continuar mirando o centro da banda ou se deve acomodar algum erro em relação ao centro para se permitir uma elevação mais moderada da taxa de juros.

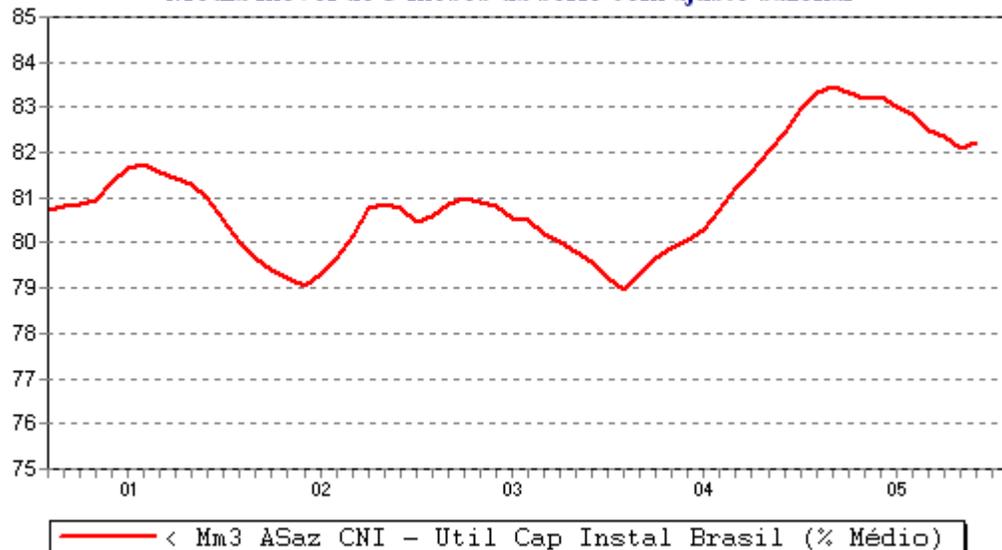
A experiência de 2004-2005 ilustra claramente esse problema. O BC a partir de setembro de 2004, preocupado com possíveis choques inflacionários decorrentes da alta nos preços internacionais de commodities (incluindo petróleo), com a forte utilização da capacidade produtiva e com a exacerbação das expectativas inflacionárias apuradas por sua pesquisa Focus, iniciou um movimento de elevação gradual da SELIC que terminou produzindo um ajuste final de 2,75 pontos percentuais na taxa. Como resultado a inflação do IPCA de 2005 parece estar convergindo para uma posição muito próxima do centro da banda (5,1% contra nossa projeção atual de 5,4%). Mas dentro da margem de erro do regime seria permitida uma inflação de até 7,6% neste ano.

Talvez seja correto dizer que o BC errou na sua projeção de inflação para 2005 em consequência do excessivo pessimismo das expectativas levantadas pela pesquisa Focus, que insistiam em projetar inflação de 6,5% quando a taxa SELIC já estava em 19,5%. E, em última análise, o erro nas expectativas do mercado pode ser atribuído a uma avaliação equivocada da política cambial: acreditava-se que o BC não permitiria que a livre flutuação produzisse a apreciação cambial que efetivamente aconteceu, uma percepção que inclusive foi reforçada pelas intervenções da autoridade no mercado cambial no início do ano (que resultaram em aumento de cerca de 10 bilhões de dólares nas reservas internacionais).



Por outro lado pode-se também dizer que o BC acertou quando detectou um forte aumento da taxa de utilização da capacidade no segundo semestre de 2004 que, se continuasse na mesma trajetória, potencialmente poderia ter impacto significativo sobre a inflação. O difícil é saber que elevação da taxa de juros teria sido necessária para conter essa pressão, sem produzir uma desaceleração da atividade.

**Utilização da Capacidade na Indústria - CNI**  
Média móvel de 3 meses da serie com ajuste sazonal



Qual então teria sido o comportamento mais recomendável para o BC em 2004-2005? Fazer, como de fato fez, uma forte elevação da taxa de juros para recuperar o centro da banda a despeito da percepção de um choque inflacionário ou fazer uma elevação mais branda da taxa de juros para permitir algum erro em relação ao centro da banda e um

impacto menos recessivo sobre a atividade econômica? E se o choque inflacionário tivesse resultado mais intenso do que de fato foi (tendo sido atenuado em grande parte pelo comportamento da Petrobrás na fixação do preço interno dos combustíveis): o BC teria acertado ou errado ao insistir em mirar o centro da banda?

