

## **Política Macroeconômica, crescimento e distribuição de renda na Economia Brasileira dos anos 2000\***

Franklin Serrano\*\*  
Ricardo Summa\*\*\*

### **Resumo**

O presente artigo avalia o crescimento e a distribuição da renda na Economia Brasileira nos anos 2000, mostrando que a melhora dos indicadores macroeconômicos resulta da interação entre grandes mudanças nas condições externas com as quais a economia brasileira se defrontava (desde 2003) e pequenas mudanças na orientação da política econômica doméstica (desde 2005). Além disso, avalia os limites, pelo lado da competitividade externa e da sustentabilidade do Balanço de Pagamentos, desse tipo de modelo de crescimento com a manutenção do atual sistema de metas de inflação. Por fim, propõe algumas alternativas de política, mostrando que mais do que meras visões diferentes sobre o funcionamento da economia, elas dizem também respeito a resultados diferentes em termos de distribuição funcional da renda.

**Palavras-chave: Economia Brasileira, Sistema de Metas de Inflação; Crescimento e Distribuição da Renda.**

### **Abstract**

In the paper we evaluate the growth and income distribution in the Brazilian Economy in the 2000s, showing that the improvement of the macroeconomic indicators results from the interaction between major changes in external conditions with which the Brazilian economy was facing (since 2003) and small changes in orientation domestic economic policy (since 2005). We also access the limits, in terms of external competitiveness and the balance of payments sustainability, of this type of growth regime maintaining the current inflation target system. Finally, we propose some alternative policy, showing that more than mere different views on the functioning of the economy, they also concern the different results in terms of functional income distribution.

**Keywords: Brazilian Economy, Inflation Target System, Growth and Income Distribution.**

**Sessão Ordinária (iii): Crescimento e Distribuição de Renda**

---

\* Essas notas foram baseadas em diferentes apresentações feitas por um ou ambos os autores na Itália em 2010: no Centro Sraffa da Uniroma3 em junho e Fondazione Italianeuropei em Roma e na Faculdade de Ciências Políticas de Siena em Dezembro. Os autores gostariam de agradecer, porém sem implicar, todos os organizadores e participantes desses eventos e também Luiz Eduardo Melin pelas discussões proveitosas.

\*\* Professor Associado, Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Brazil. Email: franklinserrano@gmail.com

\*\*\* Professor Adjunto, Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Brazil. Email: rifsumma@yahoo.com

## **I. Introdução**

O arcabouço de política macroeconômica no Brasil é basicamente o mesmo desde 1999<sup>1</sup>. Esse arcabouço, chamado de tripé de política econômica, consiste de uma política de metas explícitas de inflação, um regime de câmbio flutuante (bem sujo), e metas específicas (e razoavelmente altas) para a relação superávit primário sobre o PIB. Porém, a despeito dos elementos de continuidade do arcabouço de políticas macroeconômicas, o desempenho da economia brasileira na primeira metade da década não foi muito impressionante (para dizer o mínimo), mas melhorou consideravelmente a partir de 2006.

O propósito deste artigo é mostrar que a interação entre grandes mudanças nas condições externas com as quais a economia brasileira se defrontava (desde 2003) e pequenas mudanças na orientação da política econômica doméstica (desde 2005) explica a melhora no controle inflacionário, a recuperação de taxas de crescimento do PIB mais satisfatórias e a melhora na distribuição de renda e redução de pobreza na segunda metade da década. A mudança na orientação de política econômica explica a contração relativamente moderada e a forte e rápida recuperação da economia depois que a crise mundial atingiu o Brasil no fim de 2008.

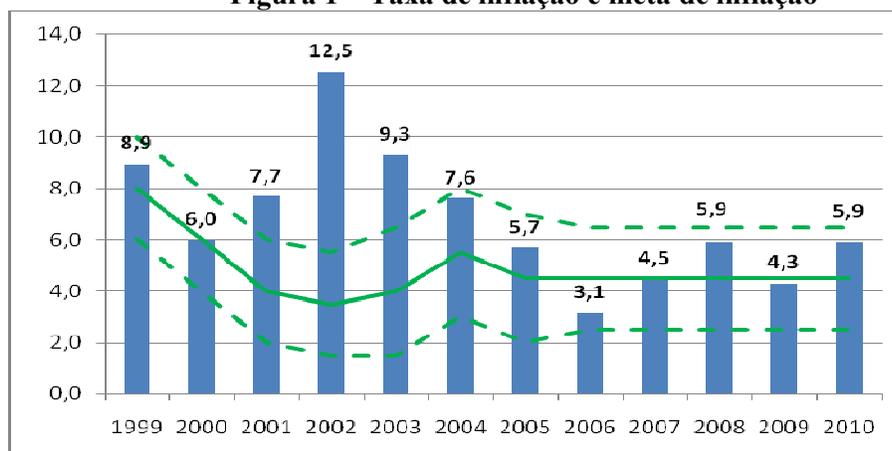
Nas próximas três seções discutiremos brevemente e respectivamente, a performance do sistema de metas de inflação brasileiro (seção II); o crescimento da economia (seção III); e mudanças na distribuição funcional e pessoal da renda e redução da pobreza (seção IV). Uma discussão sobre as dificuldades que a economia brasileira enfrentará em 2010 é feita na seção (V), seguida por uma rápida discussão de alternativas de política (seção VI) e considerações finais (VII).

## **II. Taxa de juros, taxa de câmbio e o Sistema de Metas de Inflação no Brasil**

O Sistema de Metas de Inflação no Brasil foi instituído em meados de 1999 e estabelece que a Autoridade Monetária deva perseguir um único objetivo, o controle da inflação, que deve permanecer dentro de um intervalo pré-definido no ano calendário. No Brasil, a meta de inflação não foi atingida nos anos de 2001 a 2003, como mostrado na Figura 1 abaixo, (e foi atingida em 1999 e 2004 apenas depois de haver uma revisão da meta durante o ano). Mas desde 2004 o governo tem mantido a inflação dentro da meta com sucesso (mesmo no ano turbulento de 2008, quando a inflação chegou bem próxima do limite superior da banda aceitável).

---

<sup>1</sup> Isso ocorreu na administração do Fernando Henrique Cardoso. O Presidente Lula tomou posse de seu primeiro mandato em Janeiro de 2003 e seu segundo mandato iniciou em Janeiro de 2007. Seu Ministro da Fazenda foi substituído no fim de março de 2006, mas não houve nenhuma mudança no Banco Central durante os dois mandatos. A Presidenta Dilma Rouseff tomou posse em Janeiro de 2010, tendo sido Ministra Chefe da Casa Civil desde final de junho de 2005.

**Figura 1 – Taxa de inflação e meta de inflação**

Fonte: IBGE; BCB.

Para analisar o desempenho do Sistema de Metas Inflacionarias brasileiro é necessário entender que, por uma série de razões, a taxa de inflação no Brasil não parece ter uma relação regular e definida com pressões da demanda agregada e a tendência da inflação parece estar ligada a fatores de custo.<sup>2</sup> Para ser breve, iremos expor rapidamente quatro motivos complementares para tal. Primeiro, existe um grande número de preços “monitorados” para serviços públicos e serviços privados de utilidade pública, muitos dos quais, apesar de serem *non-tradables*, são indexados contratualmente por um índice de preços em particular que é fortemente afetado pela taxa de câmbio. Segundo, no caso dos bens *tradables*, o Brasil é uma economia cada vez mais aberta na qual os produtores são na grande maioria “*price takers*” em relação ao preço mundial em dólares, que são exógenos em relação ao nível de atividade da economia brasileira.

Terceiro, a taxa de crescimento dos salários nominais médios e dos trabalhadores da indústria foi bem moderada desde 1999 e parecem ser levemente pró-cíclica, enquanto o crescimento da produtividade parece ser fortemente pró-cíclico. Isso significa que o custo unitário do trabalho tende a não ser pró-cíclico e sua tendência geralmente tem crescido menos que a inflação, pelo menos no setor industrial.

O quarto e último motivo é que existe evidência de *markups* anti-cíclicos, que aumentam quando a taxa de juros sobe, uma vez que aumentam os custos financeiros e de oportunidade do capital.<sup>3</sup> Por todos esses motivos a taxa de inflação não é muito

<sup>2</sup> É importante notar que estamos falando que o nível de inflação não é muito afetado pelas pressões de demanda, e não da **aceleração** da inflação. Durante esse período no Brasil a inércia estimada e/ou os coeficientes de expectativas inflacionários não somam um (desde que não sejam forçados), logo, mesmo que as pressões de demanda tenha algum efeito particular, deve ser sobre o nível de preços ao invés da taxa de variação destes, como requerido pelas hipóteses de neutralidade. Ver Serrano(2007) para uma análise teórica simples das principais propriedades da curva de Phillips e a resenha crítica de Summa(2010b) para a evidência de não-neutralidade na literatura econométrica brasileira. Novas evidências de não-neutralidade foram encontradas em Macrini & Summa(2011).

