

Rossi, Pedro

**Working Paper**

## Regime macroeconômico e o projeto social-desenvolvimentista

Texto para Discussão, No. 2029

**Provided in Cooperation with:**

Institute of Applied Economic Research (ipea), Brasília

*Suggested Citation:* Rossi, Pedro (2015) : Regime macroeconômico e o projeto social-desenvolvimentista, Texto para Discussão, No. 2029, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), Brasília

This Version is available at:

<https://hdl.handle.net/10419/121693>

**Standard-Nutzungsbedingungen:**

Die Dokumente auf EconStor dürfen zu eigenen wissenschaftlichen Zwecken und zum Privatgebrauch gespeichert und kopiert werden.

Sie dürfen die Dokumente nicht für öffentliche oder kommerzielle Zwecke vervielfältigen, öffentlich ausstellen, öffentlich zugänglich machen, vertreiben oder anderweitig nutzen.

Sofern die Verfasser die Dokumente unter Open-Content-Lizenzen (insbesondere CC-Lizenzen) zur Verfügung gestellt haben sollten, gelten abweichend von diesen Nutzungsbedingungen die in der dort genannten Lizenz gewährten Nutzungsrechte.

**Terms of use:**

*Documents in EconStor may be saved and copied for your personal and scholarly purposes.*

*You are not to copy documents for public or commercial purposes, to exhibit the documents publicly, to make them publicly available on the internet, or to distribute or otherwise use the documents in public.*

*If the documents have been made available under an Open Content Licence (especially Creative Commons Licences), you may exercise further usage rights as specified in the indicated licence.*

# 2029

TEXTO PARA DISCUSSÃO

## REGIME MACROECONÔMICO E O PROJETO SOCIAL-DESENVOLVIMENTISTA

Pedro Rossi





# 2029

TEXTO PARA DISCUSSÃO

Brasília, janeiro de 2015

## REGIME MACROECONÔMICO E O PROJETO SOCIAL-DESENVOLVIMENTISTA<sup>1</sup>

Pedro Rossi<sup>2</sup>

---

1. Originalmente publicado no capítulo 5 do livro *Presente e futuro do desenvolvimento brasileiro*.

2. Professor do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/Unicamp). Pesquisador visitante no Programa de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD) do Ipea. *E-mail*: <pedrorossi@eco.unicamp.br>.

## Governo Federal

**Secretaria de Assuntos Estratégicos da  
Presidência da República**  
Ministro Marcelo Côrtes Neri

**ipea** Instituto de Pesquisa  
Econômica Aplicada

Fundação pública vinculada à Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

### **Presidente**

Sergei Suarez Dillon Soares

### **Diretor de Desenvolvimento Institucional**

Luiz Cezar Loureiro de Azeredo

### **Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia**

Daniel Ricardo de Castro Cerqueira

### **Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas**

Cláudio Hamilton Matos dos Santos

### **Diretor de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais**

Rogério Boueri Miranda

### **Diretora de Estudos e Políticas Setoriais de Inovação, Regulação e Infraestrutura**

Fernanda De Negri

### **Diretor de Estudos e Políticas Sociais, Substituto**

Carlos Henrique Leite Corseuil

### **Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais**

Renato Coelho Baumann das Neves

### **Chefe de Gabinete**

Bernardo Abreu de Medeiros

### **Assessor-chefe de Imprensa e Comunicação**

João Cláudio Garcia Rodrigues Lima

Ouvidoria: <http://www.ipea.gov.br/ouvidoria>

URL: <http://www.ipea.gov.br>

## Texto para Discussão

Publicação cujo objetivo é divulgar resultados de estudos direta ou indiretamente desenvolvidos pelo Ipea, os quais, por sua relevância, levam informações para profissionais especializados e estabelecem um espaço para sugestões.

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – **ipea** 2015

Texto para discussão / Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.- Brasília : Rio de Janeiro : Ipea , 1990-

ISSN 1415-4765

1. Brasil. 2. Aspectos Econômicos. 3. Aspectos Sociais.  
I. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

CDD 330.908

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade do(s) autor(es), não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou da Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

JEL: O11; O23; E50; E62.

# SUMÁRIO

---

SINOPSE

ABSTRACT

1 INTRODUÇÃO .....	7
2 REGIME MACRO E O PROJETO DE DESENVOLVIMENTO .....	9
3 REGIME MACRO BRASILEIRO: DESCRIÇÃO, PRESSUPOSTOS TEÓRICOS E AVALIAÇÃO CRÍTICA .....	14
4 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	35
REFERÊNCIAS .....	36



## SINOPSE

No debate recente sobre o modelo de crescimento brasileiro, a rigidez do tripé macroeconômico (metas de inflação, meta fiscal primária e regime de câmbio flutuante) foi apontada como responsável pela redução do crescimento econômico brasileiro e como um obstáculo ao seu desenvolvimento. No entanto, ao longo do tempo o regime macro provou ser flexível e foi objeto de alterações na forma de gestão das políticas dentro do mesmo quadro institucional, especialmente após a crise de 2008. Nesse contexto, o presente artigo tem como objetivo discutir a relação entre essa tríade de política macroeconômica e uma estratégia econômica para a economia brasileira com ênfase no desenvolvimento social. A questão de fundo é se a institucionalidade macroeconômica atual, herdada de uma perspectiva (neo)liberal do funcionamento da economia, é compatível com o aprofundamento do desenvolvimento orientado para o social, que depende de um forte papel do Estado, da distribuição de renda e da ampliação da infraestrutura social.

**Palavras-chave:** social-desenvolvimentismo; tripé macroeconômico; Estado.

## ABSTRACT

In the recent debate on the Brazilian growth model, the accuracy of the economic tripod (inflation targeting, primary fiscal target and floating exchange rate regimes) was pointed out as being responsible for the lowering of Brazilian economic growth and as a hindrance to its development. However, over time the macro regime has proved to be flexible and allowed changes in the form of management of policies, within the same institutional framework, especially after the 2008 crisis. Within this context, the present chapter aims to discuss the relationships between these macroeconomic policy fronts and a social oriented development strategy for the Brazilian economy. The background question is if the actual macroeconomic regime, inherited from an orthodox perspective, is compatible with the deepening of a social oriented development, which depends on a strong role of the State, income distribution and expansion of social infrastructure.

**Keywords:** social developmentalism; economic tripod; State.





## 1 INTRODUÇÃO

O almejado processo de desenvolvimento capaz de transformar as estruturas econômicas e sociais é compatível com o atual regime macroeconômico brasileiro? Essa é a pergunta sob a qual este capítulo se debruça.

Desde já, por desenvolvimento econômico entende-se um processo de crescimento com transformações estruturais e por desenvolvimentismo, a ideologia que prega a intervenção do Estado, o nacionalismo e a industrialização para o desenvolvimento, conforme a definição de Fonseca (2004). Nesse enquadramento conceitual, o desenvolvimento e o desenvolvimentismo podem assumir diversas faces, por exemplo, aquela que assumiu nas décadas de 1960 e 1970, quando o rápido crescimento econômico que transformou as estruturas produtivas foi acompanhado de uma piora na distribuição de renda.

O *social-desenvolvimentismo*, cujos contornos analíticos ainda estão sendo desenhados, é *desenvolvimentista* pela importância atribuída à intervenção do Estado, ao desenvolvimento das forças produtivas e à constituição de um projeto nacional. Ademais, ele é *social*, pois atribui à inclusão social o eixo principal e o objetivo último do processo de desenvolvimento (Carneiro, 2012).<sup>1</sup> Em síntese, a estratégia de desenvolvimento em questão é aquela que busca um dinamismo econômico capaz de permitir o aprofundamento do processo de distribuição de renda e de expansão da infraestrutura. Conforme desenvolvido por Bielschowsky (2012), este dinamismo econômico pode ser encontrado potencialmente em três frentes de expansão: no consumo de massas – onde a distribuição de renda assume sua característica funcional para o crescimento econômico –, na exploração dos recursos naturais e na expansão da infraestrutura produtiva e social.<sup>2</sup>

No social-desenvolvimentismo, o aspecto social é o elemento novo. Este elemento pode induzir o crescimento econômico por meio do processo de distribuição de renda que pode dinamizar o mercado de consumo doméstico, como mostrou a história recente brasileira.<sup>3</sup> Mas também por meio da expansão da infraestrutura social, que tem impacto

---

1. Sobre o social-desenvolvimentismo, ver Carneiro (2012), Bastos (2012) e Bielschowsky (2012), embora este último não faça uso desse termo.

2. Para além dos três eixos de expansão que funcionam como motores do investimento, o autor adiciona dois “turbinadores” que potencializam esses motores: a inovação tecnológica e a reativação de encadeamentos produtivos tradicionais (Bielschowsky, 2012).

3. O que constituiu uma novidade histórica e mostra ser errôneo o ditado conceituoso de que é preciso crescer para distribuir.

de curto prazo no investimento e de longo prazo na competitividade do setor produtivo ao melhorar o nível educacional, a saúde e a qualidade de vida da força de trabalho. Nesse sentido, há uma interação reforçadora entre os aspectos social e econômico do desenvolvimento com o potencial de viabilizar um processo virtuoso de crescimento.

Esse desenho conceitual que trata das fontes de dinamismo da economia brasileira serve como pano de fundo para este trabalho, cujo propósito é desenhar os contornos desejáveis do regime macroeconômico para a *agenda social-desenvolvimentista*. O regime macroeconômico é entendido como uma ferramenta auxiliar ao processo de desenvolvimento e, portanto, como parte do planejamento estratégico. Não se trata de uma discussão de políticas macroeconômicas destinadas a resolver problemas de curto prazo, mas do enquadramento institucional que dá as diretrizes para o manejo da política macro de forma a adequá-la a determinados objetivos de longo prazo.

