

# O Novo-Desenvolvimentismo e a Agenda de Reformas Macroeconômicas para o Crescimento Sustentado com Estabilidade de Preços e Equidade Social

*José Luis Oreiro*<sup>\*\*</sup>

*Luiz Fernando de Paula*<sup>\*\*\*</sup>

**Resumo:** Este artigo discute os contornos gerais de uma agenda de reformas macroeconômicas para o crescimento sustentado da economia brasileira num contexto de estabilidade de preços e equidade social. Essa agenda de *reformas macroeconômicas* é tida como necessária para que a economia brasileira possa retomar a sua trajetória de desenvolvimento após 25 anos de semi-estagnação. Essas reformas macroeconômicas envolvem a flexibilização do regime de metas de inflação, a mudança do regime de política fiscal em direção a um sistema baseado na obtenção de metas de superávit em conta-corrente do governo, a adoção de uma política de administração da taxa de câmbio por intermédio da constituição de um fundo de estabilização cambial, e uma reforma geral do sistema financeiro. Tais políticas, voltadas para criação de um ambiente que favoreça um crescimento sustentado da economia brasileira devem ser acompanhadas de políticas sociais – abrangentes e focalizadas – que estimulem a maior inclusão social do desenvolvimento.

**Abstract:** This article presents the general lines of an agenda of macroeconomic reforms for the sustained growth of Brazilian economy in a setting of price stability and social equity. This agenda of macroeconomic reforms is considered to be of vital importance for the Brazilian economy to resume its high growth path lost in the period of 25 years of semi-stagnation. These macroeconomic reforms include a flexibilization of the inflation targeting regime, a change in the regime of fiscal policy towards a system based in the achievement of targets for public sector savings, the adoption of a managed exchange-rate system by means of an exchange rate stabilization fund and a general reform of the financial system. These policies must be accompanied by social policies that stimulate a greater social inclusion in the development process.

**Palavras-chave:** Política Macroeconômica, Economia Brasileira, Novo-Desenvolvimentismo.

**Área:** História Econômica e Economia Brasileira

**Sub-área:** Economia Brasileira Contemporânea.

Seção Ordinária

---

<sup>\*\*</sup> Professor Adjunto do Departamento de Economia da Universidade de Brasília, Pesquisador Nível I do CNPq e Diretor de Relações Institucionais da Associação Keynesiana Brasileira (AKB). E-mail: [joreiro@unb.br](mailto:joreiro@unb.br).  
Página pessoal: [www.joseluisoreiro.ecn.br](http://www.joseluisoreiro.ecn.br).

<sup>\*\*\*</sup> Professor da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Pesquisador Nível I do CNPq e Presidente da Associação Keynesiana Brasileira. E-mail: [luizfpaula@terra.com.br](mailto:luizfpaula@terra.com.br).

## **Introdução**

Ao longo deste artigo discutiremos os fundamentos conceituais e os contornos gerais de uma Estratégia Novo-Desenvolvimentista para o crescimento sustentado da economia brasileira num contexto de estabilidade de preços e melhorias progressivas na distribuição pessoal e funcional da renda. Acreditamos que essa estratégia de desenvolvimento não só é a mais adequada para uma economia como a brasileira; como é a única alternativa disponível após o fracasso das reformas neo-liberais inspiradas pelo Consenso de Washington, as quais, em menor ou maior grau, inspiraram as políticas macroeconômicas adotadas no Brasil durante os dois mandatos do Presidente Fernando Henrique Cardoso e o primeiro mandato do Presidente Luiz Inácio Lula da Silva. Como ficará bem claro no texto a seguir, não estamos propondo um “retorno ao passado” – como alguns economistas da ortodoxia brasileira “acusam” os keynesianos-desenvolvimentistas – mas sim um novo modelo de desenvolvimento, no qual Estado e Mercado são vistos como elementos complementares no processo de desenvolvimento econômico. Mais especificamente, não defendemos o retorno a um “modelo de substituição de importações”, a volta da inflação, o calote sobre as dívidas interna e externa, e o descontrole fiscal. Alternativamente, defendemos um modelo econômico no qual a promoção de exportações é um elemento fundamental para o desenvolvimento do setor industrial, a política fiscal não só garante a solvência inter-temporal do governo como permite o auto-financiamento do investimento público e a inflação é mantida sob controle. O novo modelo de desenvolvimento, no entanto, não advoga a abertura indiscriminada da conta de capitais do balanço de pagamentos, objetiva garantir condições “justas” de competição para as empresas brasileiras nos mercados interno e externo (por intermédio de uma taxa de câmbio competitiva) e garante a coordenação das políticas fiscal e monetária para obter a estabilidade de preços, a solvência inter-temporal do governo e a realização dos investimentos públicos necessários para o crescimento sustentado da economia brasileira.

### **1 - Estratégia Novo-Desenvolvimentista e o Papel do Estado na Economia<sup>1</sup>**

Nesta seção do documento discutiremos conceitos e proposições relacionados à uma nova estratégia de desenvolvimento nacional para países em desenvolvimento, em particular para uma economia de médio porte, como a brasileira. O ponto de partida é, por um lado, a constatação do fracasso de políticas implementadas e inspiradas pelo Consenso de Washington, e, de outro, a constatação de que o “velho desenvolvimentismo” tem que ser renovado, em função de uma nova realidade: economias relativamente maduras ainda que desiguais socialmente, no contexto de uma

---

<sup>1</sup> Para uma análise detalhada do “Novo-Desenvolvimentismo” ver Bresser-Pereira (2006), Sicsú, Paula e Michel (2007) e Paula (2009).

economia globalizada. Para tanto, um conjunto de questões é aqui analisada: qual a estratégia nacional de desenvolvimento deve ser adotada? Qual a sua diferença em relação ao “velho desenvolvimentismo”? Qual o papel do Estado? Quais políticas econômicas e setoriais devem ser adotadas? Que tipo de inserção se deseja?

### **1.1 - Do “velho” desenvolvimentismo ao Consenso de Washington**

O Brasil teve do período do pós-2ª. Guerra Mundial até o início dos anos 1980 um crescimento econômico vigoroso, com uma taxa de expansão média do PIB real de 7,1% em 1947/1980, e com um dinamismo expansivo puxado em boa medida pelo setor industrial (8,5%), com destaque para a indústria de transformação. Acompanhando este forte dinamismo, houve profundas mudanças estruturais na economia brasileira: deslocamento do eixo dinâmico da economia do setor agro-exportador para o setor industrial voltado para o mercado interno, aumento da população economicamente ativa no setor secundário, ampliação das desigualdades sociais e preservação de grandes margens de pobreza absoluta, entre outras. Por detrás deste processo, havia uma explícita estratégia nacional de desenvolvimento – conhecida como nacional-desenvolvimentista – que tinha como elemento central o impulso à industrialização do país, dos ramos mais leves aos ramos mais pesados, baseado no processo de substituição de importações e numa participação estatal, atuando o Estado como agente planejador, financiador e produtor direto (insumos básicos e infra-estrutura), coadjuvado pelas empresas multinacionais que se situaram nos segmentos mais dinâmicos da indústria de transformação.

Esta estratégia – que teve no Brasil possivelmente o seu maior sucesso – foi objeto de várias críticas relacionadas principalmente ao caráter “trunco” da industrialização: investimentos industriais capital-intensivos realizados em uma sociedade fortemente heterogênea e com um passado de economia agro-exportadora, que contribuiu para a exclusão de parte da população do processo de modernização; falta de um “núcleo endógeno de industrialização”, dado o papel secundário da empresa privada nacional na formação do tripé econômico; condições de financiamento inadequadas, principalmente quanto ao financiamento de longo prazo; desequilíbrios setoriais na indústria de transformação, em particular o atraso relativo do setor de bens de capital; uma indústria defasada tecnologicamente e com baixos níveis de produtividade, em função da existência de um protecionismo indiscriminado e sem tempo de terminar.

Este modelo – fortemente influenciado pelo pensamento cepalino dos anos 1950 – entrou em crise nos anos 1980, por ocasião dos impactos da crise da dívida externa, que contribuiu sobremaneira tanto para a deterioração financeira do setor público, que teve suas condições de financiamento fortemente fragilizadas, quanto para aceleração da inflação, por conta dos choques

causados pelas maxi-desvalorizações cambiais em um contexto de uma economia crescentemente indexada.