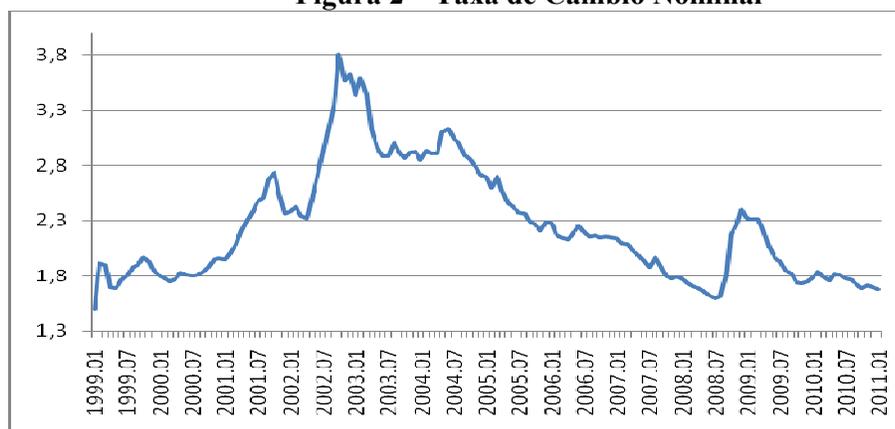
<sup>3</sup> Essa interpretação e evidência está resumida em Serrano (2010) e Serrano & Ferreira(2010). O modelo teórico formal é encontrado em Summa (2010a). Braga (2010) confirmou esses resultados econométricamente para o período até meados de 2008. Macrini & Summa (2011) com uma amostra maior até o fim de 2010 e utilizando o método de estimação das redes neurais encontraram a presença de não-linearidades. Eles confirmaram os resultados do modelo e mostraram sua robustez. Braga (2010) e Bastos & Braga (2010), entretanto, curiosamente negaram seus próprios resultados de um efeito significativo da taxa de juros sobre as margens de lucro e argumentaram que a demanda tem um efeito pequeno e significativo na inflação brasileira, quando estes não encontraram nenhum. Isso parece ter

afetada pelo grau de utilização da capacidade instalada ou pela taxa de desemprego, pelo menos de maneira sistemática.<sup>4</sup>

Isso significa, portanto, a despeito do tipo de teoria que os analistas ou mesmo os *policy makers* acreditam, e mesmo que haja um (discutível) sucesso em prever e controlar o crescimento da demanda agregada relativo ao da capacidade produtiva, no fim das contas a tendência efetiva da inflação no Brasil depende bastante das pressões de custo dos preços dos bens importados e exportáveis em dólares e da taxa de câmbio nominal, das mudanças nas regras dos preços monitorados, do impacto do rápido crescimento do salário mínimo (em termos nominais e reais) sobre alguns setores *non tradables* e intensivos em trabalho e não muito mais do que isso.<sup>5</sup>

Quando olhamos para a evolução da taxa de câmbio nominal no Brasil (Figura 2), podemos ver que existe uma tendência de desvalorização para os anos de 1999 a 2003 e desde então uma tendência para uma apreciação quase contínua até 2011. Essa tendência foi subitamente interrompida pela forte desvalorização no ano turbulento de 2008, porém foi rapidamente revertida logo em seguida.

**Figura 2 – Taxa de Câmbio Nominal**



Fonte: IPEADATA

Comparando as duas primeiras figuras podemos notar que em quase todos os anos em que a meta inflacionária foi atingida (2000, 2005, 2006, 2007, 2009 e 2010) houve uma apreciação nominal do Real.<sup>6</sup>

Os níveis de preços dos produtos brasileiros importados e exportáveis em dólares são bastante afetados pela evolução dos preços internacionais das commodities em dólares, uma vez que o Brasil é um grande importador e exportador de commodities. Dessa

---

confundido Amico & Fiorito (2010), que em um excelente artigo afirmaram incorretamente que não existe nenhum efeito da taxa de juros sobre as margens de lucro no Brasil.

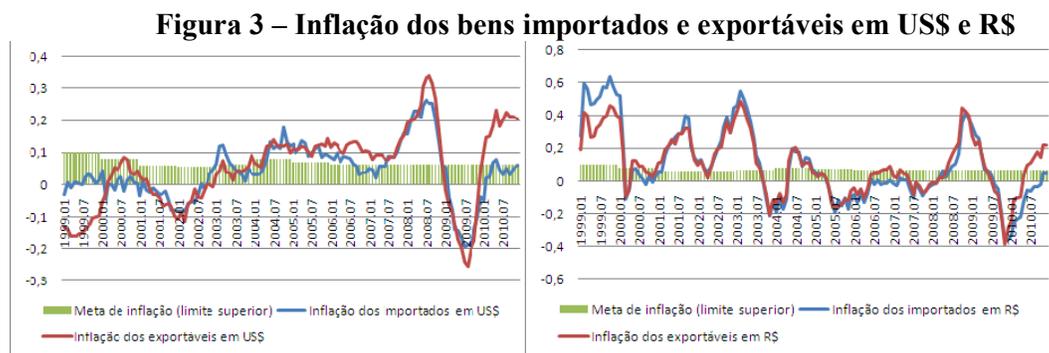
<sup>4</sup> Uma das possíveis razões para a não significância das pressões de demanda sobre a inflação pode ser que nos anos 2000 não houve nenhum episódio de graus de utilização da capacidade instalada extremamente altos ou baixos (e/ou da taxa de desemprego). Pode haver não-linearidades no sentido que o grau de utilização da capacidade instalada, quando se torna permanentemente muito alto (i.e. persistentemente acima do intervalo recentemente observado), os *markups* eventualmente se tornam pró-cíclicos acima desse ponto. Da mesma maneira, taxas de desemprego muito altas (ou muito baixas) podem mudar o poder de barganha dos trabalhadores e aumentar (diminuir) a taxa de crescimento dos salários nominais em uma velocidade muito maior do que foi observada recentemente e isso pode tornar o custo unitário do trabalho pró-cíclico.

<sup>5</sup> Para o último efeito ver Martinez & Cerqueira (2010) e Serrano(2010).

<sup>6</sup> Gostaríamos de chamar essa proposição de “lei de Barbosa” (ver Barbosa-Filho(2007)). A exceção à lei de Barbosa foram os anos de 1999 (em que o sistema começou a operar apenas no meio do ano que iniciou com uma grande desvalorização cambial) e o turbulento 2008.

maneira, preços dos produtos brasileiros importados e dos exportáveis em dólares caíram de 1999 a 2003, quando passaram a crescer de maneira rápida até o pico em 2008. Esses preços caíram rapidamente até início de 2009, quando passam a crescer novamente. Parece que a forte queda dos preços internacionais das commodities pós-meados de 2008 seguiu o aumento dos preços em Reais das importações e exportações apesar da forte desvalorização e ajudou a inflação a permanecer dentro do intervalo da meta estabelecida naquele ano.

Durante todo o período de rápido crescimento dos preços internacionais das *commodities* após 2003, parece claro que a tendência de contínua apreciação da taxa de câmbio nominal foi crucial para o funcionamento do Sistema de Metas de Inflação no Brasil. Como pode ser visto na Figura 3 abaixo, que mostra a evolução da inflação dos bens importados e exportáveis medidos em dólares e em reais, a apreciação nominal do Real transforma uma série de choques negativos de oferta depois de 2003 em uma seqüência de choques de certa forma positivos em moeda local até 2008. É importante notar que os choques de custo negativos, seja devido a uma desvalorização nominal ou aumentos nos preços em dólares dos importados e exportáveis aconteceram justamente nos anos em que a meta de inflação não foi atingida (ou mal atingida como em 1999 e 2008).



Fonte: FUNCEX, IPEADATA

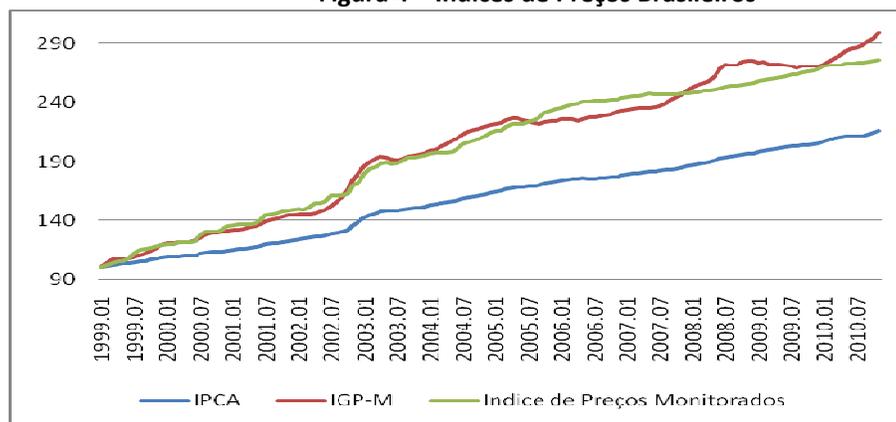
Na Figura 4 abaixo é possível ver a evolução do nível de três índices de preços desde o começo de 1999: o IPCA, que é o índice de preço utilizado para a meta inflacionária perseguida pelo BC; o Índice de Preços Monitorados e o IGP-M, que é utilizado na maioria dos contratos de reajuste dos preços monitorados. No gráfico nota-se que até meados de 2005 o Índice de Preços Monitorados parecia, no agregado, acompanhar bem de perto o IGP-M (esse índice é afetado pelos preços do atacado e dos produtores, e assim por preços *tradables*) e mais rápido que o IPCA, amplificando os efeitos inflacionários das flutuações dos preços internacionais das *commodities* em dólares e da taxa de câmbio nominal.