A institucionalidade do regime macroeconômico brasileiro atual remonta a 1999, quando se constituiu o tripé: câmbio flutuante, metas de inflação e regime de meta fiscal primária. A elaboração dessa arquitetura institucional teve como pressuposto uma concepção neoliberal do papel do Estado no desenvolvimento econômico. Desenvolvimento, na concepção neoliberal, é um conceito esvaziado, entregue a um pretenso caráter natural do sistema capitalista, cuja operação livre de interferências do Estado levaria a uma alocação de recursos eficiente. Assim, a arquitetura desse regime buscou limitar a discricionariedade da atuação do Estado no manejo das políticas macro. Preconizava-se que o instrumental macroeconômico deveria ser mobilizado para a busca quase exclusiva da estabilidade de preços, identificada como condição primordial para o desenvolvimento.

No debate recente sobre o modelo de crescimento brasileiro, o rigor do tripé econômico foi apontado por diversos críticos como o responsável pelo baixo crescimento da economia brasileira e como entrave para o desenvolvimento. Entretanto, ao longo do tempo o regime macro se mostrou flexível e permitiu mudanças na forma de gestão da política macro, no mesmo quadro institucional. Principalmente após a crise de 2008, a política cambial passou a contemplar os controles de capital entre os instrumentos, a política monetária passou a considerar os choques de oferta para a decisão de política e o regime fiscal passou a considerar o uso da política fiscal anticíclica.<sup>4</sup> Resta indagar se essa

---

4. Este texto não se propõe a discutir se a política econômica realizada a partir de 2008 foi correta ou não, mas apenas avaliar as possibilidades de mudança e as formas de gestão do regime macroeconômico.

flexibilidade é suficiente para contemplar, entre outras coisas, um papel mais ativo do Estado na economia, o crescimento sustentado e as transformações estruturais inerentes ao processo de desenvolvimento econômico.

Para isso, este texto é composto de três seções, além desta introdução. Na seção 2, busca-se discutir a relação entre o regime macroeconômico e o projeto de desenvolvimento. Em especial, procura-se definir o regime macroeconômico como uma característica estrutural do projeto de desenvolvimento que condiciona o manejo da política macro. A partir disso, tem-se uma perspectiva de longo prazo do papel do regime macro no desenvolvimento e de seus objetivos estratégicos. Na seção 3, analisam-se os regimes de câmbio flutuante, de metas fiscais primárias e de metas de inflação. Três perspectivas de análise são adotadas: a primeira consiste em uma descrição dos regimes macro e de seu grau de flexibilidade para comportar a atuação discricionária do Estado na economia. A segunda trata dos pressupostos teóricos que deram origem a cada um dos regimes macro e avalia a adequação de outros paradigmas teóricos na operacionalização destes. Já na terceira perspectiva, busca-se uma análise crítica que problematiza questões associadas à operacionalização do regime, além de proposições de aprimoramento e de flexibilização da gestão dos regimes macro. Por fim, na seção 4, são apresentadas as considerações finais.

## **2 REGIME MACRO E O PROJETO DE DESENVOLVIMENTO**

Para o propósito deste texto, define-se o regime macroeconômico como o quadro institucional para a realização das políticas fiscal, monetária e cambial. A política macro aqui é restrita a estas três dimensões, que afetam diretamente os agregados macroeconômicos, como a renda e o produto, o nível de preços, o emprego, o balanço de pagamentos e os preços-chave da economia, a taxa de câmbio e a taxa de juros. Nesse sentido, para efeito desta análise, desconsideram-se outras dimensões de política, por exemplo, a política salarial ou de regulação financeira, que são extremamente importantes para a composição do ambiente macroeconômico, mas transbordam o escopo deste trabalho.

As decisões de política macroeconômica não são tomadas livremente pelos formuladores de políticas, mas dependem de instituições e, portanto, são condicionadas pelo quadro institucional. Essa institucionalidade tem como pressuposto básico estabelecer regras, limites e diretrizes para o manejo da política macro. A despeito disso,

todo regime macro tem algum grau de flexibilidade e pode dar espaço para diferentes formas de manejo da política no mesmo quadro institucional, assim como para formas distintas de interpretação das regras e diretrizes. Por exemplo, no regime de câmbio flutuante, a interpretação do papel da política cambial pode variar de acordo com o perfil do *policy maker*, ou mesmo a conjuntura com a qual ele se defronta. Da mesma forma, no regime de metas de inflação, a política monetária muda de acordo com a percepção das autoridades, que, por vezes, perseguem o centro da meta com mais rigor e, por vezes, se contentam com o uso das bandas monetárias. Essa flexibilidade confere um grau de discricionariedade à condução das políticas no âmbito do regime macroeconômico.

A política macro se distingue do regime macro pelo seu horizonte temporal mais restrito ao curto prazo e seu caráter subordinado. É no curto prazo que se elabora e se maneja a política macro que passa pela administração de conflitos como crescimento *versus* inflação, como juros altos *versus* câmbio valorizado etc. Já as diretrizes da política macro e os seus objetivos de longo prazo são definidos pelo regime macro. Por exemplo, a definição de um regime que fixa a taxa de câmbio (objetivo de longo prazo) depende do manejo da política macro (objetivo de curto prazo). Nesse sentido, a política macro está sujeita a determinadas diretrizes e aos imperativos da conjuntura, já o regime macroeconômico passa por um planejamento econômico e por uma perspectiva de longo prazo. Ele é, portanto, uma variante estrutural da política macro no sentido de condicionar a atuação do Estado como executor de políticas macroeconômicas.<sup>5</sup>

O regime macroeconômico, em um projeto neoliberal<sup>6</sup> de desenvolvimento, tem como concepção fundamental o protagonismo do mercado e a importância reduzida do papel do Estado na economia. Assim, a arquitetura desse regime busca submeter as autoridades políticas a princípios preestabelecidos que limitam a discricionariedade da atuação do Estado. Essa restrição ao papel do Estado está na origem da discussão dos regimes macroeconômicos (Lopreato, 2011). Para a teoria novoclássica, o regime macro deve submeter o Estado a um “constrangimento intertemporal” para que este não atrapalhe a dinâmica econômica que funciona harmonicamente sob as rédeas do

---

5. Nesses termos, de acordo com a definição, políticas estruturais são aquelas ligadas à definição do regime macroeconômico (metas de inflação, câmbio flutuante, meta de *superavit* fiscal) e as políticas conjunturais estão ligadas à gestão do regime (política monetária, cambial e fiscal).

6. Considera-se o termo “neoliberal” como a variante política das teorias econômica novoclássica e nekeynesiana, cujo receituário de política é essencialmente liberal.

mercado. De forma estilizada, os objetivos de um regime macroeconômico em um projeto neoliberal devem ser única e exclusivamente a estabilidade de preços e a solvência do setor público no longo prazo, de preferência com redução do gasto público ao longo do tempo para reduzir o tamanho do Estado e, assim, aumentar a eficiência na alocação de recursos.

Para um projeto social-desenvolvimentista, o desenvolvimento está pressuposto como uma intenção política, e não como uma espontaneidade advinda dos automatismos do mercado. Dessa forma, o regime macroeconômico deve ser compatível com um papel ativo do Estado na busca de um dinamismo econômico capaz de assegurar o aprofundamento do processo de distribuição de renda e de expansão da infraestrutura social. Para tanto, o Estado deve usufruir de um maior grau de discricionariedade no manejo da política macro, o que não implica dizer que não se devam estabelecer regras, limites e diretrizes para a gestão da política macroeconômica. Esses são fundamentais para que a gestão da política macroeconômica não fique restrita ao horizonte do curto prazo e possa ser conciliada com os objetivos de longo prazo de um determinado projeto desenvolvimentista.

Um aspecto importante dessa discussão é o papel do regime macroeconômico no desenvolvimento econômico. O desenvolvimento econômico depende de uma série de especificidades históricas: da evolução do padrão tecnológico, da estrutura produtiva e de comércio externo, do padrão energético, da infraestrutura de transporte, dos mecanismos de financiamento do investimento, da distribuição da renda, dos padrões de consumo, do crédito para as famílias, da estrutura do emprego, do mercado de trabalho, da economia internacional e do grau de integração comercial e financeira, da existência de constrangimentos externos etc. Enfim, o desenvolvimento é um processo complexo com diversas especificidades, e o regime macroeconômico é uma destas especificidades, que interage e influencia as demais. É, pode-se dizer, um pré-requisito ou uma condição necessária, mas não suficiente, para o desenvolvimento econômico.

Diante da complexidade do processo de desenvolvimento, o regime macro deve ser pensado estrategicamente no âmbito das demais políticas estruturais. Este estudo propõe duas tarefas fundamentais que devem guiar a concepção do regime macroeconômico em um projeto desenvolvimentista: *i*) orientar a política macro para uma atuação anticíclica; e *ii*) criar um ambiente macroeconômico favorável

ao investimento produtivo. Estas tarefas, sintetizadas no quadro 1 e descritas em seguida, devem fazer parte do planejamento do desenvolvimento e das suas frentes de expansão e, assim, se articular de forma reforçadora com outras políticas de desenvolvimento – tais como a política industrial, a política de investimento público, a política tecnológica, as políticas de infraestrutura, a política salarial etc.

QUADRO 1  
Tarefas do regime macroeconômico

1) Orientar a política macro para uma atuação anticíclica	2) Criar um ambiente macroeconômico favorável ao investimento produtivo
Pressuposto	
As flutuações cíclicas da renda e do emprego são endógenas ao sistema de produção capitalista	O regime macro condiciona a decisão dos agentes no plano micro e cria condições mais ou menos favoráveis ao investimento produtivo
Objetivos	
O regime macroeconômico deve ter a flexibilidade e os incentivos suficientes para permitir uma atuação anticíclica da política macro (fiscal, monetária e cambial), assim como administrar choques externos decorrentes de crises internacionais. As diretrizes do regime devem orientar a política macro para a <i>sustentação do crescimento econômico</i>	O regime macro deve prover <i>estabilidade macroeconômica</i> , entendida não somente como estabilidade de preços, mas também das taxas de retorno da economia (juros e lucros) e da taxa de câmbio. Dois objetivos adicionais são a busca por juros baixos e pelo câmbio competitivo. Esses tem como finalidade última o desenvolvimento do <i>financiamento de longo prazo e da competitividade sistêmica</i>

Elaboração do autor.