Foi neste contexto, que, ao final da década de 1980 e no início da década de 1990, que surgiu um conjunto de proposições que visavam prover uma nova estratégia de crescimento econômico para América Latina, após uma década de estagnação. Proposta inicialmente por John Williamson (1990), economista do Banco Mundial, o conjunto de proposições rapidamente se tornou no denominador comum das proposições e aconselhamento político das instituições baseadas em Washington (Banco Mundial e FMI) para os países latino-americanos, e mesmo para outros países em desenvolvimento. Tais proposições<sup>2</sup> objetivam estimular o crescimento econômico através de um conjunto de políticas e reformas de natureza liberalizante, que visavam a disciplina macroeconômica (entendida como estabilidade de preços), abertura comercial e políticas microeconômicas de mercado. A recomendação de abertura da conta de capital, que não constava das proposições originais de Williamson, foi acrescentada ao receituário pelas instituições multilaterais, constituindo o que alguns denominaram de “Consenso de Washington II”. Tal consenso foi a base das reformas liberalizantes que, em maior ou menor grau, foram aplicadas em vários países da América Latina, incluindo Argentina, Brasil e México, ao longo da década de 1990.

Contudo, o resultado de tal estratégia foi, em vários aspectos, decepcionantes, em particular no que se refere ao crescimento econômico, sendo a Argentina, até então o exemplo a ser seguido, o caso lapidar do fracasso das políticas inspiradas no Consenso de Washington, sob o estímulo das instituições multilaterais. Vários aspectos foram criticados: a liberalização financeira causou, em vários, países crises bancárias; a liberalização da conta de capital estimulou a especulação e crises cambiais, com efeitos negativos sobre variáveis reais (produto e emprego); a privatização resultou em fracasso em alguns países ao não serem acompanhadas de políticas de promoção de competição; a fixação demasiada com o objetivo de controle de inflação foi em alguns casos prejudicial ao crescimento.

Frente a esses resultados, as instituições multilaterais (FMI e Banco Mundial) fizeram parcialmente uma “*mea culpa*”, sugerindo que o marco regulatório deveria ser fortalecido concomitantemente com a implantação das reformas, a liberalização de conta de capitais deveria ser feita gradualmente, o Estado deveria adotar as políticas de rendas compensatórias, etc. Mais ainda: no meio acadêmico, economistas renomados como Stiglitz e Dani Rodrik têm questionado

---

<sup>2</sup> Eram dez as proposições originais de Williamson: (a) disciplina fiscal; (b) redirecionamento dos gastos públicos para áreas de retorno econômico e potencial de distribuição de renda; (c) reforma tributária; (d) liberalização da taxa de juros doméstica; (e) taxa de câmbio competitiva; (f) liberalização comercial; (g) liberalização dos fluxos de investimento direto estrangeiro; (h) privatização; (i) desregulamentação dos mercados; (j) assegurar os direitos de propriedade.

seriamente as proposições e implicações do consenso sobre os países em desenvolvimento. Finalmente, a própria crise financeira mundial coloca a necessidade de se questionar as políticas liberalizantes e a repensar a relação Estado-mercado na economia.

## **1.2 - Velho e Novo Desenvolvimentismo**

Como assinalado acima, a estratégia desenvolvimentista dos anos 1950 na América Latina, foi fortemente influenciada pelo chamado “pensamento cepalino”, que desenvolveu, “uma proposição política para países subdesenvolvidos, ou seja, a de industrializar, como meio de superar a pobreza ou de reduzir a diferença entre eles e os países ricos, e de atingir independência política e econômica através de um crescimento econômico auto-sustentado”<sup>3</sup>. A CEPAL, ao efetuar uma crítica à doutrina dominante do livre comércio, a partir da análise da deterioração dos termos de troca e do desenvolvimento desigual na propagação do progresso técnico, defendia que a industrialização era o único meio que os países latino-americanos dispunham para captar os frutos do progresso técnico e elevar progressivamente o nível de vida da população. O aprofundamento da industrialização, contudo, requeria a ação do Estado, em particular o planejamento estatal e medidas protecionistas, visando aprofundar o processo de substituição de importações.

A estratégia desenvolvimentista, que implementou a industrialização pesada no Brasil, a partir dos anos 1950, foi fortemente influenciada por tais proposições. Num certo sentido, o Brasil foi o caso mais bem sucedido de industrialização baseada na estratégia nacional-desenvolvimentista, ao lograr êxito no seu processo de industrialização pesada. O Estado, como planejador, sustentador financeiro dos grandes blocos de investimento e produtor direto de insumos básicos e infraestrutura, e as empresas transnacionais, concentrando-se nos segmentos mais dinâmicos da indústria de transformação, foram os protagonistas deste processo. A empresa privada nacional teve um papel complementar, se constituindo na realidade no sócio menor do chamado “tripé econômico”. A ausência de uma burguesia nacional forte é um dos aspectos críticos no estabelecimento de uma estratégia nacional de desenvolvimento no Brasil<sup>4</sup>. A história mundial mostra que não há capitalismo forte sem um empresariado nacional forte. Em outras palavras, sem a consolidação de um “núcleo endógeno” da industrialização – constituído de um empresariado nacional forte e competitivo - o desenvolvimento torna-se frágil, pois não se criam grupos empresariais capazes de participar em igualdade de condições do pesado jogo de competição internacional de comércio e investimentos.

---

<sup>3</sup> Cf Bielschowsky (1988)

<sup>4</sup> Diferentemente do caso brasileiro, a estratégia nacional de desenvolvimento da Coreia do Sul buscou justamente estimular a criação de um empresariado nacional forte e competitivo.

Além da falta de uma política estatal mais efetiva e de longo prazo que favorecesse a empresa privada nacional no processo de desenvolvimento industrial, o “protecionismo tarifário generalizado e sem tempo determinado para acabar” não estimulou o processo de aprendizagem das empresas nacionais. Isto ocorreu porque não foi acompanhado de um processo concomitante de geração de exportações e de desenvolvimento tecnológico doméstico. Em outras palavras, o processo de substituição de importações no Brasil não requereu a absorção e o desenvolvimento tecnológico, contribuindo para incutir no empresariado industrial brasileiro uma *mentalidade protecionista*, que encarava o protecionismo com um fim e não como um meio para que, num determinado horizonte de tempo, se implantasse uma indústria eficiente e competitiva, voltada tanto para o mercado interno quanto para o mercado internacional.

A estratégia novo-desenvolvimentista, embora tenha suas origens no “velho desenvolvimentismo”, ainda que com um olhar crítico em alguns aspectos desta estratégia, busca adequar a estratégia desenvolvimentista aos novos tempos e à realidade específica de cada país. De comum entre as duas estratégias está a visão crítica às políticas de “laissez-faire”, a necessidade de se implementar uma estratégia nacional de desenvolvimento que busque uma complementaridade entre Estado e mercado (ainda que no momento atual em moldes diversos), e a importância de se pensar os problemas dos países em desenvolvimento a partir de uma ótica da problemática específica desses países (e não procurando copiar estratégias importadas dos países desenvolvidos).

Na visão novo-desenvolvimentista não faz mais sentido, como no atual estágio de desenvolvimento produtivo brasileiro, a existência de um Estado-empresário e de um protecionismo do mercado interno nos moldes do passado. O novo-desenvolvimentismo não propõe a redução do Estado, mas a sua reconstrução, tornando-o mais forte, e mais capaz no plano político, regulatório e administrativo, além de financeiramente sólido. Propõe, ademais, uma estratégia nacional de desenvolvimento que promova políticas voltadas ao progresso técnico e a introdução de novas técnicas de produção, o desenvolvimento de mecanismos nacionais de financiamento do investimento com poupança doméstica, políticas econômicas redutoras de incertezas inerentes ao mundo financeiramente globalizado e o desenvolvimento de instituições específicas adequadas ao desenvolvimento (como o desenvolvimento do capital humano através da educação pública).

Tampouco faz sentido a manutenção de um protecionismo indiscriminado à indústria no atual estágio de desenvolvimento de economias “semi-maduras”, como a brasileira: o comércio internacional – como fonte de crescimento econômico – deve ser intensificado, o que torna desejável a liberalização da conta de transações correntes (incluindo comércio), embora esta

abertura deva ser feita de uma forma inteligente, cautelosa e negociada para que reciprocidades que interessem às exportações brasileiras sejam conquistadas.