No gráfico é possível notar também que, após meados de 2005, existe um descolamento entre os dois últimos índices e o primeiro. Além disso, o Índice de Preços Monitorados cresce mais rápido que o IGP-M por um momento (até metade de 2006) e após isso o Índice de Preços dos Monitorados passa a crescer, em geral, mais devagar do que o IGP-M. Essa tendência parece ser o resultado de uma série de mudanças ocorridas em 2005 e 2006 nos mecanismos de indexação de alguns preços administrados ou monitorados. Por outro lado, a Petrobras assegurou uma política de manutenção de preços nominais domésticos estáveis da Gasolina e do Diesel inicialmente por conta própria, mas depois quando não era mais possível manter os preços estáveis devido ao rápido aumento do preço internacional do petróleo em 2008 o Tesouro ajudou a

moderar o aumento do preço doméstico ao diminuir temporariamente os impostos indiretos sobre os combustíveis.<sup>7</sup> Houve também uma grande mudança no arcabouço regulatório do setor de geração e distribuição de energia elétrica em 2004. Os efeitos de longo prazo destas mudanças foram de baixar o *markup* de geradoras e distribuidoras de energia elétrica e uma mudança, desde o fim de 2004, para troca da indexação dos reajustes do IGP-M para o IPCA. Ambas as mudanças contribuíram para diminuir o ritmo dos aumentos nos preços de energia elétrica.<sup>8</sup> Em 2006, novos contratos que regulavam o preço das chamadas do telefone de companhias privadas começaram a ser indexados por um novo índice relacionado ao custo do setor (com uma variável “x por cento” de fator de redução para levar em conta os ganhos com aumentos da produtividade).<sup>9</sup>

Todas essas mudanças inicialmente levaram infelizmente ao efeito temporário de prevenir uma queda ainda maior dos preços monitorados junto com o IGP-M quando a taxa de câmbio começou a apreciar rapidamente, porém, no longo prazo, isso deve ser mais do que compensado pelo menor crescimento dos preços monitorados durante o ano turbulento de 2008, que combinou um crescimento dos preços internacionais dos importados em dólar no primeiro semestre com uma desvalorização massiva da taxa de câmbio nominal no segundo semestre do ano. Dessa maneira, é claro que após 2006 o grau de indexação dos preços monitorados em geral, e com relação aos preços importados, em particular, reduziu, e as margens de lucro de monopólio desses setores parecem ter decrescido (ou pelo menos pararam de crescer).

Figura 4 – Índices de Preços Brasileiros



Fonte: IPEADATA

O comportamento tanto dos preços em dólar dos importados e exportáveis e da taxa de câmbio nominal do Brasil foi bastante afetado pela volta do rápido crescimento da economia mundial após 2003. A rápida expansão do comércio internacional subsequente, a recuperação do preço internacional das *commodities* em dólares, o aumento dos fluxos de capitais para os países emergentes e uma diminuição dos *spreads* das taxas de juros de dívida soberana dos países emergentes contribuíram para uma substancial melhora no Balanço de Pagamentos de um grande número de países em

<sup>7</sup> Ver Ferreira & Serrano(2010). Barbosa-Filho & Souza(2010) também mencionam que durante 2008 o Tesouro reduziu os impostos indiretos do trigo e seus produtos derivados, para aliviar o impacto do aumento dos preços internacionais em dólares dos alimentos em 2008.

<sup>8</sup> Por acaso, a Ministra brasileira de Minas e Energia em 2004 era Dilma Roussef.

<sup>9</sup> Sobre o impacto dessas mudanças sobre os preços monitorados, ver Martinez & Cerqueira (2010).

desenvolvimento, sobretudo em relação aos períodos difíceis das repetidas crises e instabilidades de meados dos 90 até 2002.<sup>10</sup>

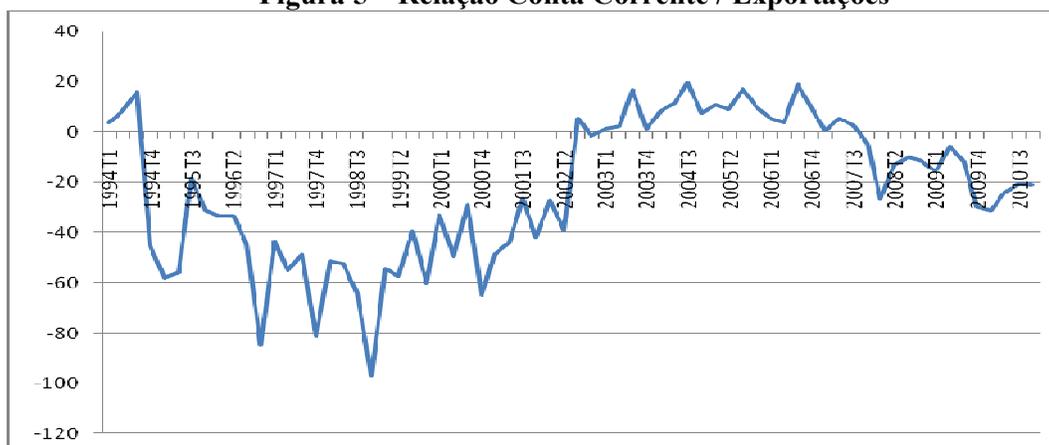
No caso do Brasil, em 2002 as políticas internas interagiram com a situação internacional na determinação da taxa de câmbio nominal. Em 2002, logo após o *default* argentino, que reduziu as linhas de crédito e aumentou os *spreads* para todos os países emergentes que tinham dívidas externas em montante relevante, o Brasil foi mais afetado proporcionalmente, em que a maioria dos analistas atribuía exclusivamente ao medo do mercado de *defaults* externos e internos no caso do candidato Lula vencer as eleições em outubro, apesar da repetida afirmação do contrário. Mas o BCB deveria receber algum crédito para o clima de instabilidade e por induzir uma fuga de capitais quando introduziu uma regra de marcação à mercado para fundos que tratavam previamente dívida pública como “capital certo”, gerando perdas aos investidores. O BC também de maneira surpreendente não tentou evitar a fuga de capitais e a abrupta desvalorização da moeda aumentando a taxa de juros nominal até que o segundo turno das eleições tivesse terminado.<sup>11</sup>

De qualquer forma, o efeito combinado da restauração de um diferencial de juros positivo e significativo e uma forte contração fiscal, que levou a uma recessão no início de 2003, e o efeito defasado positivo desta desvalorização sobre as exportações líquidas melhoraram rapidamente as contas externas brasileiras (ainda que com um grande custo em termos de produto e salários reais). Essas políticas em conjunto com a aceleração do crescimento da economia mundial, do comércio mundial e da diminuição das taxas de juros internacionais e dos *spreads* dos países emergentes melhoraram consideravelmente as condições de solvência e liquidez das obrigações externas da economia brasileira. Na figura 5 abaixo podemos ver que o déficit em conta corrente, que alcançou um pico de quase 100% das receitas de exportações no início da crise cambial de 1999, rapidamente se transformaram em superávits em conta corrente nos fins de 2003, e esses superávits foram erodindo apenas após alguns anos pelo efeito combinado do rápido crescimento doméstico com uma apreciação contínua do Real.<sup>12</sup>

<sup>10</sup> Sobre essas mudanças ver Serrano(2008), Frenkel(2010).

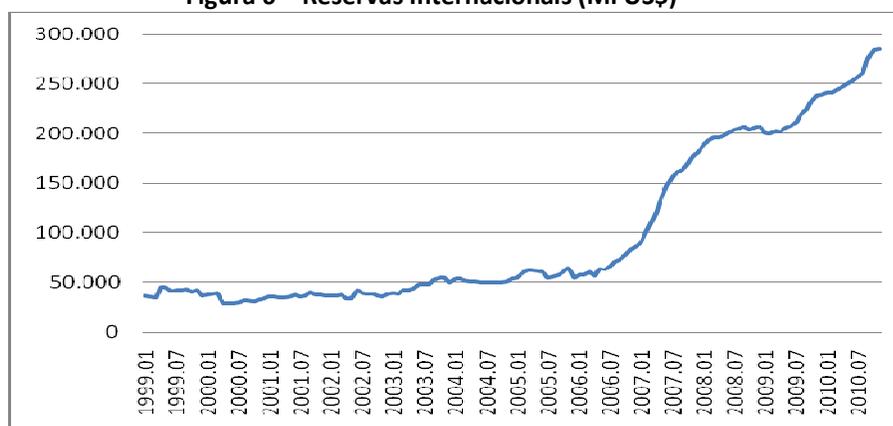
<sup>11</sup> Lula no fim das contas ganhou a eleição, porém em 22 de junho de 2002 foi publicada a famigerada “*letter to the Brazilian people*” na qual não apenas ele assegura aos mercados que iria honrar os contratos e as propriedades, manteria políticas fiscal e monetárias restritivas e também implementaria reformas neoliberais da previdência e das leis trabalhistas (por sorte, a primeira reforma foi bastante limitada e a segunda nunca aconteceu). É importante notar que nessa carta o candidato Lula menciona que “*central bank made a series of mistakes that caused financial losses*” para os investidores e ajudou os especuladores. Além disso, na figura 8 pode-se observar que esse foi o único período em que o Banco Central manteve um diferencial de juros negativo. Por fim, percebe-se que uma vez que houve uma forte alta na taxa de juros logo após o Segundo turno das eleições, a taxa de câmbio parou de desvalorizar.