A primeira tarefa do regime macroeconômico desenvolvimentista é orientar a política macro para uma atuação anticíclica. O pressuposto implícito nesta tarefa é que o modo de produção capitalista tem mecanismos cíclicos endógenos e tende a gerar crises periódicas.<sup>7</sup> Essas crises são da natureza do sistema capitalista, cujas decisões de produção são feitas sob incerteza, e a realização da produção pode esbarrar na insuficiência de demanda. Esse caráter cíclico é amplificado pelo setor financeiro, que acelera a acumulação capitalista por meio do sistema de crédito e do mercado de capitais. Conforme tratado em Minsky (1986), os períodos de *boom* econômico tendem a aumentar a produção e, simultaneamente, fragilizar as estruturas financeiras, desenvolvendo as condições para uma crise futura.<sup>8</sup>

Diante disso, o regime macroeconômico deve ter a flexibilidade e os incentivos, suficientes para permitir uma atuação anticíclica da política macro. Esta atuação deve ser orientada para sustentação do crescimento econômico de forma

7. Aqui se segue a tese geral de Marx, Keynes, Schumpeter e Kalecki de que as forças de mercado não são harmônicas e a economia capitalista é inerentemente instável e tende a gerar ciclos e crises.

8. Minsky (1986, p. 172, tradução nossa): “Uma decisão de investir – de adquirir um ativo de capital – é sempre uma decisão sobre uma estrutura de endividamento”. A partir do processo de endividamento, a instabilidade econômica decorre da reversão das expectativas dos agentes e das mudanças nas condições de financiamento.

a permitir o avanço das transformações estruturais inerentes ao projeto desenvolvimentista. Para isso, a orientação do gasto público é estratégica, pois é uma fonte autônoma de demanda agregada. Ou seja, as diretrizes do regime fiscal devem contemplar o uso anticíclico dessa variável de forma a amenizar a contração periódica do gasto privado, assim como administrar choques externos decorrentes de crises internacionais.<sup>9</sup>

Segundo Terra e Ferrari Filho (2012), a política anticíclica fiscal não se restringe a uma ferramenta de última instância. Para Keynes, a constituição de estabilizadores automáticos tende a reduzir o potencial desestabilizador do ciclo econômico, cuja tarefa deve ser prevenir grandes flutuações do produto ao implementar programas estáveis e contínuos de investimento de longo prazo (Terra e Ferrari Filho, 2012). Nesse contexto, a expansão do gasto social tem o potencial de auxiliar na política anticíclica e reduzir o impacto da volatilidade do investimento privado no crescimento econômico. Dessa forma, a expansão da infraestrutura social – como os programas sociais universais de saúde, educação e previdência – tende a contribuir para a estabilidade do crescimento econômico.<sup>10</sup>

A segunda tarefa fundamental do regime macro é criar um ambiente macroeconômico favorável ao investimento produtivo. Nesse ponto, é necessário estabelecer uma ligação entre o ambiente macro e o ambiente microeconômico. A importância do primeiro decorre da forma como ele condiciona o processo de tomada de decisões dos agentes no plano micro e estabelece as macrocondições de competição que são mais ou menos favoráveis ao investimento produtivo (Coutinho, 2005). Como exemplo, o cálculo de risco e retorno de um investimento empresarial depende da influência do binômio câmbio-juros. A perspectiva de crescimento econômico sustentado é outro fator que estimula os instintos empresariais para o investimento.

Outro exemplo relevante para o caso brasileiro é o de uma política monetária caracterizada por taxas de juros altas e voláteis. No plano microeconômico, ela, por um lado, exacerba a preferência dos agentes pelas formas líquidas de riqueza em detrimento

---

9. As variáveis de câmbio e juros também devem ser mobilizadas para a atuação anticíclica, uma vez que estas alteram os parâmetros de competitividade da economia brasileira, as condições de financiamento e, não menos importante, os balanços dos agentes e, portanto, sua saúde financeira.

10. Os Estados Unidos nos anos 1950 e 1970 podem ser apontados como um exemplo histórico, em que o conjunto de estabilizadores automáticos ligados à construção do Estado de bem-estar social contribuiu para uma taxa de crescimento alta e estável nesse período.



do investimento instrumental e, por outro lado, impede o desenvolvimento do financiamento de longo prazo em bases voluntárias pelo sistema financeiro privado, ambas contribuindo para deprimir o investimento (Carneiro, 2002).

Nesse sentido, o regime macro deve prover a estabilidade macroeconômica, entendida não somente como estabilidade de preços, mas também das taxas de retorno da economia (juros e lucros) e da taxa de câmbio. A busca por uma taxa de juros baixa e por uma taxa de câmbio competitiva deve ser o objetivo adicional e voltado para permitir o desenvolvimento do financiamento de longo prazo e os ganhos de competitividade do setor produtivo. Além disso, esse ambiente macroeconômico deve igualmente favorecer a alocação da riqueza no investimento em ativos instrumentais em detrimento de ativos de alta liquidez.

Por fim, um ambiente macroeconômico positivo e estável também favorece o planejamento de longo prazo e a discussão do desenvolvimento econômico, ao contrário da instabilidade macro, que concentra esforços em agendas de estabilização que são inerentemente de curto prazo, deixando para segundo plano as transformações estruturais necessárias.

A urgência das questões conjunturais, ou a “instabilidade macroeconômica inibidora da reflexão sobre o desenvolvimento” (na feliz expressão de Ricardo Bielschowsky), características das décadas de 1980 e também de 1990, vai aos poucos cedendo espaço para reflexões de prazo mais longo, a envolver temas e opções mais estruturais, e a configurar novos alinhamentos entre autores e escolas de pensamento (Biancarelli, 2012, p. 726).

## **3 REGIME MACRO BRASILEIRO: DESCRIÇÃO, PRESSUPOSTOS TEÓRICOS E AVALIAÇÃO CRÍTICA**

### **3.1 Regime de câmbio flutuante**

#### **3.1.1 Descrição**

O regime de câmbio brasileiro pode ser classificado como flutuante a despeito das intervenções no mercado de câmbio e das demais medidas regulatórias de política cambial. Na literatura econômica não há consenso quanto à definição dos regimes de câmbio.

De acordo com a atual taxonomia do Fundo Monetário Internacional (FMI), o regime de câmbio flutuante é aquele em que a taxa de câmbio é “amplamente determinada pelo mercado”. Esta definição pressupõe um julgamento qualitativo e pode dar margem a diferentes interpretações.<sup>11</sup> Tal grau de subjetividade permite que regimes de câmbio com alto grau de atuação do governo (intervenções, controles de capitais, medidas regulatórias) possam ser classificados como flutuantes. Nesse contexto, a alegação de que o governo não segue metas explícitas para a taxa de câmbio pode bastar para classificar o regime como flutuante.

Ainda segundo o FMI (2009), uma vez identificado como flutuante, o regime de câmbio pode ser classificado como *flutuação livre*, caso não tenha havido intervenções nos últimos seis meses, com exceção de intervenções limitadas com o objetivo de resolver condições de desordens no mercado.<sup>12</sup> Portanto, o regime de flutuação livre é um subconjunto da categoria regime de câmbio flutuante.

Essa definição de regime de câmbio flutuante não é única, nem definitiva.<sup>13</sup> Em 2009, o FMI alterou sua taxonomia para atender as novas condições do sistema monetário internacional no pós-crise. Antes de 2009, a instituição classificava como *flutuação independente* o regime cambial que não fazia uso de nenhum tipo de intervenção por parte do governo e de *flutuação administrada* aquele em que as autoridades monetárias buscavam influenciar a taxa de câmbio sem um alvo específico (Haberneier *et al.*, 2009).<sup>14</sup> Para a instituição, o aumento do grau de intervenção nos regimes de câmbio no pós-crise e a recusa dos Estados nacionais em aceitar tipos mais “intervencionistas” de classificação estão na origem da mudança:

Nos anos recentes, como diversos países passaram a gerenciar ativamente a sua taxa de câmbio, muitos resistiram a uma reclassificação para flutuação administrada ou câmbio fixo. Isso trouxe importantes problemas operacionais: a distinção entre flutuação independente e flutuação

11. Os critérios para a classificação são definidos da seguinte forma pela instituição: “O comportamento observado da taxa de câmbio, complementado por informações sobre as ações de política monetária e cambial adotadas pelas autoridades dos países (designadas intervenções), permite um julgamento, para a maioria dos casos, se a taxa de câmbio é determinada principalmente pelas forças de mercado ou por ações de políticas oficiais” (Haberneier *et al.*, 2009, p. 8, tradução nossa).

12. Haberneier *et al.* (2009, p. 8): “A definição permite 3 casos de intervenção, cada um com duração inferior a 3 dias úteis. Normalmente, as condições de mercado desordenados duram apenas 1 ou 2 dias”.

13. Para Frankel (2003), o regime de flutuação administrada é aquele em que o governo intervém, mas não tem nenhuma meta explícita. Para a discussão sobre os regimes de câmbio, ver Conti (2007).

14. Nos livros e textos de economia é comum encontrar a taxonomia “flutuação suja” para este tipo de regime. Esta terminologia carrega consigo um julgamento ideológico no termo “sujo”, como se a livre flutuação fosse o regime de câmbio “limpo”.

administrada no âmbito do sistema existente de classificação se baseou excessivamente em critérios arbitrários; muitos países se opuseram à mudança para um sistema de flutuação administrada argumentando que não tem compromisso em defender um nível particular de taxa de câmbio (Haberneier *et al.*, 2009, p. 6, tradução nossa).<sup>15</sup>

### 3.1.2 Pressupostos teóricos

Em um contexto de abertura financeira, a defesa das taxas de câmbio plenamente flutuantes passa por uma hipótese fundamental, a saber, a de que os fluxos financeiros internacionais levam a taxa de câmbio necessariamente ao equilíbrio macroeconômico. Ou seja, argumenta-se que a flutuação cambial tende a estabilizar a taxa de câmbio real efetiva em um patamar de equilíbrio dos preços domésticos *vis-à-vis* os preços internacionais, e as variações da taxa de câmbio respondem a mudanças de produtividade entre as diferentes economias.<sup>16</sup>

Para Friedman (1974), um sistema de taxas de câmbio plenamente flexíveis funciona com estabilidade, e as mudanças nas taxas de câmbio ocorrem de forma automática e contínua para corrigir pequenas distorções antes do acúmulo de tensões e do desenvolvimento de crises.<sup>17</sup> Para o autor, uma alta volatilidade cambial em um sistema de câmbio flutuante só é possível quando existem instabilidades causadas por mudanças nos fundamentos ou por políticas econômicas equivocadas.