A alternativa novo-desenvolvimentista defende a constituição de um Estado com capacidade para regular a economia – que deve ser constituída por um mercado forte e um sistema financeiro funcional ao desenvolvimento – isto é que seja voltado para o financiamento da atividade produtiva e não para a atividade especulativa. Um sistema financeiro funcional ao desenvolvimento é aquele capaz de prover ao mesmo tempo financiamento de curto prazo necessário para a realização do investimento e produção e financiamento de longo prazo (via mercado de capitais e crédito bancário) que permita as empresas consolidarem suas dívidas em uma maturidade mais dilatada e adequada o timing do seu projeto de investimento. No caso de economias semi-maduras, que não tenham desenvolvido mecanismos de financiamento privado de longo prazo, é necessário um papel mais ativo dos bancos públicos. Por outro lado, é necessário não só buscar formas inteligentes de ação estatal, complementares à ação privada, como também proporcionar condições para que o Estado possa desempenhar de forma mais eficaz sua ação – para o que pode ser necessário uma “reforma da gestão pública”. Trata-se de adotar uma forma de gestão que aproxime as práticas dos gerentes públicos às dos privados, tornando-os ao mesmo tempo mais autônomos e responsáveis perante a sociedade. Tal reforma requer não somente uma maior profissionalização da gestão pública como também um certo grau de descentralização do Estado, com a transferência de determinadas funções específicas do Estado a agências (semi)autônomas e a transferência de serviços sociais e científicos a organizações de serviço públicas, semi ou não-estatais. Note-se, contudo, que isto não significa que as decisões mais importantes relativas às políticas públicas a serem implementadas devam ser igualmente descentralizadas, pois cabe às esferas governamentais, eleitas democraticamente, a definição destas.

Na concepção novo-desenvolvimentista, o Estado deve ser forte para permitir ao governo a implementação de políticas macroeconômicas “defensivas” e pró-crescimento. Políticas de caráter defensivo incluem aquelas que reduzem a sensibilidade do país a crises cambiais; e, políticas pró-crescimento referem-se àquelas medidas de promoção do pleno emprego, sobretudo em contextos recessivos. Políticas industrial e de comércio exterior – usadas de forma inteligente e criativa – podem e devem ser utilizadas para estimular a competitividade da indústria e melhorar a inserção do país no comércio internacional. O Estado deve, ademais, possuir um sistema tributário progressivo, para reduzir as desigualdades de renda e de riqueza que são exageradas. Em que pese a maior interdependência entre as nações, Estados são estratégicos como instrumento de ação coletiva que as nações dispõem para serem competitivas internacionalmente.

### 1.3 - Estabilidade Macroeconômica ao Invés de Mera Estabilidade de Preços

A política econômica, na perspectiva aqui proposta, relaciona-se à adoção de um conjunto de medidas que visa a aumentar o nível de demanda agregada, de modo a criar um ambiente estável que estimule os empresários a realizar novos investimentos - uma vez que os níveis de emprego e utilização da capacidade produtiva dependem, em boa medida, dos determinantes da demanda agregada, principalmente da decisão de investimento dos empresários. Portanto, a política econômica deve procurar afetar o investimento privado global, criando um ambiente seguro que estimule escolhas mais arriscadas - mas que rendam lucros e gerem empregos - no lugar da simples acumulação de ativos líquidos - isto é, a boa política é aquela que induz os agentes a investirem em ativos de capital, dando origem a investimento novo.

Contudo, o objetivo da política econômica deve ser amplo, voltada para a *estabilidade macroeconômica*, um conceito mais amplo do que o de mera estabilidade de preços, ou seja, deve procurar também reduzir as incertezas relativas à demanda futura que são inerentes aos negócios na economia. Estabilidade macroeconômica engloba várias dimensões, incluindo crescimento econômico sustentado, estabilidade financeira e estabilidade de preços. Portanto, nesta perspectiva, controle de inflação é importante, na medida em que a inflação persistente e elevada gera distorções na economia (torna mais imprevisível o horizonte de decisões de mais longo termo), mas não deve ser exagerado, sob o perigo de colocar em risco os objetivos de estabilidade e crescimento do produto e do emprego. Assim, o objetivo da política econômica deve incluir o maior crescimento do produto e emprego, buscando minimizar ou evitar maiores contrações econômicas, devido aos altos custos econômico-sociais das desacelerações<sup>5</sup>.

Estabilidade de preços e aumento do produto e emprego são compatíveis dentro dessa visão e, para tanto, o governo deve fazer uso de um instrumental de política econômica com objetivos múltiplos - e não somente utilizar a política monetária voltada exclusivamente para o controle da inflação. A perspectiva novo-desenvolvimentista sustenta que para se atingir os objetivos múltiplos de política - como crescimento econômico e estabilidade de preços - é necessária uma maior coordenação de políticas (fiscal, monetária, cambial, salarial etc.): devem-se avaliar os impactos conjuntos da adoção das políticas sobre os objetivos como um todo. Assim, a coordenação de políticas é fundamental para se atingir a *estabilidade macroeconômica*.

Igualmente importante é manter uma taxa de câmbio competitiva, como mostra a experiência de vários países que tiveram crescimento acelerado no pós-guerra, de modo a garantir condições de

---

<sup>5</sup> Neste sentido, segundo Stiglitz (1999, p. 99), “o foco único sobre a inflação não somente distorce as políticas econômicas - evitando que a economia alcance seu potencial pleno de crescimento - como também conduz a arranjos institucionais que reduzem a flexibilidade econômica sem obter os importantes benefícios de crescimento”.



sustentabilidade do balanço de pagamentos através da geração de superávits em conta corrente (com conseqüente aumento nas reservas internacionais) e arrefecer a contratação de empréstimos externos (reduzindo, assim, a vulnerabilidade externa do país). A forma de financiamento do balanço de pagamentos também é importante, devendo-se evitar fluxos de capital de portfólio e dívida de curto prazo que podem gerar custos associados a alta volatilidade dos fluxos de capitais, sem gerar benefícios de difusão de conhecimento. Portanto, uma estratégia novo-desenvolvimentista deve buscar formas de reduzir a vulnerabilidade externa da economia, de modo a evitar os efeitos de choques externos – causados por mudanças nos sentimentos do mercado, inclusive decorrentes de “comportamento de manada” - sobre a taxa de câmbio. Afinal, vários estudos têm mostrado os efeitos nefastos que a excessiva volatilidade da taxa de câmbio, em países em desenvolvimento, têm sobre decisões de investimento, inflação, dívida pública, etc. Nos países em desenvolvimento, a volatilidade cambial em geral é bem maior do que nos países desenvolvidos, possuidores de moedas fortes e conversíveis, devido ao reduzido tamanho dos mercados financeiros desses países com relação aos fluxos de capitais de curto prazo que ingressam nos mesmos.

#### **1.4 - Competitividade do Setor Industrial<sup>6</sup>**

Uma das características do processo de industrialização latino-americano – incluindo o Brasil – é a assimetria entre um elevado componente de imitação (fase prévia de aprendizagem) e um componente marginal de inovação econômico-social. Ademais, nenhum país da região logrou simultaneamente crescimento e equidade social. Economias bem-sucedidas em termos de crescimento e equidade compartilham uma característica básica, que é a incorporação do progresso técnico e elevação da produtividade. Neste contexto, em função das insuficiências no âmbito da equidade e da baixa incorporação do progresso técnico em setores-chaves da indústria, o crescimento econômico e a competitividade apresentaram um comportamento claramente espasmódico na América Latina<sup>7</sup>.

A competitividade do setor industrial contribui positivamente para o crescimento econômico, já que o comércio internacional de manufaturas é o que normalmente mais se expande no comércio mundial, e, ao mesmo tempo, o crescimento contribui para estimular a introdução de progresso técnico e, conseqüentemente, aprimorar a competitividade. Embora a capacidade dos países de se inserir de forma mais efetiva nos mercados internacionais dependa, em parte, de sua capacidade de acompanhar as tendências tecnológicas internacionais, para muitos países que não estão na fronteira tecnológica, os retornos associados com a facilidade de transferência da tecnologia podem

---

<sup>6</sup> Esta seção está parcialmente baseada em Sicsú, Paula e Michel (2007, p.518-519).

<sup>7</sup> Cf Fanjnzylber (1989).

ser maiores do que os retornos de desenvolverem de forma pioneira pesquisa e desenvolvimento. Por isso, políticas públicas que facilitem a transferência da tecnologia – assim como a sua absorção pelo aparelho produtivo - são cruciais para o desenvolvimento.

Portanto, nos países latino-americanos, como o Brasil, é fundamental a realização de uma transformação produtiva que resulte na elevação da produtividade da mão-de-obra que dê sustentação a uma competitividade internacional autêntica apoiada na incorporação de progresso técnico e em práticas gerenciais inovadoras. Para tanto, uma política abrangente deve ser adotada, incluindo o fortalecimento da base empresarial do país, adoção de uma política industrial voltada para a melhoria da competitividade das exportações de maior valor agregado, desenvolvimento de uma infra-estrutura voltada para a competitividade sistêmica (incluindo o desenvolvimento de um sistema nacional de inovação), melhorias do nível de qualificação da mão-de-obra, etc. A aprendizagem tecnológica e o fortalecimento da competitividade internacional requerem instituições públicas dotadas de capacidade de articulação dos diversos agentes produtivos, laborais, educativos, de pesquisa e de financiamento. Como já assinalado, de acordo com a visão novo-desenvolvimentista, o Estado necessário para impulsionar uma transformação produtiva dessa natureza é diferente daquele que fomentou a industrialização precedente.