<sup>12</sup> Aqui nós não utilizamos a relação usual Conta Corrente sobre o PIB por duas razões. Primeiro, devido ao fato que esta relação é afetada pela taxa de câmbio real e pode levar a interpretação errada de que a relação está baixa quando na verdade o que ocorre é que o câmbio está apreciado, uma vez que torna o PIB alto quando medido em dólares. Segundo, porque a sustentabilidade do Balanço de Pagamentos diz respeito à dívida externa em relação às exportações, e não dívida externa sobre PIB, uma vez que as divisas estrangeiras para pagar as obrigações externas são obtidas pelas exportações e não pelo nível de produção doméstica (ver Medeiros & Serrano(2004).

**Figura 5 – Relação Conta Corrente / Exportações**

Fonte: IPEADATA

As melhores condições da conta corrente e a volta dos fluxos de capitais permitiram com que o governo rapidamente pagasse em sua totalidade e se tornasse livre dos empréstimos junto ao FMI e suas exigências no fim de 2005, que reduzisse a dívida externa total e acumulasse uma quantidade massiva de reservas internacionais logo depois.

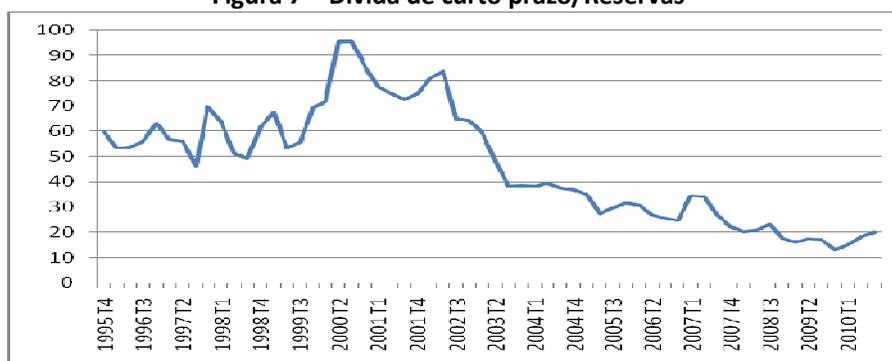
**Figura 6 – Reservas Internacionais (Mi US\$)**

Fonte: IPEADATA

A política de acumulação de reservas permitiu que as autoridades, mesmo em um contexto de atração de influxos de capital especulativo de curto prazo em grande montante, melhorassem a posição de liquidez internacional do país. De fato, houve uma diminuição drástica da relação entre dívida externa de curto prazo e as reservas internacionais, que havia alcançado a marca de mais de 90% na crise cambial de 1999, e que caiu para cerca de 20% em 2008.<sup>13</sup>

<sup>13</sup> Outros analistas como Prates (2010) usam outros índices de liquidez dos passivos externos que incluem, além da dívida externa de curto prazo, todos os outros tipos de influxos de capitais de curto prazo, como títulos e ações de não residentes. Esses indicadores não melhoraram muito e contam uma história bem diferente. Entretanto, é importante frisar que em um regime de câmbio flutuante, faz uma grande diferença se os influxos de capitais têm que ser pagos na divisa estrangeira (dívida) ou não (fluxos

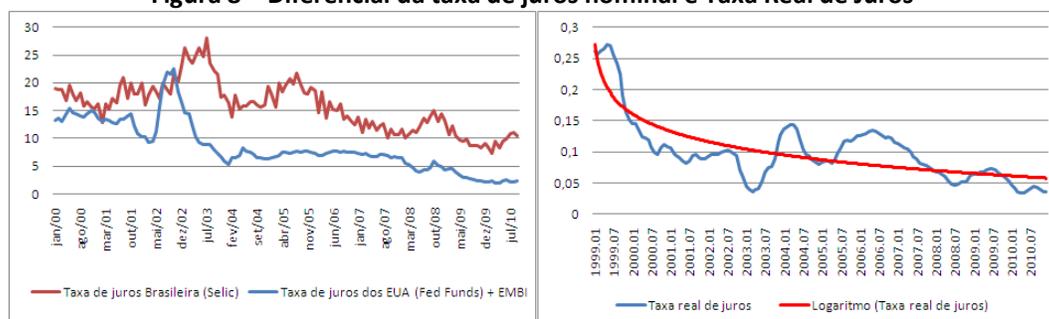
Figura 7 – Dívida de curto prazo/Reservas



Fonte: IPEADATA

Embora oficialmente o Brasil opere um sistema de câmbio flutuante, é mais que óbvio ao olhar para a acumulação massiva de reservas internacionais e também para a política de juros do Banco Central que a flutuação cambial é extremamente “suja” e que o processo de apreciação cambial quase contínuo foi afetado sobremaneira pelos altos diferenciais de juros<sup>14</sup> praticados pelo Banco Central do Brasil.<sup>15</sup>

Figura 8 – Diferencial da taxa de juros nominal e Taxa Real de Juros



Fonte: Carlos Bastos; IPEADATA.

Assim, o SMI no Brasil funciona da seguinte maneira: se a inflação é esperada subir acima do limite superior da meta, devido, por exemplo, a um aumento dos preços internacionais das commodities que gere uma pressão de custo nos preços domésticos, o BC aumenta a taxa de juros declarando haver evidências de “excesso de demanda” e/ou “deterioração das expectativas inflacionárias”. Se de fato o BC está realmente vendo

de portfólio). No ultimo caso, são os não residentes que ficam com o risco cambial, logo o valor desses passivos podem ser erodidos por uma desvalorização cambial. Mais além, não parece correto para nós pensar que o estoque de passivos externos de portfólio é um bom indicador de quanto dinheiro poderia querer sair do país e pressionar a taxa de câmbio (ou as reservas) uma vez que com livre mobilidade de capitais nada previne a fuga de capitais por residentes. Nesse tipo de regime, bancos locais e agentes podem facilmente (criar se for preciso e) enviar dinheiro para o exterior sempre que parecer lucrativo fazê-lo.

<sup>14</sup> Comparando a figura do diferencial de juros com a evolução da taxa de câmbio nominal fica claro que um diferencial de juros positivo tende a causar uma taxa de variação positiva da taxa de câmbio nominal, i.e., uma contínua apreciação ao invés de uma apreciação do tipo “once and for all” (Para uma discussão teórica desse efeito ver Summa(2010a)).

<sup>15</sup> Em Dib(2010) encontramos evidência econométrica de que, de maneira não surpreendente, as intervenções do governo no mercado de câmbio para moderar a apreciação tendem a ser muito mais fracas e esparsas quando a inflação está saindo do controle, acima do intervalo da meta.

isso, acredita nisso, ou não, é algo imaterial. O que importa é que o BC aumenta a taxa de juros nominal. A taxa de juros nominal mais alta aumenta o diferencial de juros e aumenta a velocidade de apreciação da taxa de câmbio, e assim transforma o que era um choque negativo em dólares americanos em um choque positivo em Reais.

De maneira ainda mais geral, qualquer que seja a causa do aumento inicial da inflação, como más colheitas domésticas ou algum aumento em impostos indiretos, um aumento nos juros levará rapidamente a uma apreciação cambial, contrabalaneando com um choque antiinflacionário.

É importante notar que, ao contrario da evidência empírica, existe um vasto consenso no Brasil que acredita que o que de fato acontece é que um aumento dos juros após um choque de oferta inflacionário, doméstico ou internacional, gera um choque de demanda negativo que previne as firmas de repassarem o aumento nos custos para seus preços. Esta interpretação comum não pode ser correta por três razões. Primeiro, no caso de um choque externo, o impacto da taxa de juros sobre o câmbio geralmente reverte o choque, então no fim da contas não há nenhum choque negativo para ser repassado para os preços. Em segundo lugar, no caso de um choque doméstico, como uma má colheita ou aumento de impostos indiretos, novamente a apreciação cambial após a alta na taxa de juros produzirá um choque positivo simultâneo e diminuirá o preço dos bens *tradables* na moeda doméstica. Novamente, não haverá nenhum choque líquido para ser moderado pela contração da demanda. Por fim, mesmo quando por algum motivo exógeno a taxa de juros mais alta não cause uma apreciação cambial, a idéia de moderar o *passthrough* dos choques de oferta requer o funcionamento de um canal crucial. Para que o repasse dos custos seja contido, é óbvio que o custo unitário do trabalho e/ou as margens de lucro devem ser suficientemente pró-cíclicas, exatamente a condição que nós **não** encontramos nos dados brasileiros. Talvez não seja uma coincidência que quando, devido, por exemplo, a uma forte redução no fluxo internacional de capitais para os países emergentes, o aumento na taxa de juros brasileira não vem junto com uma apreciação nominal do câmbio, não é possível atingir a meta estabelecida de inflação.