Um dos aspectos notáveis da defesa da flutuação cambial é o argumento de Friedman (1974) de que a especulação no mercado de câmbio seria estabilizadora. A defesa de Friedman da especulação se assentava em bases extremamente simples: a especulação deve ser estabilizadora para ser lucrativa, uma vez que o especulador é aquele que compra quando o preço está baixo e vende quando o preço está alto, evitando desvios do preço de equilíbrio. Dessa forma, *ceteris paribus*, a especulação reduz a frequência e a amplitude das flutuações de preços. Por seu turno, a especulação é

---

15. "As the number of countries more actively managing their exchange rate has again increased in recent years, many have resisted a reclassification as managed floats or fixed pegs. This has posed significant operational problems: the distinction between independent floating and managed floating under the existing classification system relied too heavily on judgment; and many countries have objected to a change in classification from a managed float to a fixed peg, arguing that they have no commitment to defending a particular level of the exchange rate" (Haberneier *et al.*, 2009, p. 6).

16. Na origem desses argumentos está o pressuposto que os fluxos financeiros auxiliam a convergência ao equilíbrio cambial dado pela teoria da paridade de poder de compra, que, por sua vez, pressupõe o equilíbrio intertemporal em, conta corrente.

17. Na defesa do câmbio flexível, Friedman (1974) usa o "horário de verão" como metáfora para o ajustamento da taxa de câmbio. Segundo o autor, é muito mais fácil mudar o horário que todas as pessoas individualmente adaptarem suas rotinas às condições de luz do dia, da mesma forma como é mais fácil alterar a taxa de câmbio que a estrutura de preços internos de uma economia.

desestabilizadora apenas se os especuladores estiverem perdendo dinheiro, já que para isso eles devem, na média, comprar quando o preço está alto e vender quando o preço está baixo (Friedman, 1974).

Nessa passagem, Hart e Kreps (1986) usam argumentos tão simples quanto os de Friedman para apontar com precisão um dos problemas da construção teórica desse último:

Às vezes, afirma-se que a atividade especulativa racional deve resultar em preços mais estáveis porque os especuladores compram quando os preços estão baixos e vendem quando eles são elevados. Isso é incorreto. Os especuladores compram quando as chances de valorização são altas, e vendem quando as chances são baixas (Hart e Kreps, 1986, p. 927, tradução nossa).<sup>18</sup>

Ao longo desse debate tornou-se claro que a validade da proposição da especulação estabilizadora é restrita a um modelo ideal, em que devem ser contemplados três pressupostos: *i*) o equilíbrio deve ser único; *ii*) os agentes devem ter informações suficientes para reconhecer a taxa de equilíbrio; e *iii*) os agentes devem acreditar que a taxa atual vai inevitavelmente ajustar-se para o equilíbrio (Krause, 1991, p. 45).<sup>19</sup>

Uma crítica substancial à livre flutuação cambial é proposta pela abordagem comportamental da taxa de câmbio ao negar os agentes racionais representativos.<sup>20</sup> Para essa abordagem, os agentes têm dificuldade em coletar e processar as complexas informações com as quais eles são confrontados e, por isso, usam regras simples para guiar seu comportamento.<sup>21</sup> Periodicamente, essas regras são reavaliadas, fazendo com que algumas sobrevivam e outras desapareçam, não pela irracionalidade dos agentes, mas pela complexidade do mundo em que vivem (De Grauwe e Grimalde, 2006). Esta pressuposição é observável na estratégia grafista (ou de análise técnica)

18. *"It is sometimes asserted that rational speculative activity must result in more stable prices because speculators buy when prices are low and sell when they are high. This is incorrect. Speculators buy when the chances of price appreciation are high, selling when the chances are low"* (Hart e Kreps, 1986, p. 927).

19. Segundo Kindleberger (1996, p. 31), Friedman certa vez reconheceu que a especulação estabilizadora é uma "possibilidade teórica", e não uma regra geral.

20. Mesmo considerando as expectativas racionais, há desenvolvimento teórico possível da especulação desestabilizadora, como na ideia de bolhas racionais desenvolvidas por Blanchard e Watson (1982). Esses autores reconhecem os elementos de irracionalidade no mercado, mas, a título metodológico, preferem tratar apenas dos elementos racionais da formação de bolhas: "Alguns podem objetar o nosso trato apenas bolhas racionais. Há pouca dúvida de que a maioria das grandes bolhas históricas têm elementos de irracionalidade (Kindleberger [...] dá uma descrição fascinante de muitas bolhas históricas). Nossa justificativa é a padrão: é difícil de analisar bolhas racionais. Seria muito difícil de lidar com bolhas irracionais." (Blanchard e Watson, 1982, tradução nossa). O texto referido pelos autores é Kindleberger (1996).

21. Essa abordagem dialoga com os conceitos keynesianos de incerteza e convenção.

usada pelos operadores do mercado de câmbio de forma difundida.<sup>22</sup> Como aponta Willianson (2008), o subproduto político das teorias comportamentais é a recomendação de regimes de câmbio intermediário:

As implicações vêm quando se adota uma política de flutuação relativamente livre. O modelo padrão sugere que esta é uma boa ideia: a taxa será normalmente razoavelmente próxima de seu valor fundamental (ou pelo menos mais próximo do que seria se fosse administrada pelo governo) e, de qualquer maneira, não há muito que as autoridades podem fazer sobre isso. O modelo comportamental desafia ambas as partes dessa proposição. Conclui-se que corridas especulativas podem causar longos desvios e também a política de intervenção sistemática pode resolver desalinhamentos (Willianson, 2008, p. 19, tradução nossa).<sup>23</sup>

### 3.1.3 Quatro motivos para uma política cambial ativa

A despeito da redundância, vale dizer que a principal virtude do regime de câmbio flutuante é sua flexibilidade. Diante de um contexto internacional como o atual, em que se observa um alto grau de incerteza associado à alta volatilidade de variáveis financeiras e de preços de *commodities*, a flexibilidade cambial permite a absorção de choques externos que poderiam, de outro modo, ter um forte impacto na economia doméstica. Por exemplo, as mudanças bruscas nos preços relativos, quando não absorvida rapidamente pela taxa de câmbio, podem gerar pressões inflacionárias e, assim, sobrecarregar a política monetária. Portanto, nesse contexto de instabilidade e incerteza no plano internacional, a institucionalização de um regime de câmbio com alguma taxa de referência (metas, bandas cambiais etc.) pode gerar desequilíbrios macroeconômicos importantes.<sup>24</sup>

---

22. No modelo de De Grauwe e Grimalde (2006), as informações sobre mudanças nos fundamentos têm um papel imprevisível sobre a taxa de câmbio. Há períodos em que as notícias têm impacto sobre o mercado e outros em que não há nenhum.

23. "As implicações vêm quando se opta por um regime relativamente flutuante. O modelo padrão sugere que esta é uma boa ideia: a taxa de câmbio normalmente estará razoavelmente perto de seu valor fundamental (ou pelo menos mais próximo do que seria se fosse administrada pelo governo) e, além disso, não há muito que as autoridades podem fazer. O modelo comportamental desafia ambas as partes dessa proposição. Conclui que corridas especulativas podem causar longos desalinhamentos cambiais e também que a política de intervenção sistemática pode resolver esses desalinhamentos" (Willianson, 2008, p. 19, tradução nossa).

24. Adicionalmente, a definição de uma meta cambial implica um compromisso institucional e possibilita fracassos na condução da política cambial. Diante de uma ampla abertura financeira, a definição de uma meta de câmbio também expõe o regime a ataques especulativos, como os que ocorreram nos países emergentes na década de 1990, conforme descrito em Prates (2002).

Se, por um lado, algum grau de flexibilidade é bem-vinda, por outro lado, uma flexibilidade excessiva do regime de câmbio pode levar a distorções de diversas naturezas, uma vez que a taxa de câmbio determinada pelo mercado não é necessariamente a taxa de câmbio mais adequada ao processo de desenvolvimento econômico. Para efeito analítico, apresentam-se quatro motivos que justificam uma política cambial ativa. Estes se dividem em dois grupos, um ligado à conta corrente e outro ligado à conta financeira. O quadro 2 apresenta esses motivos.

QUADRO 2  
Quatro motivos para a política cambial

Política cambial	Motivos	Conta corrente	Conta financeira
	Administração da volatilidade		1. Ciclo de preços de produtos <i>commodities</i>
Administração do patamar		2. "Doença holandesa"	2. <i>Carry trade</i>

Elaboração do autor.

O primeiro motivo para uma política cambial ativa é o ciclo de preços de *commodities*. Considerando o sistema de Hicks (1974) de diferenciação entre mercados *fixprice* e mercados *flexprice*, tem-se que, dada a natureza do processo produtivo (ciclo do produto, capacidade ociosa etc.), os setores que produzem bens industriais tendem a ajustar as quantidades produzidas frente a choques de demanda, enquanto os setores que produzem bens de *commodities* tendem a ajustar os preços. Dessa forma, a receita de exportação do país produtor de *commodity* tende a ser mais volátil que aquela de um país exportador de bens industriais, portanto, a oferta de divisas decorrente do comércio externo dependerá do ciclo de preços de *commodities*. Esta instabilidade é transmitida para a taxa de câmbio, com isso, afeta o restante da economia. Dessa forma, em países com uma pauta de exportação fortemente baseada em *commodities*, a política cambial é importante para amenizar o impacto da flutuação do preço destas na taxa de câmbio.