### **1.5 - Inserção Internacional e Redução da Vulnerabilidade Externa**

A literatura empírica sobre liberalização financeira e desempenho econômico é inconclusa em estabelecer uma relação robusta entre essas duas variáveis, enfraquecendo um dos pontos básicos do Consenso de Washington, na versão das agências multilaterais. De fato, há uma vasta literatura que buscou aferir a existência de uma relação positiva entre liberalização financeira e crescimento econômico, sendo difícil estabelecer uma relação causal robusta entre integração financeira e desempenho do crescimento do produto.

Estabilidade macroeconômica e desenvolvimento de longo prazo requerem a existência de mercados financeiros saudáveis. Daí a necessidade de se redesenhar o sistema regulatório do sistema financeiro: o fortalecimento da regulação e supervisão financeira é fundamental para assegurar a estabilidade do sistema financeiro. Igualmente importante é o estabelecimento de políticas que permita o governo enfrentar os problemas relacionados à volatilidade dos fluxos de capitais em mercados financeiros/cambiais pouco densos, podendo incluir medidas de redução da vulnerabilidade externa, política de formação de reservas cambiais, regulamentação de fluxos de capitais, etc.

Acrescente-se, ainda, que o uso da poupança externa como suporte a uma estratégia de crescimento deve ser limitado, uma vez que as evidências recentes de países em desenvolvimento mostram que a longo prazo não há uma correlação clara entre poupança externa e aumento na taxa

de investimento, já que a maior parte da poupança externa é canalizada para consumo, não resultando num aumento da capacidade produtiva em setores *tradables*. Como resultado, os países em desenvolvimento passam a enfrentar uma restrição externa ao crescimento, como atesta, por exemplo, uma elevada relação exportações/dívida externa e na dívida externa/PIB, no que resulta na manutenção de um ambiente de instabilidade macroeconômica derivada da fragilidade financeira do setor externo. Portanto, no longo termo os saldos em conta corrente devem estar em equilíbrio, uma vez que um país não pode tomar empréstimos indefinidamente, dado a restrição de insolvência (Bresser-Pereira e Nakano, 2004).

O equilíbrio no balanço de pagamentos requer a manutenção de um superávit significativo na balança comercial, para o que é necessária – como já assinalado anteriormente - a manutenção de uma taxa de câmbio sub-valorizada, isto é, orientada sempre que possível para o ajustamento da conta corrente e para a diminuição da dependência dos capitais externos, acompanhada por políticas industriais ativas voltadas para estimular exportações e a substituição de importações de insumos que tenham peso na pauta de importações do país de modo a reduzir os efeitos do câmbio sobre o nível de preços domésticos. Tais políticas são particularmente importantes em função da necessidade de se realizar uma mudança estrutural na base produtiva do País, com vistas a alterar a pauta das exportações brasileiras na direção de produtos de maior elasticidade-renda (produtos de maior valor agregado). Por sua vez, a substituição de importações em alguns segmentos mais dinâmicos da indústria pode se tornar necessária devido à alta elasticidade-renda das importações do País, o que faz com que estas cresçam significativamente em períodos de crescimento econômico continuado.

### **1.6 - Papel do Estado na área social**

Na perspectiva novo-desenvolvimentista o crescimento econômico é condição necessária mas não suficiente para resolver o problema da miséria e da desigualdade social que marca a sociedade brasileira. Maior crescimento econômico permite gerar mais empregos e ao mesmo tempo elevar a arrecadação tributária que pode ser utilizada na implementação de programas sociais universalizantes (em particular em educação e saúde) e programas mais focalizados (como programa de renda mínima). Políticas sociais e educacionais – entendidas como instrumentos para a inclusão formal de segmentos da população à margem da sociedade brasileira – são elementos centrais no enfrentamento da questão das fortes desigualdades presentes no País.

Um dos grandes avanços do debate político do País nos últimos anos é que políticas sociais compensatórias vieram para ficar na agenda de política governamental, dado o seu forte e comprovado efeito positivo sobre a renda dos segmentos mais desassistidos, ensejando melhorias na distribuição de renda. Programas como bolsa-família devem ser ampliados e aprimorados, mas

deve-se ter consciência que têm efeitos limitados. Ou seja, devem ser vistos como soluções emergenciais necessárias e complementares e não soluções permanentes. Embora seja correto afirmar, como dizia o sociólogo Betinho, que “a fome tem pressa e não pode esperar”, políticas sociais – como políticas de renda mínima - implementadas em um contexto de crescimento baixo podem ter sua eficácia limitada.

Programas de qualificação e capacitação de mão de obra são fundamentais no atual estágio de desenvolvimento tecnológico, mas não se deve ignorar os problemas do lado da demanda por trabalho, que depende, por sua vez, crucialmente da demanda efetiva da economia: políticas ativas de emprego só podem cumprir plenamente as funções quando existe demanda pelas atividades que promovem.

## **2 – O Modelo Macroeconômico Brasileiro e as Raízes de Nossa Semi-Estagnação**

Durante o período de hegemonia do pensamento neo-liberal no Brasil ocorreram importantes transformações na condução da política econômica. Essas transformações tiveram um papel importante na consolidação da estabilidade de preços, iniciada em 1994 com a implantação do Plano Real. Contudo, essas mesmas transformações foram responsáveis pela manutenção da economia brasileira numa situação de semi-estagnação do ponto de vista do crescimento de longo-prazo. O atual modelo de política macroeconômica adotado no Brasil, fruto das transformações mencionadas acima, é constituído de três pilares básicos: (a) política monetária operada a partir do arcabouço institucional do regime de metas de inflação, é responsável por manter a taxa de juros básica compatível com a meta de inflação definida pelo Conselho Monetário Nacional; (b) regime cambial de flutuação suja (*dirty floating*) no qual o mercado é o responsável pela definição da taxa de câmbio nominal e as intervenções do Banco Central no mercado cambial encontram-se restritas a impedir movimentos especulativos maiores, e também para propósitos de sua política de acumulação de reservas cambiais<sup>8</sup>; e (c) regime fiscal baseado na geração de superávits primários expressivos para manter a estabilidade (ou reduzir) a dívida líquida do setor público como proporção do PIB.

Este modelo tem sido capaz de manter a taxa de inflação em patamares baixos (um dígito por ano), mas, no entanto, o mesmo tem contribuído para as baixas taxas de crescimento do produto e, com isso, limitado as possibilidades de redução do desemprego e a melhoria efetiva das condições de vida da população. Isso porque o atual modelo macroeconômico manteve uma combinação

---

<sup>8</sup> Barbosa-Filho (2007) sugere a existência de um regime de flutuação suja assimétrica, no qual o BCB luta contra as desvalorizações, mas tolera as valorizações para alcançar as metas de inflação estabelecidas pelo governo.

perversa entre juros elevados em termos nominais e reais, câmbio apreciado e baixo investimento público em obras de infra-estrutura econômica-social.

O regime de metas inflacionárias foi implantado no Brasil em 1999 após o colapso do regime de câmbio administrado em janeiro daquele mesmo ano. Em função do histórico inflacionário do país e da falta de credibilidade das políticas antiinflacionárias adotadas nos anos 1980 e início dos 1990, entendia-se não ser possível manter a estabilidade de preços na ausência de uma âncora nominal. O regime de metas inflacionárias veio justamente suprir essa necessidade. No entanto, o arranjo institucional do regime – entendido como a medida de taxa de inflação, a definição do valor numérico da meta, o estabelecimento do prazo de convergência da inflação à meta fixada e à forma pela qual se determina a taxa de juros – é bastante rígido, o que atua no sentido de produzir uma taxa média de juros mais alta do que ocorreria numa situação em que esse arranjo fosse mais flexível. O arranjo institucional do regime de metas inflacionárias tem as seguintes características: utiliza-se o IPCA cheio, há uma meta central de inflação com um intervalo de tolerância, o prazo de convergência é de 12 meses do ano calendário e existem fortes indícios de que o Banco Central do Brasil (BCB) determine a meta da taxa Selic de acordo com alguma variante da regra de Taylor<sup>9</sup>. Essa rigidez do regime de metas de inflação faz com que, face à um choque de oferta desfavorável (por exemplo, uma desvalorização cambial produzida pela “parada súbita” dos fluxos de capitais para o país), a autoridade monetária seja levada a “sobre-reagir” ao choque por intermédio de elevações bastante significativas da taxa de juros. Dado que economias emergentes, como o Brasil, são mais suscetíveis a choques de oferta do que economias desenvolvidas (em função da maior ocorrência de fugas de capitais das primeiras do que das últimas), segue-se que a taxa média de juros tenderá a ser mais elevada em contextos nos quais o arranjo institucional do regime de metas de inflação for mais rígido.