Assim, o SMI brasileiro, no qual a taxa de juros é usada para controlar a inflação, funciona de fato diretamente pela via do canal de custo da taxa de câmbio.<sup>16</sup>

### III. Política Macroeconômica e crescimento econômico

Quando observamos o crescimento econômico dos anos 2000, notamos claramente que até (e incluindo) o ano de 2003 as taxas de crescimento eram muito baixas, e logo depois elas começaram a crescer. Inicialmente, a expansão foi liderada pelo *boom* de exportações e as taxas de crescimento do PIB não aumentaram tanto<sup>17</sup>, mas a partir de 2006 o crescimento das exportações perde influência e o mercado interno começa a crescer mais rápido, devido a uma política macroeconômica mais expansionista. A economia é atingida pela crise mundial de 2008 e passa três trimestres com crescimento negativo, mas se recupera rapidamente no fim de 2009, o que leva a uma queda de apenas 0.65 por cento do PIB nesse ano. O rápido crescimento do PIB em 2010 foi de

<sup>16</sup> Nota-se com relação ao canal de demanda da taxa de câmbio da política monetária que uma taxa de juros mais alta levaria a uma apreciação cambial, e diminuiria as exportações líquidas e a demanda agregada. No Brasil esse canal específico não funciona uma vez que os efeitos distributivos de uma taxa de câmbio apreciada tem sido de aumentar os salários reais e consumo em montante superior à redução das exportações líquidas, tanto que a demanda agregada **aumenta** quando a taxa de câmbio se aprecia.

<sup>17</sup> A impossibilidade da economia brasileira crescer mais rápido quando liderada apenas pelo rápido crescimento das exportações está bem documentada em Freitas & Dweck(2010) e Carneiro(2010).

7.5%. Isso resulta em uma média de crescimento do PIB de 4,4% no período 2004-2010, mais que o dobro dos meros 1,9 % em média para o período 1999-2003. Logo, percebe-se que não apenas as metas de inflação foram atingidas em todos os anos a partir de 2004 como também, e apesar da forte contração devido a crise mundial de 2008, o PIB cresceu muito mais rápido no segundo período.

Apesar de ter aumentado no segundo período, entretanto, o crescimento caiu drasticamente em 2005. Nesse momento o Banco Central, com medo da aceleração da inflação, aumentou as taxas de juros novamente. Em 2005, muitos analistas dentro e fora do governo defendiam a ideia de que o produto potencial ou a capacidade produtiva brasileira era basicamente exógena e não poderia crescer mais do que 3-3.5% por ano.<sup>18</sup> Dada essa crença alguns *policy makers* e analistas sugeriram que a situação externa mais confortável deveria ser usada não para acelerar o crescimento mas sim para reduzir progressivamente as metas inflacionárias.

Argumentava-se que o que era necessário para um crescimento mais rápido de longo prazo era um aumento drástico da relação superávit primário sobre o PIB de pelo menos mais 3 pontos percentuais do PIB.<sup>19</sup> Isso levaria, presumivelmente, ao diminuir consideravelmente a relação Dívida/PIB, a uma redução permanente dos *spreads* da dívida externa e a taxas de juros menores no “longo prazo”, o que levaria a um aumento considerável do investimento privado.<sup>20</sup> Com relação ao contra-argumento imediato de que era necessário aumentar o nível de investimento público, que havia caído para o embaraçoso nível de 0,3% do PIB em 2003 para os investimentos do governo federal, defendia-se que a única maneira de atingir isso seria via vultuosos cortes no consumo do governo e nas transferências sociais (incluindo aposentadorias).<sup>21</sup>

Assim, embora o aumento da inflação doméstica não tenha sido resultado do excesso de demanda agregada doméstica, mas sim devido ao aumento no ritmo de crescimento dos preços internacionais das *commodities* em dólares, o aumento na taxa de juros diminuiu a inflação ao apreciar a taxa de câmbio de maneira mais rápida do que antes. A taxa de juros mais alta também diminuiu o crescimento do crédito ao consumidor e do PIB, mas por sorte as propostas mais radicais de ajuste fiscal não foram implementadas. Dessa maneira, a visão de que algo deveria ser feito para restaurar o crescimento do mercado doméstico finalmente prevaleceu.<sup>22</sup>

<sup>18</sup> O recente debate sobre o produto potencial iniciou com Barbosa-Filho (2005). Ver também Summa & Lucas (2010)

<sup>19</sup> Essa proposta que ficou conhecida como “déficit nominal zero” foi encampada por Antonio Delfim Netto (um antigo Ministro da Fazenda dos tempos da ditadura militar) em 2005. Essa proposta de grandes cortes nos gastos do governo foi apoiada pelo então Ministro da Fazenda Antonio Pallocci (agora Ministro Chefe da Casa Civil da presidenta Dilma Rouseff). Dilma Rouseff (naquele tempo Ministra Chefe da Casa Civil do presidente Lula) foi uma das principais críticas e ajudou a derrubar essa proposta. Ela até se referiu à proposta como rudimentar em uma entrevista à imprensa.

<sup>20</sup> Existem muitos problemas teóricos e empíricos com essa popular cadeia de raciocínio. Para tornar curta uma história longa, vamos mencionar duas: 1) no mundo real os *spreads* da dívida externa de um país estão relacionados com a sustentabilidade e liquidez da dívida externa total da economia em divisas estrangeiras e não à dívida interna do governo denominada em moeda local. Assim, a única maneira que um alto superávit primário poderia realmente ajudar a diminuir os *spreads* seria causando uma recessão, e, assim, diminuindo o ritmo de crescimento das importações; 2) uma forte contração fiscal poderia reduzir o investimento privado uma vez que a demanda agregada e a utilização da capacidade cairiam expressivamente, e as firmas não constroem novas fábricas quando a demanda pelas já existentes está caindo. A queda do investimento privado significaria uma taxa de crescimento menor da capacidade produtiva no longo prazo, o oposto do que foi (e ainda é) defendido pelos apoiadores dos cortes.

<sup>21</sup> Ver Barbosa-Filho & Souza(2010) para um resumo do debate político em 2005.

<sup>22</sup> Uma grave crise política após ficar provado que houve contribuições ilegais à campanha do partido governista e a alegação de um esquema de pagamentos em troca de apoio no congresso acabou por sorte ajudando o grupo da aceleração do crescimento. Após uma complicada seqüência de eventos, a crise

Devido ao forte efeito de graus de utilização da capacidade elevados e crescimento recente da demanda final sobre o investimento privado<sup>23</sup> apenas uma expansão sustentada do mercado interno brasileiro pode aumentar tanto as taxas de crescimento do produto efetivo e do produto potencial.<sup>24</sup> Com relação ao investimento público, na prática uma redução progressiva das metas de superávit primário acabaram por acontecer e conseguiram abrir espaço no orçamento para uma recuperação inicialmente modesta do investimento público pelo governo e pelas empresas estatais (sobretudo a Petrobras) após 2007.<sup>25</sup> Essa nova prioridade em promover o crescimento econômico estava obviamente em contradição com a manutenção de um regime de metas de inflação em um período de rápido crescimento dos preços internacionais das *commodities* mas, por sorte, as melhores condições externas resolveram as contradições para o governo.

A melhora nas condições externas após 2003, em termos tanto de fluxos comerciais quanto de capitais veio juntamente com uma taxa de juros muito menor nos EUA e *spreads* significativamente menores para os “mercados emergentes” em geral, e também para o Brasil. Dessa maneira, podemos verificar que um diferencial de juros extremamente alto foi mantido mesmo com a queda progressiva da taxa real de juros ao longo do tempo, especialmente após 2006 (Figura 8).

Além da menor taxa básica de juros real, diversas medidas foram tomadas para aumentar a disponibilidade de crédito para o consumo e mais tarde para a compra de residências. Deve-se mencionar também o importante papel dos bancos públicos aumentando a disponibilidade de crédito para consumo, para o setor imobiliário e também para o investimento em geral e especialmente por evitar uma contração de crédito mais séria e uma possível crise bancária no fim e após 2008.

Em termos de política fiscal, o governo perseguiu altos superávits primários para a maior parte do período. Após 2007 houve uma redução das metas com o objetivo de permitir uma recuperação do investimento do governo federal e das empresas estatais, porém o rápido crescimento da economia e das receitas de impostos nos três primeiros trimestres de 2008 fez com que o superávit primário voltasse a crescer novamente. Os efeitos da crise internacional finalmente fez com que o governo mudasse para uma política fortemente anti-cíclica e permitisse com que o superávit primário caísse drasticamente nos trimestres subseqüentes até que se recuperasse parcialmente no final de 2009.