A existência de um setor exportador de *commodities* e recursos naturais com altas vantagens competitivas leva ao segundo argumento, ligado à conta corrente que justifica o uso de uma política cambial ativa. Conforme explorado por Bresser-Pereira (2008), a existência deste setor resulta na "doença holandesa", que se manifesta como uma tendência crônica à apreciação cambial. Um dos pontos relevantes dessa abordagem é a identificação de uma taxa de câmbio de equilíbrio para a conta corrente cujo nível é mais apreciado que aquele requerido para o desenvolvimento de um setor

industrial competitivo.<sup>25</sup> Nesse caso, o papel da política cambial é evitar uma apreciação excessiva da taxa de câmbio e uma especialização da economia doméstica na produção de bens primários.

Nesses termos, os motivos ligados à conta corrente justificam a adoção de políticas cambiais para reduzir a volatilidade decorrente do ciclo de preços de *commodities* e para evitar a sobreapreciação da moeda, sintoma da “doença holandesa”. Políticas cambiais específicas podem ser desenhadas para atender essas distorções, por exemplo, os impostos sobre as exportações de *commodities* que são causas da “doença holandesa”, ou a constituição de fundos de estabilização, como aqueles estabelecidos por economias exportadoras de petróleo – Emirados Árabes, Kuwait, Irã, Noruega, Rússia, Venezuela – ou de outras *commodities*, como o Chile. “O caráter estabilizador desses fundos envolve diferentes aspectos que juntos buscam atenuar os efeitos cíclicos dos mercados das principais *commodities* sobre o restante da economia” (Cagnin *et al.*, 2008, p. 15).

O terceiro motivo para a política cambial é a necessidade de neutralizar as distorções temporárias ou conjunturais provocadas pelo setor financeiro. Como visto na seção anterior, o mercado financeiro não leva a taxa de câmbio necessariamente ao equilíbrio; portanto, a política cambial tem o papel de conter os excessos do mercado financeiro, evitando *overshootings* e um excesso de volatilidade da taxa de câmbio. Esta volatilidade é particularmente nociva para países como o Brasil, com alto *pass-through* entre a taxa de câmbio e a inflação. Para esse propósito, é oportuno o uso de controle de capitais sobre os fluxos financeiros de curto prazo, que são inerentemente voláteis, e o uso de medidas regulatórias sobre o mercado de derivativos de câmbio.

Mas, no caso brasileiro, as distorções financeiras vão além do padrão de volatilidade da taxa de câmbio e também causam processos longos de apreciação cambial intercalados com curtos e abruptos períodos de depreciação. Este padrão de comportamento da taxa de câmbio é pronunciado na economia brasileira por conta da alta rentabilidade de investimentos financeiros e, principalmente, das altas taxas de juros

---

25. “A doença holandesa ou maldição dos recursos naturais pode ser definida como a sobreapreciação crônica da taxa de câmbio de um país causada por rendas ricardianas que o país obtém ao explorar recursos abundantes e baratos, cuja produção comercial é compatível com uma taxa de câmbio de equilíbrio corrente claramente mais apreciada do que a taxa de câmbio de equilíbrio industrial” (Bresser-Pereira e Gala, 2010, p. 671).

praticadas no país. As operações de *carry trade* foram uma pressão constante de valorização da moeda brasileira no período recente (Rossi, 2012). Essa operação é um dos principais mecanismos de transmissão do ciclo de liquidez para as taxas de câmbio e consiste em um investimento intermoedas, em que se forma um passivo (ou uma posição vendida) na moeda de baixas taxas de juros e um ativo (ou uma posição comprada) na moeda de juros mais altos.<sup>26</sup>

Em um movimento pendular, as operações de *carry trade* tendem a apreciar as moedas com altas taxas de juros durante a fase ascendente do ciclo de liquidez e a depreciá-las na fase de reversão. O detalhe importante é que este movimento tende a ocorrer de forma assimétrica: o processo de otimismo que caracteriza a expansão da liquidez internacional ocorre de forma mais gradual, enquanto as reversões de humor são usualmente mais abruptas. Este padrão se repete em moedas associadas a uma alta taxa de juros. Como mostram McCauley e McGuire (2009) e Kohler (2010), as moedas que mais se depreciaram no período mais agudo da crise financeira de 2008 foram aquelas que eram alvo do *carry trade*, enquanto as moedas *funding* da estratégia serviram como porto seguro dos fluxos financeiros e, conseqüentemente, apreciaram na crise.<sup>27</sup> A Conferência das Nações Unidas para Comércio e Desenvolvimento (United Nations Conference on Trade And Development – UNCTAD) é outra instituição que vem abordando a problemática do *carry trade* em seus documentos, onde aponta essa estratégia de especulação como uma das causas de desequilíbrios em âmbito global, em trabalhos como os de Flassbeck e La Marca (2007) e UNCTAD (2007; 2010):

Fluxos que se deslocam de países de baixo rendimento e baixa inflação para os países de alto rendimento e alta inflação causam a apreciação das moedas desses últimos e provocam a combinação paradoxal e perigosa de economias superavitárias experimentando pressões para desvalorizar e os países deficitários enfrentando uma pressão semelhante de apreciação (UNCTAD, 2007, p. 15, tradução nossa).<sup>28</sup>

26. Rossi (2012, p. 26): “É, portanto, um investimento alavancado que implica em descasamento de moedas. A generalização desse tipo de operação confere características específicas à dinâmica das taxas de câmbio. Como particularidade, a forma de alocação da riqueza financeira promovida pelo *carry trade* não se restringe a um processo de alocação de ativos financeiros, mas também de formação de passivos”.

27. É interessante notar que, no auge da fuga para liquidez da crise de 2008, a moeda japonesa foi a única que se apreciou em relação ao dólar americano. Para McCauley e McGuire (2009) e Kohler (2010), a explicação está no seu papel como moeda *funding* do *carry trade*.

28. “Flows moving from low-yielding, low-inflation countries to high-yielding, high-inflation countries would cause the currencies of the latter to appreciate, and provoke the paradoxical and dangerous combination of surplus economies experiencing pressures to depreciate, and deficit countries facing a similar pressure to appreciate” (UNCTAD, 2007, p. 15).



Nesses termos, os motivos ligados à conta financeira justificam a adoção de políticas cambiais para evitar um excesso de volatilidade da taxa de câmbio, assim como uma apreciação excessiva da moeda doméstica. Nesse contexto, uma arquitetura de política cambial deve ser montada para neutralizar as distorções financeiras, uma vez que a sujeição da moeda nacional aos ciclos especulativos advindos do setor financeiro é incompatível com o desenvolvimento econômico de longo prazo.

## 3.2 Regime de metas fiscais primárias

### 3.2.1 Descrição

O regime fiscal de *superavit* primário é aquele que estabelece metas para o resultado fiscal do setor público, considerando suas despesas não financeiras.<sup>29</sup> A exclusão dos gastos líquidos com juros se explica pela ausência de controle direto da autoridade fiscal sob a conta de juros, ou seja, o pagamento de juros é um dos componentes do orçamento fiscal que não pode ser alterado sem rompimento de contratos no caso de um ajuste fiscal.<sup>30</sup> A ideia dessa regra fiscal é corrigir incentivos e conter pressões para o excesso de gasto de forma a garantir a responsabilidade fiscal. No entanto, o objetivo da meta fiscal não é a meta em si, mas dar sustentabilidade à dívida pública.

A relação matemática entre o *superavit* primário e a sustentabilidade da dívida no longo prazo é dada pela equação a seguir, originalmente apresentada por Domar (1944).<sup>31</sup>

$$s = (r - g) * d \tag{1}$$

Em que  $s$  é o *superavit* primário necessário para estabilizar a dívida,  $r$  é a taxa de juros real implícita na dívida líquida,  $g$  é a taxa de crescimento econômico real e  $d$  é a dívida pública líquida sobre o produto. Quanto maior o crescimento econômico e menor a taxa de juros real, menor será o *superavit* necessário para estabilizar a dívida pública. E quanto maior a dívida pública, maior o *superavit* necessário para estabilizá-la.

---

29. O conceito primário corresponde ao resultado nominal menos os gastos líquidos com juros, ou ainda, à variação nominal da dívida líquida, deduzidos os ajustes patrimoniais efetuados no período, o impacto da variação cambial sobre os passivos e os juros nominais, incidentes sobre a dívida líquida.

30. Na verdade, há uma série de gastos que não estão diretamente sob o controle das autoridades fiscais, como os compromissos constitucionais diversos (Previdência Social etc.).

31. Para a aritmética dessa equação, ver Carvalho, Proaño e Taylor (2010).

Nessa equação, o conceito de sustentabilidade da dívida se traduz em uma meta quantitativa de *superavit* fiscal que se aplica aos modelos de longo prazo em que um *superavit* menor que o necessário pode levar a uma trajetória explosiva da dívida pública.

No entanto, para a análise de curto e médio prazo, o conceito de sustentabilidade da dívida assume uma forma mais subjetiva. Primeiramente, porque a solvência do Estado não depende apenas de seu patamar de endividamento, mas de sua capacidade de honrar sistematicamente os seus pagamentos.<sup>32</sup> Um determinado patamar de dívida pode ser considerado bom para um país e ruim para outro, dependendo de seus aspectos institucionais, da confiança dos investidores, do compromisso público em honrar a dívida etc.<sup>33</sup>

Adicionalmente, os aspectos qualitativos do endividamento público também devem ser considerados para a análise da sustentabilidade. Eles estão omitidos na equação (1), que pressupõe a neutralidade do efeito das variações patrimoniais da dívida líquida no longo prazo. Estes ajustes patrimoniais dependem da composição dos ativos e passivos públicos e refletem, por exemplo, o efeito das variações da taxa de câmbio, que no caso brasileiro impacta principalmente no valor dos estoques de ativos públicos e, portanto, no valor da dívida líquida. Além disso, também dependem das variações da taxa de juros que remuneram os ativos e passivos públicos, os quais alteram o parâmetro  $r$  da equação (1).

Em síntese, o regime de meta para *superavit* primário tem como objetivo limitar a discricionariedade fiscal da ação pública e assegurar a sustentabilidade da dívida no longo prazo. Com relação a esse último ponto, o *superavit* primário é uma das variáveis importantes para a sustentabilidade da dívida, junto com o crescimento econômico, a taxa de juros real e a composição da dívida que determinará a direção e a intensidade das variações patrimoniais.