Além da rigidez do arcabouço institucional do regime de metas de inflação<sup>10</sup>, outros dois fatores contribuem para manter a taxa de juros no Brasil em patamares elevados, a saber: a existência de títulos públicos indexados a taxa básica de juros e a indexação dos preços administrados ao IGP-M. Em função dos riscos que as variações da taxa de juros poderiam impor ao sistema financeiro num contexto de inflação elevada, o Tesouro Nacional introduziu no final dos anos 1980 as assim chamadas Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), as quais são um título cujo fluxo de pagamento de juros é indexado pela taxa Selic. Dessa forma, as LFTs são um título com *duration* igual a zero, ou seja, cujo valor de mercado não varia em função de mudanças da taxa

---

<sup>9</sup> Modenesi (2008) apresenta evidências empíricas de que formação da taxa Selic é pautada por uma convenção pró-conservadorismo, com um comportamento assimétrico do BCB, que eleva a taxa de juros mais fortemente por ocasião de aumento no hiato do produto /ou no hiato inflacionário ( $\pi_t - \pi_p$ ), e reduzindo pouco quando diminui tais hiatos.

<sup>10</sup> Para uma avaliação do Regime de Metas de Inflação brasileiro ver Oreiro, Paula e Sobreira (2009).

básica de juros. Atualmente, cerca de 40% da dívida líquida do setor público é constituída por LFTs, mas esse percentual já superou os 50% há alguns anos atrás. A indexação das LFTs pela taxa básica de juros tem o efeito de eliminar o “efeito riqueza” da política monetária, ou seja, as perdas de capital resultantes de um aumento da taxa de juros. Sendo assim, a política monetária perde bastante de sua eficácia como instrumento de controle da demanda agregada, fazendo com que a dosagem requerida de aumento da taxa de juros para se obter uma dada redução da taxa de inflação seja consideravelmente maior do que seria necessário caso o “efeito riqueza” estivesse presente<sup>11</sup>.

Um outro problema causado pela existência das LFTs é o assim chamado “efeito contágio” da política monetária pela dívida pública (Barbosa, 2006). Com efeito, a indexação das LFTs pela taxa básica de juros torna tais títulos substitutos perfeitos para as reservas bancárias. Isso significa que, em equilíbrio, a taxa de retorno dos títulos públicos indexados a Selic deve ser igual a taxa de juros do mercado inter-bancário, local onde os bancos podem comprar e vender o excesso de reservas. Dessa forma, a taxa de juros que o banco central utiliza para regular a liquidez do mercado de reservas bancárias deve ser equivalente a taxa de juros que o Tesouro Nacional deve pagar para vender os títulos públicos junto aos poupadores domésticos. Isso faz com que a taxa de juros de curto-prazo seja igual a taxa de juros de longo-prazo, criando assim uma curva de juros horizontal para a economia brasileira. Essa característica da curva de juros brasileira atua no sentido de desestimular a emissão de dívida de longo-prazo, fazendo com que o Tesouro Nacional não consiga alongar o prazo de maturidade dos títulos da dívida do governo<sup>12</sup>. Com efeito, apesar dos resultados positivos obtidos nos últimos anos em termos da gestão da dívida pública, o prazo médio de vencimento da dívida mobiliária federal encontra-se em torno de 44 meses. A estrutura de vencimento da dívida pública brasileira faz com que o valor das amortizações pagas por ano pelo setor público seja bastante elevado (em torno de R\$ 400 bilhões **ano**), o que aumenta a fragilidade financeira do setor público, ou seja, aumenta o risco de solvência percebido pelos credores no caso de aumento de um aumento da taxa básica de juros, ditado em função da necessidade de manter a inflação dentro das metas definidas pelo Conselho Monetário Nacional.

O formato peculiar da curva de juros brasileira, além de atuar no sentido de aumentar a fragilidade financeira do Setor Público, também atua no sentido de impor um piso para a queda da taxa básica de juros, limite esse dado pela remuneração das cadernetas de poupança. Como é sabido, os depósitos de poupança tem garantido por lei uma remuneração de 0,5% a.m (o que

---

<sup>11</sup> O canal “efeito riqueza” da política monetária é resultado do impacto negativo sobre a riqueza financeira dos agentes causado redução no preço do título prefixado devido a elevação na taxa de juros. Tais perdas de capital deixam de existir com títulos indexados a Selic.

<sup>12</sup> Outro efeito negativo é que a existência de títulos indexados a Selic acaba por inibir e deformar a colocação de títulos privados corporativos, já que eles passam a concorrer com esses últimos em condições frequentemente mais favoráveis em termos de risco e retorno.

equivale a 6,17% a.a) acrescido da variação da TR. Os depósitos de poupança se constituem num ativo seguro e com bastante liquidez. Com efeito, o prazo de maturidade dos depósitos de poupança no Brasil é de apenas um mês, período após o qual o depositante pode retirar seus depósitos acrescidos dos juros referentes ao período de aplicação. A retirada antecipada dos depósitos, ou seja, a retirada numa data anterior ao prazo de vencimento dos mesmos, tem como único custo de transação a perda dos juros referentes ao período de aplicação. A elevada liquidez e baixo prazo de maturidade dos depósitos de poupança torna os mesmos substitutos próximos das LFTs, de forma que, em equilíbrio, a taxa de retornos das LFTs não pode cair abaixo de 6,17% a.a em termos nominais sob risco de migração em massa dos recursos destinados a compra de títulos públicos para as cadernetas de poupança.

A indexação dos contratos dos preços administrados também contribui para a manutenção da taxa real de juros em patamares elevados. Com efeito, cerca de 30% do IPCA é composto por preços de bens e serviços que estão sujeitos a regras contratuais de reajuste anual (eletricidade, por exemplo). Os contratos desses bens e serviços têm como indexador o IGP-M, um índice de preços que, por construção, acompanha de perto a evolução da taxa de câmbio. Sendo assim, se ocorre uma desvalorização da taxa de câmbio no ano  $t$ , os efeitos da mesma serão repassados para a taxa de inflação no ano  $t+1$  por intermédio dos contratos de reajuste de preços. Isso faz com que não só a taxa de inflação apresente um elevado grau de inércia ao longo do tempo, como ainda se torne especialmente sensível a variações da taxa nominal de câmbio. Dessa forma, choques de oferta passam a ter efeitos fortes e persistentes sobre a taxa de inflação, o que, num contexto de rigidez do arranjo institucional do regime de metas de inflação, obrigam o Banco Central a manter uma taxa média de juros bastante elevada (Arestis *et al*, 2009).

Após o colapso do regime cambial de “paridade deslizante” em janeiro de 1999, o Brasil adotou um regime de flutuação suja para a taxa de câmbio, no qual o câmbio é determinado pelo mercado, mas o Banco Central intervém esporadicamente para evitar grandes flutuações da taxa de câmbio causadas por movimentos especulativos ou para acumular reservas cambiais. Em tese, o regime de câmbio flutuante deveria isolar o país contra choques externos, corrigindo “automaticamente” desequilíbrios entre oferta e demanda de moeda estrangeira, tornando praticamente impossível a ocorrência de ataques especulativos contra a moeda nacional. O novo regime cambial foi adotado num contexto de abertura bastante significativa da conta de capitais do balanço de pagamentos, ocorrida no início dos anos 1990 com a permissão de aplicação de investidores externos na bolsa do país (Anexo IV) e a transfiguração das CC5, que na prática passam a permitir a saída livre de capitais do país por parte de não-residentes e residentes.