Por outro lado, o superávit primário efetivo não é um bom indicador da política fiscal em termos de impacto dos gastos e impostos do governo sobre a demanda agregada. Ainda que muitos economistas acreditem que uma relação positiva do superávit primário/PIB reduz necessariamente a demanda agregada porque o governo gasta menos do que arrecada, o fato é que mesmo que o governo tenha um superávit primário

---

política levou Dilma Rouseff a se tornar Ministra Chefe da Casa Civil do Governo Lula em junho de 2005, e Lula demitiu o Ministro da Fazenda Antonio Pallocci, em março de 2006.

<sup>23</sup> Ver Inhudes & Borça (2008), Freitas & Dweck(2010).

<sup>24</sup> Essa é uma interpretação heterodoxa para o fenômeno conhecido como histerese do produto. Ver Serrano(2007) para uma discussão teórica. Em 2005, um de nós estava presente em um debate público sobre produto potencial e histerese quando Nelson Barbosa apresentou seu artigo pioneiro (Barbosa-Filho(2005)) no IPEA, um centro de Pesquisa Econômica do governo que naquele período era um bastião do “*penseé unique*” neoliberal e neoclássico. No fim da discussão acalorada um pesquisador senior do IPEA aparentemente teve um lampejo e disse “Nelson, o que você está propondo é *‘give growth a chance’!*”(a citação foi dita em Inglês, *John-Lennon-style*). Barbosa mais tarde foi trabalhar no Ministério da Fazenda, onde agora ocupa o cargo de Secretário Executivo.

<sup>25</sup> A recuperação do investimento público foi o principal objetivo do PAC (Programa de Aceleração do Crescimento) lançado no início de 2007.

positivo, o efeito sobre a demanda agregada e produto pode ser positivo se o nível dos gastos do governo cresce suficientemente e o superávit primário não é muito alto. Isso ocorre porque qualquer aumento do gasto do governo tem um impacto direto e total sobre a demanda agregada e aumenta a renda agregada. O aumento nos impostos, por sua vez, simplesmente previne uma nova expansão via efeito multiplicador do consumo privado. Se houve um superávit primário positivo, isso significa que os impostos foram maiores que o aumento inicial da renda causado pelo gasto extra do governo. Isso então reduzirá a renda disponível do setor privado e o consumo privado em um montante que será maior quanto mais alta for a propensão marginal a consumir e o superávit primário. O impacto total na demanda agregada dependerá da medida em que o efeito expansionista do aumento primário dos gastos é maior ou menor que a queda do consumo privado. Estimativas recentes para o caso brasileiro mostram que o impacto do setor público sobre a demanda agregada foi geralmente negativo ou zero até 2005, quando se torna positivo após 2006, apesar dos superávits primários positivos, devido ao rápido aumento dos gastos e transferências do governo (Rodrigues & Bastos (2010)). Um fator chave para o rápido crescimento dos gastos e das transferências governamentais foi o aumento na taxa de crescimento dos salários mínimos reais, que teve um forte efeito nos salários do setor público e especialmente nos benefícios de pensões para aposentados no sistema de repartição brasileiro.

Além do impacto do aumento nos gastos do governo e das transferências sobre a demanda agregada, houve uma recuperação modesta, porém extremamente necessária do investimento público, particularmente em infra-estrutura, tanto pelo governo federal quanto pelas empresas estatais (principalmente pela Petrobras) desde 2007. (Carneiro (2010))

Essas mudanças moderadas na política macroeconômica explicam porque a taxa de crescimento da economia brasileira finalmente começou a crescer durante a metade dos 2000 após quase duas décadas de crescimento rastejante. Inicialmente, a taxa de crescimento aumentou em 2004, liderada pelo rápido crescimento das exportações, que com alguma defasagem levou a uma recuperação do consumo induzido e mais tarde do investimento privado induzido, a maior parte conectada ao setor exportador. Após alguma hesitação, o governo finalmente decidiu implementar uma política fiscal mais expansionista a partir de 2006. Isso permitiu um rápido crescimento da demanda em geral e do consumo privado em particular, que após um tempo induziu um *boom* do investimento privado mais rápido e sustentável (Carneiro(2010)).

Essa nova orientação também apareceu como uma resposta atrasada, porém decididamente pró-cíclica, à crise mundial no fim dos 2008.<sup>26</sup> Essa orientação da política ajudou o Brasil a contrair a economia relativamente menos em 2009 e se recuperar mais rapidamente que muitos países que seguiram estritamente o mesmo regime geral de política. É importante notar que a expansão não foi abortada pelo Banco Central do Brasil não por mudança de orientação política, mas principalmente devido ao fato que uma queda nas taxas de juros internacionais e nos *spreads* permitiram ao BC atingir a meta de inflação anual com uma (historicamente relativa) baixa taxa de juros

---

<sup>26</sup> Isso ocorreu após alguma hesitação inicial, uma vez que o Banco Central novamente começou a aumentar as taxas de juros em meados de 2008, mais uma vez dizendo que a inflação era resultado do excesso de demanda e não do maior *boom* de preços das *commodities* ao redor do mundo de toda a década (Araujo & Gentil(2009)). O efeito relevante na inflação foi que o aumento da taxa de juros aumentou ainda mais o diferencial de juros, permitindo uma forte e rápida apreciação cambial no período em que os *spreads* dos mercados emergentes começaram a subir. Após uma forte e súbita desvalorização cambial durante a crise, as taxas de juros foram diminuídas, mas o diferencial de juros aumentou e ajudou o processo posterior de valorização cambial.

nominal e real, uma vez que a taxa de juros em queda foi compatível com, e a maior causadora, da contínua apreciação do Real brasileiro em relação ao dólar.

Na mesma linha, durante o período de crise de 2008, a política fiscal anti-cíclica apenas foi possível devido à forte e súbita desvalorização cambial que ocorreu no meio da crise (e era necessário evitar a fuga de capitais) que foi primeiramente contrabalanceada em termos de inflação doméstica pelo colapso simultâneo dos preços internacionais em dólares das commodities. A desvalorização depois foi rapidamente revertida quando os spreads dos mercados emergentes voltaram a cair aos seus níveis pré-crise.

#### IV. Distribuição de renda e redução da pobreza

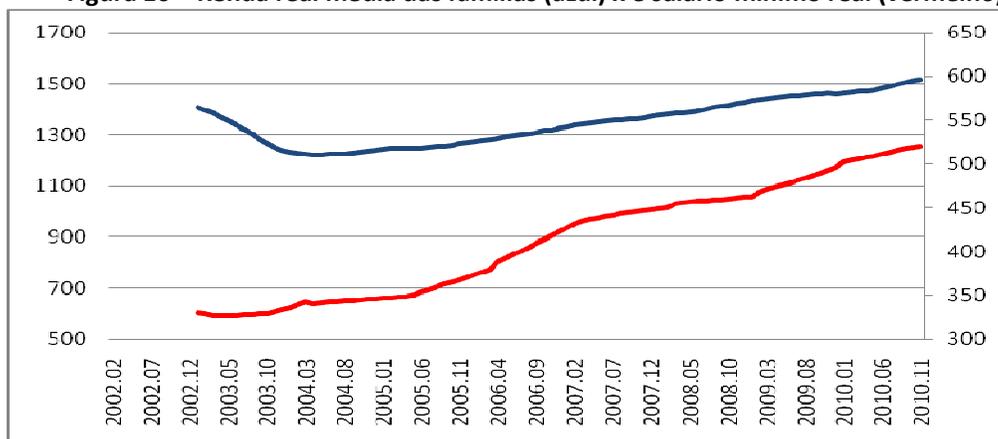
Em termos de distribuição de renda, podemos notar uma queda contínua do índice de gini (ainda que este tenha iniciado de um nível bem alto) durante todo o período. Essa aparente redução da desigualdade, entretanto, até 2004 deve ser diferenciada do que aconteceu no período seguinte. Em primeiro lugar, enquanto o índice de gini caía continuamente, a parcela salarial na renda caiu até 2004 e se recuperou lentamente a partir de 2005. Para entender esse aparente paradoxo, devemos notar que o índice de gini é calculado por pesquisas famílias que capturam praticamente apenas as rendas do trabalho (tanto formal quanto informal), subestimam drasticamente a renda recebida da propriedade e ignoram a renda retida dentro do setor empresarial.