### 3.2.2 Pressupostos teóricos

O regime de metas fiscais tem origem na teoria novoclássica, que radicaliza a crítica empenhada por Friedman e pelo monetarismo ao papel da política fiscal na garantia do crescimento e do emprego. Essa teoria se assentou sobre uma série de novos

32. Nesse contexto, a abordagem de Minsky (1986) advoga que a instabilidade financeira advém da falta de capacidade de honrar os fluxos, e não do estoque de dívida em si. A solvência não é só um problema de estoques, mas da relação entre as despesas financeiras e a receita líquida e da capacidade de refinanciamento.

33. Carneiro e Rossi (2012) mostram como o pagamento de juros também pode estar descolado do estoque da dívida. Para a média do período 2004-2008, o Brasil apresentou uma dívida pública líquida média de 45% do PIB e um pagamento de juros médio da ordem de 6,5% do PIB, enquanto o Japão pagou menos de 1% do PIB de juros para uma dívida líquida de 87% do PIB.

pressupostos – como a hipótese do *market clearing*, oriunda da tradição walrasiana de equilíbrio simultâneo em todos os mercados, em que estão implícitas as hipóteses da concorrência perfeita, da plena e perfeita flexibilidade de preços e salários e de que todos os agentes são tomadores de preço. Com estes pressupostos, conclui-se que não há espaço para o desemprego involuntário na economia e que os salários se ajustam de forma a garantir a taxa natural de desemprego.<sup>34</sup>

Essas hipóteses, somadas ao pressuposto das expectativas racionais,<sup>35</sup> serviram de base para o modelo de equivalência ricardiana, proposto por Barro (1974).<sup>36</sup> Esse modelo propõe que o endividamento do governo é percebido pelos agentes como um aumento futuro de impostos. Diante disso, os agentes reagem, aumentando sua poupança no exato montante do *deficit* público empreendido. Ou seja, o impacto deste e da política fiscal é neutro sobre a economia, e o financiamento da despesa pública por dívida pública é equivalente ao financiamento por impostos.

A recomendação política que deriva da teoria neoclássica é que o governo deve ficar sujeito a uma restrição orçamentária intertemporal de forma a perseguir um equilíbrio fiscal permanente. Ademais, dada a importância das expectativas dos agentes e da sua capacidade preditiva, a transparência na definição e gestão do regime econômico é de crucial importância. O objetivo é sinalizar aos agentes os movimentos das autoridades e, com isso, reduzir a instabilidade do sistema derivada de políticas não antecipadas. Por conta disso, as autoridades devem buscar conquistar a confiança dos agentes privados e evitar discontinuidades que causem distúrbios econômicos. Portanto, o receituário novoclássico coloca em pauta a questão da meta fiscal e da credibilidade como premissa fundamental da condução da política econômica (Lopreato, 2011).

Essa concepção, que está na origem do regime de metas fiscal, se contrapõe à visão de Keynes sobre a gestão da política fiscal. Em linhas gerais, ambas compartilham a visão da necessidade de gestão responsável da dívida pública e da inadequação da

---

34. Lucas, em entrevista, atribui o desemprego à rejeição de empregos mal remunerados: “Quando estamos desempregados é quando nós pensamos que podemos fazer melhor”. (Snowdon e Vane, 2005, p. 290).

35. As expectativas racionais pressupõem que todos os agentes utilizam toda informação disponível de forma a maximizar sua utilidade ou seu lucro. Ou seja, todos os agentes, de forma homogênea, possuem a mesma informação (não há assimetria de informação) e processam esta mesma informação como se eles tivessem o mesmo modelo matemático de otimização. Note que a causalidade do raciocínio novoclássico vai do plano micro para o plano macro, da racionalidade dos agentes para o comportamento otimizador e, assim, para o equilíbrio macro.

36. Tanto Robert Barro quanto a ideia de equivalência continua vivo no debate econômico atual, como mostrado em Barro (2013) sobre o *fiscal cliff* americano.

existência de *deficit* públicos permanentes; entretanto, Keynes advoga pelo uso da política fiscal para a gestão da demanda agregada no curto prazo.<sup>37</sup> Política fiscal aqui não significa *deficit* públicos, mas política de gastos expansionista que não necessariamente resulta em *deficit*, porque o próprio crescimento da renda pode levar a um aumento da arrecadação de impostos (Carvalho, 2008).<sup>38</sup>

Para a gestão da política fiscal, Keynes propõe dois orçamentos do governo. O primeiro destinado para as despesas correntes e o segundo seria usado de forma estratégica pelo Estado para evitar as flutuações econômicas. O orçamento corrente deveria estar sempre em equilíbrio, enquanto o orçamento de capital funciona como estabilizador de longo prazo da economia, e seria contido nos momentos de *boom* e usado com vigor nos momentos de recessão:

O orçamento de capital foi concebido para produzir o nível de longo prazo do investimento associado à renda estável e pleno-emprego: “o orçamento de capital é um meio de tentar curar o desequilíbrio se, e quando, ele surgir” (Keynes, 1971c, p 353, tradução nossa).<sup>39</sup>

Para Kregel (1985), a proposta de Keynes ao formular os dois orçamentos não era facilitar o *deficit* público. Segundo o autor, Keynes via o orçamento de capital como um produto direto da falha em atingir o nível de pleno-emprego (Kregel, 1985). Nesse sentido, o principal objetivo da política de Keynes era a estabilização do investimento, dado que este era considerado pelo autor como a causa última da determinação do produto.<sup>40</sup>

### 3.2.3 Meta fiscal e a política anticíclica

Da breve discussão teórica apresentada desponta a seguinte dúvida: seria o regime de meta fiscal primária que foi arquitetado nos moldes novoclássico compatível com uma gestão keynesiana da política fiscal? Evidentemente que as duas teorias apresentadas não convergem. No entanto, não se pode estabelecer uma relação direta entre

37. Para Keynes, não há mecanismo automático de ajuste para o pleno-emprego. Nesse sentido, a política fiscal deve ocupar o espaço deixado sempre que a demanda efetiva for insuficiente.

38. Carvalho (2008, p. 7): “Além disso, o crescimento da renda leva também a um crescimento da poupança e, com ela, ao aumento da demanda por títulos, inclusive os de dívida pública, financiando-se assim de forma não inflacionária o *deficit* restante”.

39. “*The capital budget was conceived as producing the long-term level of investment associated with stable income and full employment: ‘the capital budgeting is a means of attempting to cure disequilibrium if and when it arises’*” (Keynes, 1971c, p. 353).

40. A propósito dos dois orçamentos: “*is to present a sharp distinction between the policy of collecting in taxes less than the current non-capital expenditure of the State as a means of stimulating consumption and the policy of the Treasury’s influencing public capital expenditure as a means of stimulating investment*” (Keynes, 1971c, p. 406).

a institucionalidade do regime de *superavit* primário e a teoria que o inspirou. Nesse sentido, propõe-se que há espaço para compatibilização entre *superavit* primário e a gestão keynesiana da política fiscal, contanto que um ponto específico do regime de metas fiscal seja aperfeiçoado: a institucionalização da política anticíclica no regime. Nesse contexto, a questão central deriva da relação entre o ciclo econômico e a política fiscal.

Por definição, o governo tem controle sobre a sua decisão de gasto, mas a sua arrecadação depende da geração de renda, ou do crescimento econômico. Dessa forma, o estabelecimento de uma meta anual implica que, no início do ano, o governo se comprometa com um resultado fiscal com base em uma expectativa de arrecadação, considerando um crescimento econômico estimado.

No decorrer do ano, o crescimento pode não se realizar conforme projetado e resultar em uma arrecadação menor que a prevista, comprometendo o resultado fiscal.<sup>41</sup> Diante disso, o governo pode: *i*) anunciar que não vai mais cumprir a meta e prestar contas à sociedade; *ii*) não anunciar nada e, mediante descontos e antecipação de dividendos, cumprir contabilmente a meta primária; ou *iii*) tomar medidas adicionais para aumentar os impostos ou reduzir os gastos de forma a garantir a meta fiscal do período. Das três opções, as duas primeiras são ruins para a credibilidade do governo e a última opção é a mais ajustada ao regime fiscal vigente; no entanto, é a pior entre elas.

Nesse contexto específico, a busca pelo cumprimento da meta fiscal por meio de uma política fiscal emergencial e contracionista retira estímulos à demanda agregada de uma economia já desaquecida e reduz ainda mais o crescimento econômico. Adiciona-se a isto que a saída mais comum para este tipo de ajuste é o corte ou adiamento de projetos de investimento, uma vez que grande parte das despesas públicas é vinculada e o aumento de impostos ou corte de despesas correntes nem sempre é politicamente factível. Ou seja, no curto prazo, a busca pela meta fiscal acrescenta a esse regime fiscal um viés anti-investimento.

---

41. Uma forma de medir o impacto do ciclo no resultado primário é por meio da estimativa do resultado primário estrutural. Sobre essa medida, ver Gobetti, Gouvêa e Schettini (2010).

Da mesma forma, o regime de meta anual para *superavit* primário se mostra inapropriado quando o crescimento econômico é maior que o projetado pelo governo. Nesse caso, o incentivo é para que o excesso de arrecadação se materialize na expansão do gasto público. Esse gasto adicional, ao impactar a economia já aquecida, pode gerar um excesso de demanda agregada e pressões sobre o nível de preços. Dessa forma, a condução da política fiscal não coopera com o regime de metas de inflação, uma vez que ele potencialmente aumenta a inflação de demanda e impõe a necessidade do uso de uma política monetária contracionista para o controle de preços.

Em síntese, no regime de metas fiscais anuais, não somente o resultado fiscal é pró-cíclico, mas a busca pelo cumprimento da meta fiscal ao longo do ano reforça este caráter pró-cíclico e acentua o ciclo econômico. Conforme tratado aqui, as metas de *superavit* são estabelecidas para períodos anuais mediante um modelo que estima a sustentabilidade da dívida no longo prazo. A crítica que se coloca é a inadequação de se estabelecer metas anuais em modelo de longo prazo, desconsiderando-se o ciclo econômico e a relação de endogenia entre o gasto público e o crescimento.