A flexibilidade cambial somada à abertura da conta de capitais fez com que o comportamento da taxa de câmbio passasse a ser determinado pelos movimentos de capitais internacionais, e não mais pela situação da conta de transações correntes do balanço de pagamentos. Dessa forma, no período 1999-2003, caracterizado por um saldo líquido negativo de capitais externos na economia brasileira, a taxa real efetiva de câmbio apresentou uma nítida tendência à depreciação, o que contribuiu para melhoria do saldo comercial do país. No entanto, no período 2004-2007, caracterizado por uma liquidez internacional abundante e grande entrada de capitais externos da economia brasileira, a taxa real efetiva de câmbio apresentou uma forte tendência à apreciação, fazendo com que a economia brasileira voltasse a apresentar déficits em conta-corrente no ano de 2008 (Oreiro *et al*, 2009). A apreciação da taxa de câmbio não tem apenas efeitos sobre a conta de transações correntes do balanço de pagamentos, mas também sobre a estrutura produtiva da economia e, por conseguinte, sobre o crescimento de longo-prazo. Com efeito, uma apreciação da taxa real de câmbio significa uma redução dos preços dos bens comercializáveis relativamente aos bens não-comercializáveis, o que reduz, de forma mais intensa, a lucratividade da produção e dos investimentos nos setores manufatureiros. Isso porque os bens comercializáveis produzidos pelos setores não-manufatureiros são bens intensivos em recursos naturais escassos (petróleo, minério de ferro, soja e etc), o que permite a obtenção de “rendas Ricardianas” pelos produtores desses bens. Já os bens comercializáveis produzidos pelos setores manufatureiros são mais intensivos em trabalho do que em recursos naturais, de maneira que as “rendas Ricardianas” apropriadas pelos produtores de manufaturas são próximas de zero. Isso significa que uma apreciação da taxa real de câmbio irá mudar a estrutura de rentabilidade relativa entre os setores da economia, induzindo uma migração de capitais dos setores de manufaturados para os setores de bens comercializáveis não-manufaturados e de bens não-comercializáveis. Essa migração de capitais irá atuar no sentido de mudar a estrutura produtiva da economia, tornando-a mais especializada na produção de bens comercializáveis não-manufaturados e de bens não-comercializáveis. Como esses últimos setores tendem a apresentar retornos decrescentes de escala, ao passo que o setor de bens comercializáveis apresenta retornos crescentes, segue-se que essa mudança na estrutura produtiva deverá resultar numa taxa de crescimento do produto real mais baixa no longo-prazo<sup>13</sup>.

Em 1999 foi implantado um novo regime fiscal no Brasil baseado na geração de uma meta de superávit primário como proporção do PIB. Inicialmente a meta foi fixada em 3,75% do PIB, tendo sido aumentada para 4,25% do PIB em 2003, no primeiro mandato do Presidente Lula. Essa política foi bem sucedida no sentido de produzir uma redução significativa da dívida líquida do

---

<sup>13</sup> A esse respeito ver Oreiro (2009).



setor público (DLSP) como proporção do PIB (que passou de 51,67% do PIB em 2003 para 37% do PIB em 2008), mas à custa do aumento continuado da carga tributária e da redução dos investimentos públicos em infra-estrutura. Isso decorre da “miopia” do regime de metas de superávit primário, ou seja, da sua incapacidade de perceber os efeitos sobre o crescimento de longo-prazo de um aumento dos gastos de investimento do setor público.

O cálculo do superávit requerido para a estabilização da DLSP envolve três variáveis fundamentais, a saber: a taxa real de juros, a taxa de crescimento do PIB e a DLSP/PIB inicial. Todas as demais variáveis mantidas constantes, um aumento da taxa de crescimento do PIB reduz o superávit primário requerido para a estabilização da DLSP. O investimento público em infra-estrutura é um determinante importante da taxa de crescimento de longo-prazo, devido aos seus efeitos de transbordamento positivos sobre as decisões de investimento do setor privado, além de gerar outras externalidades ao crescimento econômico. Sendo assim, uma redução da meta de superávit primário com vistas a um aumento do investimento público em infra-estrutura irá atuar no sentido de aumentar a taxa de crescimento do produto real no longo-prazo, fazendo com que o superávit requerido para manter a estabilidade da DLSP seja reduzido. Em outras palavras, o fundamental para a estabilidade da DLSP não é a meta numérica do superávit primário, mas a combinação juro real-crescimento, a qual pode ser influenciada pelo nível do investimento público.

### **3 – Proposta de um Novo Modelo Macroeconômico**

A partir do diagnóstico apresentado anteriormente, podemos passar a análise dos elementos constitutivos de um novo modelo macroeconômico para o Brasil, modelo esse que permita a obtenção de um crescimento acelerado do produto real num contexto de estabilidade de preços. O novo modelo macroeconômico deve se basear nos seguintes pilares: regime de metas de inflação flexível, regime fiscal baseado na geração de metas de superávit em conta-corrente do governo e administração da taxa de câmbio, criando assim condições para se ter uma taxa de juros baixa e um câmbio mais competitivo. De forma complementar a esses elementos, deve-se adicionar, quando for o caso, controles a entrada e saída de capitais do país.

No que se refere a flexibilização do regime de metas de inflação<sup>14</sup>, deve-se adotar um novo arranjo institucional para o RMI brasileiro no qual : (i) a meta de inflação seja definida com base no *core inflation*, de forma a expurgar os efeitos de aumentos dos preços da energia e dos alimentos, que são mais suscetíveis a choques de oferta; (ii) o prazo de convergência para a meta de inflação seja estendido para 24 meses, de maneira a permitir um ajuste mais suave da taxa de juros nos casos em que pressões inflacionárias do lado da demanda agregada exijam um aumento dos

---

<sup>14</sup> A esse respeito ver Oreiro, Paula e Squeff (2009).

juros; e (iii) adoção de “cláusulas de escape” que permitam a autoridade monetária se desviar da meta inflacionária quando e se certas circunstâncias se fizerem presentes (como, por exemplo, uma queda muito acentuada do PIB devido a um choque de demanda).

De fato, a utilização moderada da política de taxa de juros para controlar a inflação requer a distinção entre choques de oferta e de demanda e situações de excesso de demanda temporária e permanente, reduzir a volatilidade cambial, bem como reconhecer que os países emergentes, por razões estruturais, tem de operar com taxas de inflação maiores do que os países desenvolvidos. A política de taxa de juros é um instrumento eficaz para controlar a inflação de demanda, mas não é adequada para controlar a inflação causada por choques de oferta. Por esta razão, o BC deve reagir por meio de variações da taxa de juros unicamente para pressões inflacionárias causada por situações de excesso de demanda. Este objetivo poderá ser alcançado com a utilização de índices de inflação que excluam os produtos mais sensíveis aos choques oferta, tais como alimentos e energia. Isto significa a adoção do núcleo de inflação ao invés do índice de inflação cheio como medida da meta de inflação.

Além disso, o BC só deve reagir a situações de excesso de demanda permanente. Um excesso de demanda temporário, devido a uma elevada taxa de crescimento da demanda efetiva que induzirá um aumento dos gastos com investimento, devem ser acomodados pelo BC por meio de uma política monetária passiva. Para que o BC possa viabilizar o crescimento econômico, aumentos da taxa de juros devem ocorrer apenas em situações de excesso de demanda que não estiverem associados ao aumento da taxa de acumulação de capital. Portanto, se os gastos com investimento estiverem crescendo a taxas mais elevadas do que a demanda agregada global, então, *coeteris paribus*, a capacidade de crescimento do produto será cada vez maior no médio prazo, configurando o caráter temporário de uma situação de excesso de demanda. Sob essas condições, um maior horizonte temporal de convergência (mais de um ano) para a meta de inflação é desejável a fim de atenuar os efeitos dos choques de demanda temporários sobre a taxa de inflação<sup>15</sup>.

Adicionalmente a flexibilização do regime de metas de inflação, deve-se eliminar os títulos públicos pós-fixados por intermédio de uma operação voluntária de *swap* na qual os títulos pós-fixados sejam substituídos por títulos pré-fixados. Para minimizar o custo fiscal dessa operação para o Tesouro, a operação de *swap* deve ser feita no momento no qual a autoridade monetária esteja adotando uma estratégia de redução da taxa básica de juros. Essa operação de *swap* deve ser,

---

<sup>15</sup> Um mais amplo horizonte de convergência (maior do que um ano) para o cumprimento da meta de inflação significa que uma medida mais adequada da inflação é a média de pelo menos 18 ou 24 meses. Essa ampliação do período de convergência produz uma suavização da série da taxa de inflação do que aquela produzida por períodos mais curtos.

no entanto, precedida por mudanças nas regras dos fundos de investimento, eliminando-se a liquidez diária das cotas – através de uma maior penalização via cobrança de impostos -como forma de induzir uma redução da preferência pela liquidez dos gestores dos fundos de investimento. Essa medida contribuirá para diminuir o interesse dos fundos de investimento por “ativos selicados”, facilitando assim a operação de *swap* por parte do Tesouro Nacional. Além disso, devem-se implantar medidas no sentido de induzir os fundos de pensão a reduzir o percentual de suas carteiras aplicadas em títulos pós-fixados, o que também atuaria no sentido de reduzir a demanda por LFTs, facilitando assim a troca das mesmas por títulos pré-fixados.

Um elemento importante para a redução do custo do capital na economia brasileira será a realização de uma ampla reforma do setor financeiro por intermédio da extinção da garantia legal de remuneração dos depósitos em caderneta de poupança. Com efeito, a existência dessa garantia, em conjunto com a indexação dos títulos públicos pela Selic, não só atua no sentido de por um piso a queda da taxa de juros como ainda contribui para manter elevado o custo de rolagem da dívida pública. Dessa forma, propomos a adoção de um sistema de remuneração flutuante para os depósitos de poupança, no qual a taxa de juros dos depósitos de poupança passe a ser determinada pela oferta e demanda de fundos para empréstimos do Sistema Financeiro de Habitação. O direcionamento de 65% dos recursos das cadernetas de poupança para o financiamento habitacional deve ser mantido em função das externalidades positivas que o investimento habitacional tem sobre toda a economia. No entanto, para reduzir o problema de descasamento de prazos entre os ativos e passivos do sistema financeiro da habitação propomos o aumento do prazo mínimo de aplicação nas cadernetas de poupança para inicialmente três meses, de forma a reduzir a liquidez desse tipo de aplicação financeira.