Na realidade nunca ficou claro no regime de metas brasileiro se o Banco Central deve buscar sempre o centro da meta ou se pode tolerar algum erro em situações especiais. E neste último caso, quem define o que são situações especiais e qual a margem de erro tolerável? Uma solução seria manter o Banco Central focalizado no centro da meta como objetivo, mas ter esse valor revisto com frequência pelo Conselho Monetário Nacional, digamos, a cada trimestre. Seria uma forma de adaptar o regime de metas à possibilidade de choques inflacionários ocasionais, que são sempre difíceis de antecipar. Dessa forma se evitaria que uma meta inflacionária fixada com antecedência viesse a produzir uma resposta excessivamente ativa da taxa de juros no caso de um choque inflacionário inesperado.

Na prática, como se vê no quadro abaixo, as metas inflacionárias foram de fato alteradas em diversas ocasiões. Uma sistemática de revisão freqüente apenas tornaria esses eventos mais corriqueiros, dando mais flexibilidade ao regime de metas. Além disso as revisões seriam um canal através do qual o Conselho Monetário Nacional poderia comunicar formalmente ao COPOM e ao mercado uma decisão quanto ao grau de acomodação com que se pretende enfrentar determinado choque inflacionário.

Ano	Data de Fixação	Meta	Margem de Erro	% IPCA observado
1999	jun-99	8,00%	2,00%	8,94%
2000	jun-99	6,00%	2,00%	5,97%
2001	jun-99	4,00%	2,00%	7,67%
2002	jun-00	3,50%	2,00%	12,53%
2003	jun-01	3,25%	2,00%	
2003 *	jun-02	4,00%	2,50%	
2003 *	jan-03	8,50%	2,50%	9,30%
2004	jun-02	3,75%	2,50%	
2004 *	jun-03	5,50%	2,50%	7,60%
2005	jun-03	4,50%	2,50%	
2005 *	set-04	5,10%	2,50%	
2006	jun-04	4,50%	2,50%	
2007	jun-05	4,00%	2,00%	

\* Metas alteradas

Outra solução, que busca introduzir um elemento da regra de Taylor no regime de política monetária, seria adotar um segundo objetivo complementar à banda para a inflação futura, na forma de uma banda para a taxa de utilização futura da capacidade produtiva. Nesse caso seria aconselhável usar um conceito de utilização da capacidade na indústria e uma medida baseada em um cálculo do tipo “hiato de produto”. A alternativa de utilizar diretamente um indicador de utilização como o que é publicado pelo CNI enfrenta o problema de que poderia haver um incentivo à produção de informações distorcidas pelas empresas pesquisadas. Naturalmente seria necessário grande cuidado ao definir as duas bandas de modo a evitar alguma inconsistência séria.

Em nossa opinião um regime de banda dupla, para inflação e capacidade, seria superior a um regime de revisão freqüente da banda inflacionária. As revisões da banda podem criar a sensação de que a política monetária não tem objetivo bem definido e que o

banco central opera sob pressão política. No regime de banda dupla o governo estaria comunicando ao BC que o controle da inflação e a plena utilização da capacidade são objetivos igualmente prioritários e que ao operar a taxa de juros a instituição tem que levar em conta seus impactos sobre essas duas variáveis. Um aumento da taxa de juros para conter a inflação produz uma redução na utilização da capacidade, portanto tem que ser dosado com cuidado.

No regime de meta inflacionária pura o BC a rigor não sofre qualquer perda de performance ou reputação quando aumenta a taxa de juros, o que significa que em tese existe um grande incentivo para que ajuste a taxa de juros com a maior agressividade possível (com a restrição apenas da pressão política informal do governo e da opinião pública). No regime de banda dupla o BC ao decidir elevar a taxa de juros teria que comparar os ganhos em relação à meta de controle da inflação com as perdas em relação à meta de utilização da capacidade.

Outra grande vantagem de um regime de banda dupla seria de natureza política. Num regime de banda inflacionária pura há o risco de se criar a percepção junto à opinião pública de que o banco central é apenas um grupo de tecnocratas, sem mandato político, que ignora qualquer preocupação com a utilização da capacidade e o nível de emprego em sua busca obsessiva pelo controle da inflação. Em muitos casos pode haver a percepção de que o banco central apenas atende aos interesses do sistema financeiro. Não é de se admirar, portanto, que no Brasil a independência formal do banco central continue sendo politicamente inviável.