Há, no entanto, três formas de neutralizar esse problema e conciliar o regime de metas fiscais com a gestão anticíclica da política fiscal. A primeira refere-se ao alongamento da periodicidade da meta de forma a abarcar o ciclo econômico. Uma meta de médio prazo daria mais flexibilidade à política fiscal para atuar de forma a ter momentos expansionistas e outros contracionistas e, na média do período, garantir o *superavit* previsto. O inconveniente dessa proposta é que ela pressupõe uma conjectura sobre a natureza do ciclo econômico e sua periodicidade, que nem sempre segue um padrão predeterminado. A segunda proposição consiste em estabelecer um mecanismo institucional, com regras claras, que permita ao gasto público ser expansionista nos momentos de baixo crescimento e contracionista nos momentos de alto crescimento, preservando, assim, a continuidade de uma meta de *superavit* com periodicidade anual. Isto pode ser viável por meio de um fundo orçamentário com reservas de recursos públicos que, quando acionados, devem ter como finalidade específica o investimento público.<sup>42</sup> Assim, haveria um aparato legal que permitiria a expansão do investimento público na baixa do ciclo econômico e obrigaria o Estado a poupar o excesso de arrecadação na alta

42. Stiglitz (2011, p. 632, tradução nossa): "Mesmo quando esses investimentos são financiados por *deficit*, eles podem reduzir a dívida nacional no longo prazo, por conta do aumento de arrecadação de impostos que eles geram".

do ciclo econômico.<sup>43</sup> Já uma terceira forma de conciliar o regime de metas com a gestão anticíclica da política fiscal consiste em instituir bandas para o *superavit* primário, similares ao sistema de metas de inflação, e assim estabelecer limites de tolerância para acomodar o ciclo econômico e as variações não esperadas na arrecadação tributária.

### 3.3 Regimes de metas de inflação

#### 3.3.1 Descrição

Em sua definição mais ampla, o regime de metas de inflação é caracterizado como uma estratégia de condução da política monetária na qual a autoridade monetária se compromete a perseguir uma meta para a inflação, explicitamente anunciada, em um determinado período de tempo. Como argumenta Modenesi (2005), não é correto classificar esse regime como uma regra, uma vez que ele constitui uma estratégia híbrida, entre a discricionariedade e a regra, em que há algum grau de liberdade para o manejo dos instrumentos de política monetária, sendo a meta de inflação um objetivo a ser seguido.

Essa definição de regime de metas de inflação abrange diversos enquadramentos institucionais e formas de gestão do regime. Entre as principais características do desenho institucional de um regime de metas de inflação estão: *i*) o formato da meta, que pode ser pontual ou com bandas, nesse último caso ainda há a alternativa de se ter, ou não, uma meta central; *ii*) a escolha do índice, que pode ser um índice cheio ou um núcleo de inflação; *iii*) o horizonte temporal da meta, que determina o período para o qual a meta deve ser cumprida;<sup>44</sup> e *iv*) os instrumentos de política monetária usados para operacionalização do sistema.

Argumenta-se que o regime de metas de inflação não pode ser combinado com outras metas, como metas para câmbio ou crescimento.<sup>45</sup> Este argumento é verdadeiro quando se considera exclusivamente o uso da taxa de juros como instrumento de política. No entanto, o uso de mais de um instrumento permite atingir mais de uma meta.

---

43. Vale notar que para um uso mais eficiente da política fiscal anticíclica é preciso recuperar a capacidade do Estado brasileiro de planejamento e execução do investimento público.

44. BCB (2012, p. 11): "Alguns países utilizam um sistema conhecido como janela móvel (*rolling window*), no qual o cumprimento da meta é avaliado todo mês, considerando a inflação acumulada em um determinado número de meses (normalmente 12). Uma terceira alternativa, tal como ocorre na Austrália, é não fixar horizonte fixo, mas considerar que as metas devem ser alcançadas em média ao longo do tempo".

45. Ver, por exemplo, BCB (2012, p. 7): "No regime de metas para a inflação, cuja ação se baseia no controle de apenas um instrumento, a taxa de juros de curto prazo, não se podem atribuir à política monetária metas adicionais para o câmbio ou o crescimento econômico".

Por exemplo, o uso de controles de capital reduz o impacto da taxa de juros na taxa de câmbio e permite que instrumentos de política cambial se ocupem do manejo da taxa de câmbio, enquanto que os juros (e outros instrumentos) ganham autonomia para buscar a meta de inflação. Para Ostry *et al.* (2012, p. 3, tradução nossa), “intervenções nos mercado de câmbio são ideais mesmo em um regime de metas de inflação”.

No que se refere à gestão do regime de meta, há o modelo de gestão “estrito”, em que a meta de inflação é o objetivo único e exclusivo do Banco Central, e o modelo “flexível”, em que outras variáveis, como o produto, são consideradas (Farhi, 2007).<sup>46</sup> Após a crise de 2008, um número grande de países escolheu o caminho da flexibilização da gestão do regime de metas no mesmo quadro institucional:

Na prática, a retórica ultrapassa a realidade. Poucos bancos centrais, se houver algum, preocupam-se apenas com a inflação. A maioria deles praticou “metas de inflação flexíveis”, onde o retorno da inflação para uma meta estável, não é imediato, mas ocorre com algum horizonte. A maioria deles permitiu mudanças na inflação, como aquelas causadas pelo aumento dos preços do petróleo, desde que as expectativas de inflação permanecem bem ancoradas. E muitos deles prestaram atenção aos preços dos ativos (os preços das casas, preços de ações, taxas de câmbio), além de seus efeitos sobre a inflação, mostrou-se preocupação com a sustentabilidade externa e os riscos associados com efeitos patrimoniais. Mas eles fizeram isso com um pouco de desconforto, e muitas vezes com uma forte negação pública (Blanchard, Dell’ Ariccia e Mauro, 2010, p. 4, tradução nossa).<sup>47</sup>

### 3.3.2 Pressupostos teóricos

O regime de metas de inflação ocupa o espaço deixado pela falha dos regimes monetaristas de regras monetárias. Esse último regime, muito comum nas décadas de 1970 e 1980, restringia a discricionariedade da política monetária ao estabelecer metas para o crescimento dos agregados monetários. O malogro desses regimes decorreu, sobretudo, da imprevisibilidade da velocidade de circulação da moeda. Como argumenta Herr

46. Farhi (2007, p. 41): “A maioria dos modelos de metas de inflação mostra que quanto mais estrita for a gestão da política monetária, mais variável será o produto e mais instável será a taxa de juros”.

47. “*In practice, the rhetoric exceeded the reality. Few central banks, if any, cared only about inflation. Most of them practiced ‘flexible inflation targeting’, the return of inflation to a stable target, not right away, but over some horizon. Most of them allowed for shifts in headline inflation, such as those caused by rising oil prices, provided inflation expectations remained well anchored. And many of them paid attention to asset prices (house prices, stock prices, exchange rates) beyond their effects on inflation and showed concern about external sustainability and the risks associated with balance sheet effects. But they did this with some unease, and often with strong public denial*” (Blanchard, Dell’ Ariccia e Mauro, 2010, p. 4).



e Kazandziska (2011), a tentativa de controle dos agregados monetários não teve o impacto esperado nos níveis de preços e ainda levou a uma volatilidade muito grande da taxa de juros de curto prazo. A despeito de seu abandono, esse regime deixou como herança a importância da definição de regras para a busca por uma inflação baixa e estável que restrinjam a discricionariedade da política monetária.<sup>48</sup>

As hipóteses básicas que fundamentam a proposição do modelo de metas de inflação são originárias da teoria novoclássica e neokeynesiana. Estas duas teorias convergem no argumento de que a política monetária não afeta o produto no longo prazo e para a existência de uma taxa de crescimento natural dada pela curva de oferta de longo prazo. Decorre disso que a moeda é neutra e a política monetária tem um viés inflacionário e é ineficaz para afetar as variáveis reais no longo prazo. Também é de acordo comum a necessidade de uma institucionalidade em que a transparência e a credibilidade das autoridades monetárias sejam pontos de suma importância. Adicionalmente, “a política monetária não deve ser operacionalizada por políticos, mas, sim, por especialistas na forma de um banco central ‘independente’” (Arestis, Paula e Ferrari-Filho, 2009, p. 4).

Contudo, a análise de curto prazo diferencia as teorias novoclássicas e neokeynesianas. Para esta última, a política monetária tem efeito sobre o produto, e o controle da demanda agregada é o mecanismo pelo qual a política monetária afeta os preços. Diante disso, o manejo do regime de metas de inflação em uma perspectiva neokeynesiana deve seguir uma regra (regra de Taylor) que estipula a taxa nominal de juros necessária para adequar o produto corrente com o produto potencial compatível com a curva de oferta de longo prazo.

Note-se que a gestão da demanda agregada e o efeito sobre o produto é um objetivo intermediário para afetar um objetivo maior: a estabilidade de preços. Nessa perspectiva, o papel da política monetária é exclusivamente o controle de preços, e não a aceleração do crescimento. Em síntese, nessa visão, uma inflação baixa e estável é praticamente suficiente para garantir uma taxa natural de crescimento econômico, determinada exogenamente pelas condições de oferta.<sup>49</sup>

---

48. Freitas (2012, p. 178): “A opção pela definição de regras fundamenta-se na crença de que o sistema econômico é autorregulado, basicamente estável e tende ao equilíbrio”.

49. Lavoie (2006, p. 188, tradução nossa): “Lembre-se que, na visão do novo consenso, o estabelecimento de metas de inflação mais baixas só tem efeitos negativos sobre a taxa de crescimento da economia no curto prazo. No longo prazo, a economia volta à sua taxa natural de crescimento”.

O amparo teórico para o uso da taxa de juros e de outros instrumentos de política monetária, como o uso das políticas macroprudenciais, para outros fins que não a estabilidade de preços pode ser encontrado na teoria keynesiana.<sup>50</sup> Para Keynes e a corrente pós-keynesiana, a eficácia da política monetária em alterar as variáveis reais depende do impacto dessa na decisão de alocação de portfólio dos agentes econômicos. Considera-se estratégica a decisão empresarial de investimento que está condicionada à avaliação de duas características fundamentais dos ativos: a rentabilidade esperada e a liquidez.