Por fim, os contratos dos preços administrados (energia elétrica, telefonia, etc.) devem ser revistos de tal maneira a substituir o IGP-M pelo IPCA como indexador dos mesmos, ou pela criação/adoção de índices setoriais de inflação e, no limite, desindexando totalmente tais preços.

O conjunto dessas “reformas” – flexibilização do regime de metas de inflação, eliminação das LFTs, mudanças na remuneração e prazo das cadernetas de poupança e na indexação dos contratos relativos a preços administrados – contribuiria de forma importante para redução da taxa de juros doméstica no Brasil.

Voltando nossa atenção agora para o novo regime de política fiscal, a “*poupança em conta-corrente do governo*” é definida como a diferença entre a receita do governo em todos os níveis (inclui a participação dos lucros das empresas estatais) e os gastos correntes do governo, excluindo-se os gastos de investimento do setor público (inclusive as empresas estatais), mas considerando nesse saldo o pagamento dos juros sobre a dívida bruta do setor público (

Silva e Pires, 2006). Uma meta de superávit em conta-corrente do governo significa que o setor público consolidado deve gerar um excedente de arrecadação sobre os gastos correntes, incluindo o pagamento de juros sobre a dívida pública<sup>16</sup>. Uma vez fixada a meta de superávit em conta-corrente do governo, caberia ao Ministério da Fazenda definir o volume de gastos de investimento, os quais seriam computados separadamente dos gastos correntes na assim chamada “conta capital”. Investimentos públicos em infra-estrutura econômica (portos, ferrovias, geração de energia elétrica etc.) é fundamental para melhoria da competitividade sistêmica da economia brasileira, tendo em vista a forte deterioração da infra-estrutura desde os anos 80. Dessa forma, o superávit em conta-corrente do governo entraria como crédito na conta-capital, podendo assim ser usado para financiar, parcial ou integralmente, os gastos de investimento planejados pelo governo. Se o objetivo final da política fiscal for reduzir a DLSP como proporção do PIB **então a conta capital deverá ser superavitária**, ou seja, o saldo em conta-corrente deve superar o investimento público. No entanto, se o objetivo final da política fiscal for estimular a demanda efetiva e/ou o crescimento de longo-prazo, então a conta-capital deverá ser deficitária, ou seja, o investimento deverá superar a “poupança do governo”. A diferença entre o investimento público e a poupança pública será então coberta por emissão dívida pública. Supondo que o setor público será capaz de realizar gastos de investimento produtivos do ponto de vista social, então o aumento do endividamento público será acompanhado por um aumento do estoque de ativos do setor público, tendo assim um impacto reduzido sobre a DLSP. Adicionalmente, se criaria condições para redução da taxa juros doméstica, criando um círculo virtuoso que causaria uma redução na própria relação DLSP/PIB.

Uma crítica que pode ser feita ao regime de metas de superávit em conta-corrente do governo é que o mesmo poria em risco a autonomia operacional da autoridade monetária. Com efeito, se pressões inflacionárias requererem um aumento da taxa de juros para se manter a inflação dentro das metas estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional, então a existência de uma meta de superávit em conta-corrente do governo, num contexto de rigidez dos gastos de consumo e de custeio do governo, poderia impedir a autoridade monetária de executar o aumento da taxa de juros para atender a meta inflacionária. Esse risco existe, mas pode ser substancialmente reduzido. Em primeiro lugar, tal como no regime de metas de inflação, deve-se definir uma banda de variação para a meta de superávit em conta-corrente do governo. Essa banda de variação não só daria espaço para acomodar eventuais erros de previsão quanto a receita do setor público, como ainda daria algum espaço de manobra para acomodar aumentos de taxa de juros, se e quando os mesmos forem necessários. Isso posto, propomos a adoção de uma meta de superávit em conta-corrente do

---

<sup>16</sup> Neste sentido, além do controle de gastos de custeio, seria necessária a imposição de alguma regra que limite o aumento nas despesas com salários dos funcionários.

governo de 4 a 5% do PIB a partir de 2011<sup>17</sup>. A banda de variação pode ser fixada, inicialmente, em 0,5% do PIB para mais ou para menos.

No que se refere ao segundo ponto, devemos ressaltar que a mudança no regime de política fiscal exige uma flexibilização do regime de metas de inflação (RMI). Como já foi dito anteriormente, existem fortes evidências de que o RMI no Brasil é extremamente rígido, o que faz com que o Banco Central tenha que “sobre-reagir” a choques de oferta por intermédio de elevações significativas da taxa de juros. Dessa forma, a flexibilização do regime de metas de inflação irá atuar no sentido de reduzir a magnitude das variações requeridas da taxa de juros para manter a inflação em conformidade com a meta definida pelo Conselho Monetário Nacional.

Devemos ressaltar ainda que no novo modelo macroeconômico, o Conselho Monetário Nacional passaria a desempenhar um papel importante na *coordenação entre a política monetária e fiscal*. Com efeito, O CMN teria como atribuição a fixação tanto da meta de inflação como da meta de superávit em conta-corrente. Neste caso, deve-se evitar a adoção de metas de inflação muito ambiciosas e inadequadas para as características estruturais da economia brasileira, o que poderia requerer a necessidade de superávits em conta-corrente do governo e/ou taxa de juros muitos elevados<sup>18</sup>. Essa coordenação entre as políticas monetária e fiscal feitas no âmbito do CMN irá atuar no sentido de reduzir a dosagem de juros necessária para manter a inflação dentro da meta, reduzindo assim o custo da política desinflacionaria para o crescimento econômico de longo-prazo.

Para garantir a manutenção da taxa real efetiva de câmbio num patamar competitivo a médio e longo-prazo, propomos a criação de um Fundo de Estabilização Cambial, com recursos fornecidos pelo Tesouro Nacional na forma de títulos da dívida pública, com **um aporte inicial de capital de R\$ 300 bilhões** (aproximadamente US\$ 180 bilhões, a taxa de câmbio de setembro de 2009)<sup>19</sup>. O Fundo de Estabilização Cambial deverá atuar como um *market-maker* no mercado de câmbio, adquirindo moeda estrangeira toda a vez que a taxa de câmbio se apreciar de maneira persistente com respeito ao valor estimado da taxa real de câmbio de equilíbrio; e vendendo moeda estrangeira toda a vez que a taxa de câmbio se apreciar de forma persistente com respeito ao valor de equilíbrio dessa taxa. Deve-se ressaltar que não haveria nenhuma incompatibilidade entre a administração da

---

<sup>17</sup> A magnitude de tal superávit iria depender evidentemente do nível da taxa de juros reais e da taxa de crescimento do PIB do país. Ela teria que ser inicialmente relativamente elevada por conta da política de maior intervenção na taxa de câmbio (ver a seguir).

<sup>18</sup> Padilha (2007) estima com base em amostra de 55 países em 1990-2004 que a “taxa mínima de inflação” – ou seja, aquela que não é prejudicial ao crescimento – é igual a 5,1% a.a. em países emergentes e 2,1% a.a. em países desenvolvidos.

<sup>19</sup> Deve-se observar que a capitalização do fundo de estabilização cambial pelo Tesouro, em si mesma, não aumenta a dívida líquida do setor público, pois os recursos do Tesouro serão alocados para a compra de ativos no mesmo valor. No entanto, a existência de um diferencial positivo entre a taxa de juros interna e a taxa de juros externa irá contribuir para aumentar o déficit público; de forma que a sustentabilidade da política cambial a médio e longo-prazo irá exigir um aprofundamento do ajuste fiscal.

taxa de câmbio e a obtenção das metas de inflação, uma vez que as operações de compra e venda de moeda estrangeira seriam feitas com recursos do Tesouro Nacional, não tendo nenhum impacto sobre a base monetária. Deste modo, o BCB poderia intervir na taxa de câmbio nominal, por exemplo, comprando divisas, sem entrar em conflito com o movimento da taxa Selic por ocasião de uma inflação de demanda. Sendo assim, *o regime cambial brasileiro continuará sendo um regime de câmbio flutuante*, necessário para permitir alguma flexibilidade na absorção dos choques externos, mas no qual o governo possui um papel importante como demandante e/ou ofertante de moeda estrangeira. Teríamos assim uma espécie de *regime de câmbio flutuante administrado*, no qual o BCB busca evitar a volatilidade excessiva de curto prazo da taxa de câmbio nominal e, ao mesmo tempo, procura influenciar a trajetória intertemporal da taxa de câmbio real, de modo que esta não fique desalinhada, ou seja, situando-se próxima da “taxa de câmbio de equilíbrio da economia”<sup>20</sup>.