Figura 9 – Parcela salarial e Índice de gini



Fonte: IPEADATA, IPEA

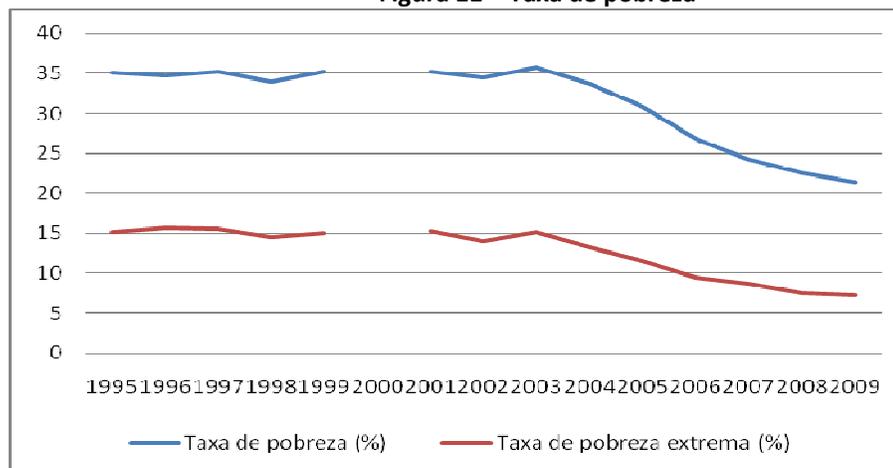
Assim, pelo menos uma parte da redução do índice de gini até 2004 deve ser explicada pelo fato que, devido ao baixo crescimento da economia, das oportunidades de emprego e da queda da parcela salarial, a renda média absoluta do trabalho, medida pela renda familiar estava caindo. Por outro lado, o salário mínimo real estava subindo. Dessa forma, parece que até 2004 a redução da desigualdade vinha em grande medida de uma queda dos salários mais altos do que do aumento dos salários dos trabalhadores mais pobres. Após 2005 a renda familiar média começa a crescer devido a salários reais médios mais altos e o crescimento mais rápido da economia e aumento dos empregos formais, e o salário mínimo real cresce de maneira ainda mais rápida, com crescimento também da parcela salarial na renda. O índice de gini continua caindo, mas não é de se surpreender que a taxa de pobreza tenha caído mais rapidamente no segundo período.

**Figura 10 – Renda real media das famílias (azul) x e salário mínimo real (vermelho)**

Fonte: IPEADATA

Aqui podemos ver também o papel crucial da melhora nas condições financeiras e de comércio internacional para a recuperação dos salários reais e da parcela salarial na renda, que parecem ser bastante influenciadas pela apreciação da taxa real de câmbio (o aumento dos salários reais em termos de bens *tradables*) e pelas taxas reais de juros mais baixas (que parecem afetar as margens de lucro ao estabelecer os custos financeiros e de oportunidade do capital para as firmas).

O resultado em termos de redução de pobreza podem ser vistos na figura 11 abaixo, onde os dados disponíveis mostram que tanto a parcela dos pobres quanto dos extremamente pobres na população eram estáveis, inclusive crescendo um pouco na recessão de 2003. A partir de 2004 as duas parcelas começam a cair, mesmo na recessão de 2009.

**Figura 11 – Taxa de pobreza**

Fonte: IPEADATA

## V. O retorno da restrição externa?

Apesar dos resultados muito melhores em termos de crescimento do produto e da distribuição da renda desde 2006, o arcabouço de política econômica atual parece se defrontar com problemas estruturais. Como foi visto, a melhora no desempenho da economia brasileira foi resultado de uma combinação de uma boa melhora nas condições externas com que a economia se defrontava com uma mudança pequena,

porém útil, em direção de uma orientação de política macroeconômica expansionista mais pragmática. Agora ambos os aspectos estão em risco.

Com relação à restrição externa, o principal problema reside no fato de que a taxa de câmbio é o único instrumento de controle inflacionário, via apreciação sistemática, e isso começa a afetar a conta corrente e a competitividade da indústria, especialmente nos setores de tecnologia mais sofisticadas. A apreciação nominal está levando a uma apreciação real da taxa de câmbio, que desde 2007 (excluindo o período de crise) está abaixo do nível de meados de 1994, quando o plano Real foi implementado e a alta inflação foi finalmente controlada.

Como resultados do processo de apreciação da taxa de câmbio real podemos citar a diminuição do saldo da Balança Comercial (crescimento das exportações é menor que seria e as importações vem crescendo rapidamente) assim como o aumento das remessas de lucros, juros e ganhos de capital, que estão levando a uma rápida deterioração da conta corrente brasileira.

Com relação à competitividade externa, estimativas mostram que o coeficiente importado aumentou na indústria manufatureira em 8.1 pontos percentuais de 1996 a 2008. O caso ainda mais drástico é o das indústrias tecnologicamente mais avançadas, como os setores "Equipamentos de Comunicação e Eletrônicos" e "Equipamentos Médicos e de Hospital, Automação Industrial e Precisão", os quais tiveram um aumento no coeficiente importado no mesmo período de 32.7 pp e 35.1 pp respectivamente. O último, por exemplo, alcançou um coeficiente importado de 65% em 2008. Isso mostra que a indústria brasileira está substituindo a produção doméstica de insumos por importados de maneira rápida (Carneiro (2010)).

Apesar destas tendências, a indústria brasileira não enfrentou conseqüências ainda mais severas porque o mercado interno cresceu muito rápido, assim como as exportações de bens manufaturados (inclusive bens de capital) para mercados emergentes como os países membros do Mercosul e de bens da indústria extrativa e mineração (que reduziram o coeficiente importado) para o mercado mundial.

Alguns analistas minimizam os riscos do aumento do déficit em conta corrente devido à prévia acumulação de reservas internacionais e a esperança disseminada que o Brasil em poucos anos se tornará um grande exportador de petróleo (explorando as reservas recentemente descobertas das camadas profundas do "Pré-sal"). Mas o fato é que desde o fim de 2009 o influxo de investimento estrangeiro direto não tem sido suficiente para contrabalancear o déficit em conta corrente, e a contínua acumulação de reservas vem dependendo da entrada de fluxos de capitais de curto prazo (SOBEET (2010)).

## VI. Alternativas de Política

Alguns (mas certamente nem todos) desses problemas de competitividade poderiam ser mitigados por uma forte desvalorização cambial. Isso provavelmente traria um impacto inflacionário, pelo menos de curto prazo, e poderia levar a uma queda permanente no salário real.<sup>27</sup> Esse efeito distributivo negativo traria ainda conseqüências negativas para o crescimento do consumo e da demanda efetiva como um todo apesar de seus possíveis efeitos em reduzir substancialmente o ritmo das importações, assim como levar a uma melhora do desempenho exportador de alguns setores.

As condições objetivas da piora da situação externa são agravadas pelo estado corrente do debate de políticas públicas no Brasil, tanto dentro quanto fora do governo. A

---

<sup>27</sup> Outra característica da economia brasileira nos anos 2000 é a quase ausência de resistência do salário real, tanto que existe uma forte correlação inversa entre o nível de taxa de câmbio **nominal** (R\$ por US\$) e salário real médio (ver Serrano(2010a)).

maioria dos economistas brasileiros (incluindo a maioria daqueles que se dizem heterodoxos, Keynesianos ou até “progressistas”) não apenas estão prescrevendo uma grande desvalorização cambial sem preocupação com os impactos distributivos como também insistem no caminho de diminuir a taxa de juros real doméstica, que é necessária para pelo menos frear a tendência de continua apreciação cambial, (novamente) com uma grande contração fiscal. Isso presumivelmente poderia permitir o controle do governo sobre a taxa de crescimento da demanda agregada apesar de manter uma taxa real de juros mais baixa e controlar a inflação.

Um problema com essa percepção popular é que, como foi visto, a inflação brasileira é causada essencialmente pelos fatores de pressão de custo e, em particular, pelo aumento dos preços das *commodities* importadas e exportáveis. Uma contração fiscal certamente diminuiria o ritmo de crescimento da demanda agregada, mas precisamente porque isso não gera uma apreciação cambial não há, devemos repetir, nenhum impacto direto e sistemático na tendência inflacionária.

Apesar disso, para controlar o crescimento da demanda agregada seria muito mais eficiente e socialmente mais desejável controlar o crescimento dos gastos privados ao invés dos públicos. Afinal, não é difícil mudar rapidamente a disponibilidade do crédito ao consumidor no Brasil ao modificar os *spreads* dos bancos estatais comerciais, aumentando os depósitos compulsórios de reserva (que agem como um imposto sobre os bancos e aumentam seus *spreads* e suas taxas de empréstimos), e especialmente reduzindo o número de prestações de certos tipos de operação de crédito (tipicamente o financiamento de bens duráveis). Essas medidas são socialmente mais aceitáveis que o corte de investimento público, de pensões de aposentadoria, outras transferências sociais ou salário mínimo (ou salários dos servidores públicos em geral). E o controle do crédito de fato é muito mais direto e efetivo em termos de controle do crescimento da demanda do que o aumento da taxa básica de juros, ainda que a última seja muito mais efetiva no controle da inflação precisamente devido aos seus efeitos sobre o câmbio nominal.

A maneira mais segura de tentar diminuir a tendência de apreciação da taxa de câmbio é diminuindo a taxa básica de juros e/ou taxando a entrada de fluxos de capitais, sendo que a primeira é muito mais simples e eficiente que a última. E ainda por cima um diferencial de juros igual a zero eliminaria também o custo fiscal de acumular uma grande quantidade de reservas.

Se o governo quiser realmente não depender tanto da taxa de câmbio para controlar a inflação, poderia ser mais sensível em fazer mais progressos diminuindo o grau de indexação e/ou margens de lucros excessivas dos serviços de utilidade pública privatizados, bem como fazer mais uso de instrumentos fiscais para enfrentar a inflação de custo das *commodities* importadas e exportáveis. Essa última proposta poderia ser feita ao diminuir temporariamente os impostos de importações dos bens básicos cujos preços são muito voláteis e que estejam visivelmente crescendo demais, como o Brasil já fez com a gasolina, o óleo diesel e com os preços do trigo em 2008. Ao mesmo tempo, as exportações de alguns bens básicos poderiam ser taxadas quando seu preço em dólares aumentasse muito em um período curto de tempo, para prevenir com que esses aumentos fossem repassados para os produtos domésticos.