No caso do regime de banda dupla, o banco central estaria sendo dirigido pelo governo a operar com igual preocupação em relação à inflação e ao nível da atividade econômica. Isto, obviamente, em nada conflita com a boa teoria econômica, pelo menos quando se aceita que no mundo real o processo inflacionário tem importante componente de inércia e a política monetária tem impacto efetivo sobre a evolução do setor produtivo da economia. Teria por outro lado o grande benefício político de melhorar a imagem da instituição junto à opinião pública e aos políticos, aumentando o apoio para sua independência operacional.

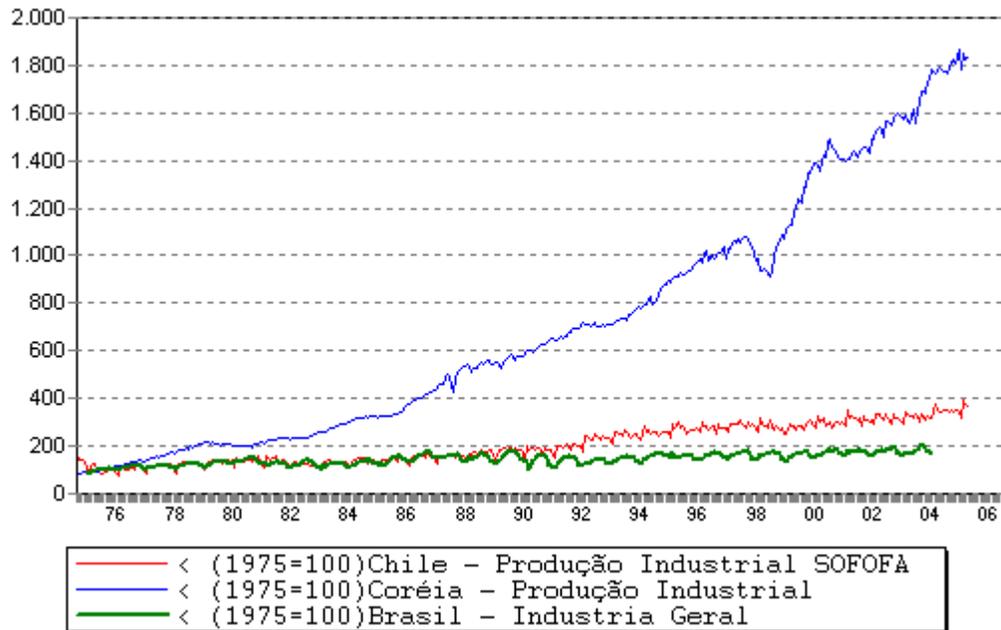
## VI: Crescimento econômico

Nos últimos vinte anos os economistas brasileiros se dedicaram ao desafio de debelar a inflação crônica que produzia uma redistribuição injusta de renda e inviabilizava o crescimento econômico. Pode-se admitir que esse trabalho está agora razoavelmente completado, com o país contando hoje com instituições sólidas e práticas racionais de política monetária e fiscal e com um regime de flutuação cambial. A estabilização da economia no contexto de um sistema de mercado em adequado funcionamento deverá ser suficiente para a geração espontânea de um nível básico de crescimento sustentado, algo como 3 a 4% ao ano (dependendo, naturalmente, da metodologia de mensuração adotada pelo IBGE). O grande desafio agora é como tornar esse crescimento mais rápido, da ordem de 5 a 7% ao ano, o que será necessário para se obter um ritmo de crescimento da renda per-capita que produza uma significativa transformação da realidade econômica em duas ou três décadas.

Possivelmente esse desafio é ainda maior do que o desafio da estabilização. Parte da dificuldade é que o crescimento rápido depende de políticas de longo prazo de maturação, de modo que é mais difícil obter um aprendizado prático através de tentativa e erro (como ocorreu no caso da estabilização). Por outro lado, a literatura econômica não é muito elucidativa nesta questão. A tendência moderna é atribuir o “milagre” do crescimento rápido ao aumento da produtividade e à existência de instituições que favoreçam o desenvolvimento dos mercados e a inovação (por exemplo, E. Helpman, The Mystery of

Economic Growth, Harvard Press, 2004). Mas isso é bastante vago e não ajuda muito no desenho de políticas econômicas específicas.