Como elemento secundário na tarefa de administração da taxa de câmbio, deve-se adotar controles a entrada e/ou a saída de capitais do país. A natureza dos controles será definida a partir do ciclo de liquidez prevalente na economia mundial. Em momentos de elevada liquidez internacional, nos quais ocorram grandes fluxos de capitais em direção aos países emergentes, o Conselho Monetário Nacional deverá impor controles a entrada de capitais no país na forma de requerimento não-remunerado de depósitos sobre o ingresso de capitais no Brasil. Uma observação importante sobre os *controles a entrada de capitais é que os mesmos deverão ser abrangentes para que seja garantida a efetividade dos mesmos*. Isso porque, dada a característica de fungibilidade do capital, a imposição de controles sobre uma forma específica das entradas de capitais no Brasil (por exemplo, renda fixa) fará apenas com que o sistema financeiro brasileiro, altamente sofisticado, descubra formas de burlar os controles, disfarçando a entrada de capitais para investimento em renda fixa como operações para aplicação em renda variável. **Já nos momentos de crise de liquidez internacional, o CMN deverá avaliar a conveniência de adoção de controles temporários à saída de capitais do país de forma a limitar a fuga de capitais para o exterior, facilitando assim a estabilização da taxa de câmbio.**

Por fim, deve-se ressaltar que nesta estratégia de política macroeconômica não há incompatibilidade entre crescimento puxado pelas exportações e crescimento puxado pelo mercado interno. Embora se tenha o propósito de aumentar a inserção da economia brasileira no comércio internacional, não se objetiva aqui a fazer do Brasil uma “nova China”, mas sim permitir uma

---

<sup>20</sup> Por exemplo, o BCB poderia usar um sistema de banda de monitoramento, que tem como referência uma “taxa de câmbio efetiva real neutra” (estimativa oficial e anunciada da taxa de câmbio de equilíbrio), usando uma banda de flutuação no qual ele pode intervir quanto a taxa tiver ultrapassado o intervalo, mas sem que o BCB tenha uma obrigação de defender a margem estabelecida. Ver, a respeito, Paula *et al* (2008).

maior diversificação (e crescimento) das exportações de modo a evitar problemas relacionados a restrição externa a um crescimento econômico maior e sustentado, que tem sido típico em várias economias emergentes especializadas na exportação de produtos de menor valor agregado. O mercado interno deve continuar a ser o “motor” do crescimento brasileiro, sendo estimulado pelos efeitos multiplicadores de renda do próprio crescimento, somado a políticas sociais inclusivas, tais como bolsa-família, aumento gradual no salário mínimo, investimentos e gastos na área social (educação, saúde etc.), etc. A longo prazo, uma combinação entre uma taxa de câmbio mais competitiva com políticas industriais voltadas para exportação poderia estimular o desenvolvimento de uma economia com maior conteúdo tecnológico, promovendo a criação de empregos com mais alta remuneração, o que evidentemente irá requerer uma maior qualificação da mão-de-obra.

#### **4 – Comentários Finais**

Ao longo deste documento foram delineadas as linhas gerais de uma Agenda Novo-Desenvolvimentista para o crescimento sustentado da economia brasileira com estabilidade de preços e equidade social. Essa agenda mostra a necessidade de se realizar uma série de *reformas macroeconômicas* para que a economia brasileira possa retomar a sua trajetória de desenvolvimento após 25 anos de semi-estagnação. Essas reformas macroeconômicas envolvem a flexibilização do regime de metas de inflação, a mudança do regime de política fiscal em direção a um sistema baseado na obtenção de metas de superávit em conta-corrente do governo, a adoção de uma política de administração da taxa de câmbio por intermédio da constituição de um fundo de estabilização cambial, financiado pelo Tesouro Nacional, e uma reforma geral do sistema financeiro o que envolve uma mudança nas regras de remuneração dos depósitos de poupança, das políticas de administração dos fundos de investimento e dos fundos de pensão. Para facilitar a tarefa de administração da taxa de câmbio, devem ser introduzidos controles abrangentes a entrada de capitais no Brasil. Tais políticas, voltadas para criação de um ambiente que favoreça um crescimento sustentado da economia brasileira deve ser acompanhada de políticas sociais – abrangentes e focalizadas – que estimulem a maior inclusão social do desenvolvimento. Este é o desafio das políticas de governo.

#### **Referências Bibliográficas:**

- Arestis, P., Paula, L.F. e Ferrari-Filho, F. (2009). “A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil”. *Economia e Sociedade*, v.18, n.1, p.1-30
- Barbosa, F. H. (2006) “The Contagion Effect of Public Debt on Monetary Policy: the brazilian experience”. *Brazilian Journal of Political Economy*, v. 26, n.2, p. 231-238.

- Barbosa-Filho, N.H. (2008), “Inflation Targeting in Brazil, *International Review of Applied Economics*, v,22, n.2, p. 187-200.
- Bielschowsky, R. (1988). *Pensamento Econômico Brasileiro: o ciclo ideológico do desenvolvimentismo*, Rio de Janeiro: IPEA.
- Bresser-Pereira, L.C. (2006). “O Novo-desenvolvimentismo e a ortodoxia convencional”. *São Paulo em Perspectiva*, v. 20, n.3, p.5-24.
- Bresser-Pereira, L.C. e Nakano, Y. (2004). “Crescimento econômico com poupança externa?”. In Ferrari Filho, F. e Paula, L.F. (org.). *Globalização Financeira: Ensaios de Macroeconomia Aberta*. Petrópolis: Vozes.
- Fanjnzylber, F. (1989). *Industrialización en America Latina: de la “caja negra” al “casillero vacío”*. Santiago del Chile: CEPAL.
- Modenesi, A.M. (2008), “Convenção e inércia na taxa Selic: uma estimativa da função de reação do BCB (2000-2007)”, *Anais do I Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira*, IE/UNICAMP, Campinas.
- Oreiro, J.L; Paula, L.F; Squeff, G. (2009). “Flexibilização do regime de metas de inflação em países emergentes: uma abordagem pós-keynesiana”. In Oreiro, J.L., Paula, L.F. e Sobreira, R. (org.). *Política Monetária, Bancos Centrais e Metas de Inflação: teoria e experiência brasileira*. FGV Editora: Rio de Janeiro.
- Oreiro, J.L. (2009). “Apreciação Cambial, Crescimento de Longo-Prazo, Controles de Capitais e Doença Holandesa: análise e propostas para o caso brasileiro”. *Revista de Conjuntura*, Ano IX, n. 38, Abril/Junho, Brasília.
- Oreiro, J.L; Paula, L.F; Sobreira, R.S (2009). *Política Monetária, Bancos Centrais e Metas de Inflação: teoria e experiência brasileira*. FGV Editora: Rio de Janeiro.
- Oreiro, J.L; Punzo, L; Araújo, E; Squeff, G. (2009). “Macroeconomic Constraints to Growth of Brazilian Economy: Diagnosis and some policy proposals”. Texto para Discussão. Universidade de Brasília.
- Padilha, R. (2007). Padilha, R. *Metas de inflação: experiência e questões para os países em desenvolvimento*. Dissertação de mestrado. Curitiba, UFPR
- Paula, L.F., Pires, M.C.C. e Meyer, T.R. (2008). “Regime cambial, taxa de câmbio e estabilidade macroeconômica no Brasil”. Paper apresentado no 5º Fórum de Economia da EE-SP/FGV, realizado em 15-16 de setembro de 2008.
- Paula, L.F. (2009). “Desenvolvimentismo revisitado”. *Revista de Conjuntura*, Ano IX, N. 38, Abril/Junho, Brasília.
- Sicsú, J; Paula, L.F; Michel, R. (2007). Porque novo-desenvolvimentismo? *Revista de Economia Política*, v.27 n.4, p. 507-524.
- Silva, A.M. e Pires, M.C. (2006). “Dívida pública, poupança em conta corrente do governo e superávit primário: uma análise de sustentabilidade”. *Texto para Discussão IPEA* n. 1196, junho.
- Stiglitz, J. (1999). “More instruments and broader goals: moving toward the Post-Washington consensus”. *Revista de Economia Política*, v.19, n.1, p.94-120, jan./mar.
- Williamson, J. (1990). “The Progress of Policy Reform in Latin America”. In: Williamson, J. (org.). *Latin America Adjustment: how much has happened?*. Washington Institute for International Economics.