Se for necessário uma forte desvalorização cambial para restaurar a competitividade externa, a diminuição seletiva de impostos de importação e aumentos nos de exportação mencionados acima devem ser altos. Isso teria o efeito positivo de mitigar o impacto negativo da desvalorização cambial sobre os salários reais. Idealmente poderia ocorrer junto com uma redução das margens de lucros e da indexação dos preços monitorados mencionados acima, assim mesmo que os salários reais caiam um pouco em termos dos

bens *tradables* isso poderia ser compensado com um aumento em relação a alguns serviços *non tradables*.

Um imposto alto para a exportação de algumas *commodities* também poderia prevenir a desvalorização cambial de aumentar ainda mais a lucratividade relativa do setor exportador de *commodities*. Isso poderia ajudar na mudança da pauta de exportações para longe da dependência excessiva das *commodities* e ao mesmo tempo proteger o setor industrial das importações excessivamente baratas.<sup>28</sup>

Uma desvalorização real da taxa de câmbio, entretanto, ainda que útil, certamente não é suficiente para restaurar a competitividade industrial. O Brasil necessita de mais investimento público em infra-estrutura para melhorar sua logística e reduzir os custos de exportação e praticar uma política industrial de avanço tecnológico em alguns setores, de preferência usando o poder de compra do governo para garantir esses resultados, uma vez que a indústria brasileira precisa bastante fazer alguma substituição de importações nos setores industriais tecnologicamente mais avançados de maneira a reduzir a tendência de crescimento do coeficiente de penetração. Essas políticas parecem ter mais externalidades positivas em termos de melhora da competitividade e da produtividade da economia do que um mero incentivo fiscal ou redução da carga tributária para firmas que são favorecidas por aqueles que propõem grandes cortes fiscais. Essas questões de política obviamente são controversas e complexas na prática, mas essa simples menção de alternativas aqui tem apenas o propósito limitado de mostrar que implícitas nas diferentes propostas de política econômica existem não apenas visões diferentes de como a economia funciona, mas também claras distinções em questões que dizem respeito à distribuição da renda.

## VII.Considerações Finais

Como foi visto, as condições externas com que a economia brasileira se defrontava melhorou subitamente e consideravelmente desde 2004. As autoridades brasileiras foram um pouco lentas para perceber isso e começar a usar o considerável espaço político que foi aberto para o crescimento por essas mudanças mesmo nos países em que o governo não estava preparado para alterar o livre movimento dos fluxos de capitais de curto prazo e queria manter o tripé convencional de política macroeconômica de metas de inflação, câmbio flutuante e altas metas de superávit primário. Mas no fim das contas o pragmatismo prevaleceu e, após 2006, a economia se moveu para uma tendência de crescimento econômico mais elevado.

A manutenção desse ritmo mais rápido de crescimento dentro do contexto de uma rápida deterioração da conta corrente demandará uma orientação de política ainda mais pragmática. O retorno ao debate brasileiro recente de propostas de política de forte contração fiscal, proposto originalmente em 2005 e cuja derrota finalmente permitiu ao Brasil retomar o crescimento após 2006, é certamente um terrível presságio.

---

<sup>28</sup> Um imposto geral sobre todas as exportações e um subsídio igual para todas as importações seria igual a uma apreciação cambial. A vantagem de desvalorizar o câmbio e depois taxar e subsidiar de maneira seletiva produtos básicos específicos em que o Brasil é tomador de preços no mercado internacional é que isso é equivalente a uma política de taxas de câmbio múltiplas. Essa poderia ser uma maneira de lidar com a “doença holandesa” sem diminuir o salário real, que Bresser Pereira (2010) parece considerar “artificialmente alto” apesar da forte tendência de declínio das parcelas salariais na renda no Brasil desde a década de 90 até meados dos 2000. Administrativamente, esse tipo de esquema poderia ser gerenciado pelo Fundo Soberano Brasileiro, de forma com que uma rápida mudança nas receitas e gastos dessas operações não interferisse nas deliberações normais do orçamento público.

## Referencias

- Amico, F.; Fiorito, A. Exchange Rate Policy, Distributive Conflict and Structural Heterogeneity. The Argentinean and Brazilian cases. Sraffa Conference, 2010
- Araujo, V.; Gentil, D. Avanços, recuos, acertos e erros: uma análise da resposta da política econômica brasileira à crise financeira internacional, XV Encontro Nacional de Economia Política, São Luis do Maranhão, 2010
- Barbosa-Filho, N. H. Estimating potential output: an analysis of the alternative methods and their applications to Brazil. Rio de Janeiro: IPEA, 2005 (Texto para discussão).
- Barbosa-Filho, N. H. Inflation targeting in Brazil: 1999–2006” disponível em [www.networkideas.org](http://www.networkideas.org), 2007.
- Barbosa-Filho, N. H.; Souza, J.A.P. A inflexão do governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda. In: SADER, E.; GARCIA, M. A (Orgs.) Brasil: entre o Passado e o Futuro. São Paulo, Boitempo, 2010.
- Bresser-Pereira, L. Globalization and Competition Cambridge: Cambridge University Press, 2010.
- Bastos, C.; Braga, J. Conflito Distributivo e Inflação no Brasil: uma aplicação ao período recente. Anais do XV Encontro Nacional de Economia, São Luis do Maranhão, 2010.
- Braga, J. O atual regime de política econômica favorece o desenvolvimento? Brasília, DF: CEPAL. Escritório no Brasil/IPEA, 2010. (Textos para Discussão CEPAL-IPEA, 16).
- Carneiro, R. Desenvolvimento brasileiro pós-crise financeira: oportunidades e riscos, Texto preparado para o 7º Fórum de Economia da FGV-SP. <http://www.ieecon.net/foco.htm>, 2010.
- Dib, D. Onde vivem as intervenções, Macro Visão– terça-feira, 20 de julho de 2010, itau-unibanco, 2010.
- Frenkel, R. Lecciones de política macroeconómica para el desarrollo, a la luz de la experiencia de la última década, CEDES, Noviembre de 2010.
- Freitas, F.; Dweck, E. Patterns of Economic Growth in the Brazilian Economy 1970-2007: demand led growth under balance payments constraints Sraffa Conference, 2010.
- Inhudes, A. Borça Jr, G. Mercado doméstico impulsiona a retomada do investimento Visão do Desenvolvimento nº 78, 24 fev 2010
- Martinez, T.; Cerqueira, V. Estrutura da inflação brasileira: determinantes e desagregação do IPCA. Seminários DIMAC, n. 363, IPEA, out. 2010.
- Prates, D. O regime cambial brasileiro de 1999 a 2008, Brasília, DF: CEPAL. Escritório no Brasil/IPEA, 2010. (Textos para Discussão CEPAL-IPEA, 12).
- Rodrigues, R.; Bastos, C. Análise Recente das Finanças Públicas e Política Fiscal no Brasil. Anais do III Encontro da Associação Keynesiana Brasileira, 2010.
- Serrano, F. ; Medeiros, C. Capital flows to emerging markets: a critical view based on the brazilian experience. In: Matias Vernengo. (Org.). Monetary Integration And Dollarization: No panacea. : Edward Elgar, 2006.
- Serrano, F.; Ferreira, S. Commodities, câmbio e inflação de custos no Brasil: 1994-2009 Versus acadêmica, v.4, 2010.
- Serrano, F. Histéresis, dinâmica inflacionaria y el supermultiplicador sraffiano”. Seminarios Sraffianos, UNLU-Grupo Luján. Colección Teoría Económica, Edicionones Cooperativas, 2007.

- Serrano, F. A economia americana, o padrão dólar flexível e a expansão mundial nos anos 2000, In: Fiori, J.L. ; Medeiros, C. ; Serrano, F. O mito do colapso do poder americano, 2008.
- Serrano, F. Taxa de juros, taxa de câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil. Revista de Economia Política, v. 30, p. 1, 2010a.
- Serrano, F. O conflito distributivo e a teoria da inflação inercial, Revista de Economia Contemporanea, 2010b
- SOBEET. Boletim Sobeet, Ano VIII - Nº 73 3 de Novembro de 2010
- Summa, R. Um modelo alternativo ao Novo Consenso para Economia Aberta. Tese de doutorado, mimeo, IE-UFRJ 2010a
- Summa, R. Uma avaliação crítica das estimativas da curva de Phillips no Brasil. In: , XV Encontro Nacional de Economia Política, São Luis do Maranhão, 2010b.
- Summa, R.; Lucas, G. Estimativa do produto potencial para a economia brasileira: algumas observações críticas. Versus acadêmica,v.5, 2010.
- Summa, R.; Macrini, L. Estimando a curva de Phillips brasileira no período do sistema de metas de inflação por redes neurais, mimeo, UFRRJ, 2011.