Em nossa opinião há algo suspeito no consenso atual que minimiza o papel estratégico da acumulação de capital. O fato é que os casos recentes de crescimento rápido sustentado, como Japão, Coréia ou China, parecem ter a característica comum de taxas elevadas de investimento, da ordem de 30% do PIB ou mais. O Chile, que nas últimas três décadas cresceu em média cerca de duas vezes mais rápido que o Brasil, também apresentou taxas de investimento sistematicamente superiores (em cerca de 3 a 6 pontos percentuais).



A acumulação de capital não apenas aumenta a disponibilidade de um dos fatores básicos de produção, talvez o único realmente limitador em economias sub-desenvolvidas com índices elevados de desemprego disfarçado. Em muitos casos os ganhos de produtividade só ocorrem através da introdução de bens de capital novos, que trazem embutido o resultado da pesquisa tecnológica de fronteira que se desenvolve nas economias avançadas, ou seja, a acumulação de capital funciona como veículo do progresso tecnológico.

Parece claro que uma taxa de investimento elevada é um componente estratégico do crescimento rápido, mas o que não é tão claro é como se produz uma taxa de investimento elevada. Pode-se imaginar que o pré-requisito para isso é uma taxa de poupança elevada, resultado de uma sociedade com padrões modestos de consumo mas este diagnóstico pode estar equivocado, confundindo causa e efeito. É possível que as taxas de poupança elevadas dos países de crescimento rápido sejam conseqüências das taxas de investimento elevadas, através de um mecanismo à la Kaldor de adaptação do salário real e da distribuição funcional da renda às necessidades da acumulação de capital. Neste caso as taxas de investimento e poupança elevadas seriam mais efeito do que causa do dinamismo da economia e da forte disposição de investir do empresariado.

Outra questão complexa é a relação entre crescimento rápido e as políticas macroeconômicas de estabilização. O argumento de que o crescimento é influenciado pelo

nível da taxa de câmbio real é difícil de entender e na realidade não muito útil, pois como vimos anteriormente o governo só pode ter controle permanente sobre a taxa nominal de câmbio, não sobre a taxa real. A relação entre taxa de juros e ritmo de crescimento econômico parece algo mais sutil. Em princípio uma redução da taxa de juros produz um impacto de uma vez só (one shot) na atividade econômica, não tendo portanto efeito permanente sobre o crescimento. Mas taxas de juros baixas podem viabilizar o desenvolvimento de mercados de crédito de longo prazo (por exemplo, os mercados de debêntures e hipotecas) produzindo transformações no sistema financeiro que facilitem a sustentação de taxas elevadas de investimento. Dessa forma taxas de juros reduzidas podem realmente atuar como importante catalisador do crescimento rápido, pelo menos transitoriamente.

Uma questão fundamental é o papel do governo na promoção do crescimento. Não há dúvida que no mínimo o governo pode ajudar eliminando entraves ao bom funcionamento dos mercados. Alguns exemplos desses entraves são a nossa estrutura tributária excessivamente complexa e geradora de distorções ou alguns mecanismos de segmentação artificial de crédito (como o crédito imobiliário financiado por cadernetas de poupança). O governo também pode desenvolver legislação que estimule o desenvolvimento de determinados setores estratégicos, como a construção civil. A experiência de outros países pode ser bastante útil. Por exemplo, nos Estados Unidos o imposto de renda permite a dedução do montante de juros pagos em empréstimos hipotecários.

O governo pode ainda atuar através da composição de suas próprias despesas. No Brasil, hoje, o setor público participa com menos de 10% da formação bruta de capital, portanto não há muito a esperar de sua atuação nesta área. Mas também na composição dos gastos de custeio há decisões importantes a fazer. Por exemplo, deve-se gastar mais com educação primária ou com financiamento de universidades? Vale a pena dar fundos para pesquisa tecnológica?

Outra área fundamental de atuação é a política de crédito de instituições financeiras públicas, como BNDES ou Caixa Econômica. Nesta área o modelo das PPPs parece bastante promissor. A rigor a atuação através do crédito público não depende essencialmente da prática de taxa de juros subsidiada, como ocorre atualmente com a TJLP. A simples disponibilidade de crédito de longo prazo num mercado de capital pouco desenvolvido pode ser suficiente para induzir o investimento em setores estratégicos.

Inegavelmente, o crescimento econômico é o grande desafio hoje da macroeconomia brasileira. As novas gerações de economistas têm muito trabalho pela frente, inclusive porque a literatura atual não oferece sugestões claras sobre como produzir o “milagre” do crescimento rápido. Com relação a esta questão é mais fácil imaginar perguntas do que respostas e sugestões de política econômica.