Entre o espectro de ativos considerado pelos investidores estão os investimentos instrumentais (máquinas, por exemplo) e os títulos públicos. Logo, ao alterar a taxa de juros que remunera os títulos públicos, a política monetária altera os parâmetros de avaliação de investimento e, com isso, pode impactar a taxa de investimento e o produto. Nesse sentido, uma queda da taxa de juros potencialmente aumenta a demanda pelo investimento produtivo, enquanto um aumento na taxa de juros tende a provocar o efeito contrário.

Nesse aspecto, o ponto que diferencia o tratamento de Keynes das questões monetárias é que o investimento produtivo e o financeiro podem ser concorrentes, enquanto em outras correntes do pensamento o investimento financeiro tem uma correspondência necessária e equivalente na esfera real.<sup>51</sup> Para Keynes (1971a), a circulação financeira potencialmente retira a liquidez monetária da circulação industrial, prejudicando o investimento produtivo. Dessa forma, uma política monetária pode elevar a taxa de crescimento ao persuadir os agentes econômicos a migrar a sua riqueza de ativos líquidos para ativos ilíquidos, de investimentos financeiros para investimentos produtivos.

No entanto, a relação entre a política monetária e a variação do investimento não é direta, mas mediada pela preferência pela liquidez (Keynes, 1992). Ou seja, uma variação na taxa de juros de curto prazo pode não produzir efeitos, uma vez que a alocação da riqueza pelos agentes é um cálculo subjetivo e está sujeita à formação de

50. Algumas correntes keynesianas acreditam que a política monetária não seja eficaz para alterar o produto, como os keynesianos horizontalistas e aqueles ligados à síntese keynesiana. Para uma análise dessa discussão, ver Carvalho *et al.* (2001).

51. A abordagem de Marx (1985) do capital financeiro também pressupõe um conflito, ou uma contradição, entre a esfera produtiva e financeira. "Marx, como Keynes, desvendou no capitalismo a possibilidade de acumulação de riqueza abstrata, desvincilhada dos incômodos da produção material. Para eles, tal ambição não é sintoma de deformação, mas de aperfeiçoamento da 'natureza' do regime de capital" (Belluzzo, 2005, p. 8).

expectativas sob incerteza. No caso de uma política monetária expansionista em um ambiente de alta preferência pela liquidez, os efeitos sobre o produto são limitados, uma vez que os agentes preferem manter sua riqueza sob a forma líquida mesmo com novos parâmetros de rentabilidade.

Nesse sentido, em uma visão compatível com Keynes, o regime de metas de inflação deve mirar não somente a evolução dos preços de bens, mas também atentar para a evolução dos preços de ativos financeiros para estimular o investimento produtivo e ao mesmo tempo evitar o desenvolvimento de bolhas em preços de ativos.<sup>52</sup> Ademais, uma vez que a política monetária potencialmente tem efeito sobre o produto, a meta de inflação não pode ser um objetivo exclusivo de política econômica, mas deve considerar o seu impacto no crescimento econômico. Ou seja, o regime de metas de inflação é compatível com a teoria de Keynes desde que se tenha em vista a administração do *trade off* entre inflação e crescimento.<sup>53</sup>

Já a transparência na gestão da política monetária é uma recomendação de política monetária comum ao pensamento de Keynes e dos novoclássicos. Para Keynes, a transparência ajuda a diminuir a incerteza inerente ao funcionamento do sistema, que tem relação direta com a preferência pela liquidez dos agentes. Nesse sentido, uma política monetária que sinalize que as taxas de juros serão baixas no futuro contribui para que a riqueza alocada na forma líquida seja transferida para o investimento produtivo.

Acho também que a grande publicidade de todos os tipos vai levar a um melhor entendimento pelo mercado de quais são as intenções do Banco [Central], e isso irá facilitar essas intenções tornarem-se efetivas, mais rápido e com mais certeza (Keynes, 1971b, p. 263, tradução nossa).<sup>54</sup>

---

52. Stiglitz (2011, p. 630, tradução nossa): "A visão padrão é que os mercados poderiam gerenciar o risco por conta própria; inflação baixa e estável é condição necessária e quase suficiente para obter um baixo hiato do produto e talvez até mesmo para garantir um crescimento elevado. Por causa da crença na eficiência dos mercados, houve hesitação por parte dos bancos centrais para usar o arsenal completo de ferramentas – incluindo as regulações que poderiam ter reduzido ou talvez até mesmo impedido a bolha".

53. Para Lima e Setterfield (2008), a meta de inflação é compatível com a perspectiva pós-keynesiana (sem prejuízos à economia real) desde que seja escolhido o *mix* adequado de política econômica. Para os autores, quanto mais a política monetária tiver um formato e uma gestão ortodoxa e/ou uma orientação básica de privilegiar o controle da inflação em relação às outras variáveis macroeconômicas, mais adversas serão suas consequências para a estabilidade econômica.

54. "I think also that a great publicity of all kinds will lead to better understanding by the market of what the [Central] Bank's intentions are, and that will facilitate those intentions being carried into effect quicker and with more certainty" (Keynes, 1971b, p. 263).

### 3.3.3 Desenvolvimento econômico e metas de inflação

O regime de metas de inflação tem como vantagem o estabelecimento de um compromisso público com a estabilidade de preços e um quadro de referência para a política monetária. Esse regime é flexível quando comparado com as alternativas do regime de metas monetárias e do regime de âncora cambial.<sup>55</sup> Essa flexibilidade aplica-se à possibilidade de diferentes formas de institucionalização do regime e de gestão deste. A análise que segue põe em discussão a gestão do regime de metas de inflação e aponta para a necessidade de uma maior flexibilidade dessa frente a processos de transformações estruturais da economia, característicos do desenvolvimento.

A gestão do regime de metas, conforme o receituário neokeynesiano, deve se apoiar no uso do instrumento da taxa de juros com o objetivo de afetar a demanda agregada. Entretanto, as causas da inflação não se restringem a um problema de demanda. Há questões estruturais associadas ao processo de desenvolvimento que são fontes de aumento de preços pelo lado da oferta.

O processo de redução da desigualdade de renda, por exemplo, pode causar desconpassos entre o crescimento dos salários e da produtividade. Em um primeiro momento, o aumento dos salários reais gera uma pressão de aumento nos custos de produção. Em um segundo momento, a recomposição da margem de lucro dos empresários gera uma nova rodada de aumento de preços, que, por sua vez, reduz os salários reais.<sup>56</sup> Adicionalmente, o processo de redistribuição de renda também resulta em mudanças do lado da demanda, uma vez que a entrada de novas classes de consumo amplia o mercado e exige adaptações nas condições da oferta que podem levar tempo.<sup>57</sup>

55. Evidentemente ele é menos flexível que um regime monetário puramente discricionário.

56. Por sua vez, o repasse da alta dos custos de produção para os preços depende da estrutura dos setores produtivos. "É razoável considerar que, em geral, setores oligopolizados (com maior poder de mercado) tendem a ser mais inflacionários por pelo menos duas possíveis razões: *i*) têm maior capacidade de repassar para os preços aumentos de custo; e *ii*) podem ser relativamente imunes aos efeitos contracionistas da política monetária, visto que não necessariamente concorrem via preço" (Modenesi, Pires-Alves e Martins, 2012, p. 205).

57. Esse processo está associado ao eixo de expansão do mercado interno de consumo de massa proposto por Bielschowsky (2012, p. 738): "Nos últimos anos, ocorreu no país uma forte expansão do mercado de consumo de massa, segundo mostram inequívocas evidências. São quatro, ao que tudo indica, as principais causas: *i*) rápido aumento na massa salarial, por volume de emprego e elevação dos rendimentos do trabalho; *ii*) transferências de renda à população pobre, por efeito de políticas sociais como o impacto do aumento do salário mínimo sobre as pensões e o 'Bolsa Família'; *iii*) estabilidade ou queda nos preços dos bens industriais de consumo popular por valorização cambial e por importação de bens da China e da Ásia; *iv*) forte ampliação do crédito ao consumo e acesso da população de baixa renda ao mesmo".

Outra pressão de custos decorrente do processo de desenvolvimento é o surgimento de gargalos, como infraestrutura, transporte, logística, energia etc. Os investimentos em infraestrutura são uma das frentes de expansão do desenvolvimento que, além de motor de crescimento, são absolutamente necessários para que esse processo não esbarre em uma inflação derivada de um aumento dos custos de produção. Dessa forma, medidas de política fiscal que expanda ou incentive o investimento em setores estratégicos têm um papel importante para a política de controle de preços.

A flutuação dos preços de *commodities* é outra origem importante de inflação de custos. No passado recente, a taxa de câmbio tem sido um canal importante de transmissão da política monetária e de absorção de choques de oferta oriundos dos preços de *commodities*. Entretanto, o uso da taxa de câmbio para essa finalidade é extremamente problemático, por conta do padrão de volatilidade de preços de *commodities*. Na medida em que a taxa de câmbio reproduz esse padrão de volatilidade, prejudicam-se as exportações industriais e o investimento produtivo.

Como instrumento alternativo, pode-se apontar o manejo de tarifas de importação e exportação como auxiliar ao regime de metas de inflação. No caso de produtos predominantemente importados, como o trigo, por exemplo, a redução das tarifas de importação pode ser usada nos momentos de aumento de preços desse produto no mercado internacional. No caso do aumento do preço de produtos da pauta de exportação brasileira que tenha impacto importante no índice de inflação, o imposto à exportação compatível com o aumento de lucro das empresas exportadoras é uma alternativa. Esse aumento terá como efeito o redirecionamento da produção destinada à exportação para o mercado interno, aumentando a oferta e reduzindo os preços.

No caso das *commodities* e nos demais casos em que a inflação decorre de problemas de oferta, a eficácia do uso da taxa de juros como instrumento de política monetária é extremamente limitada. O aumento dos juros tende a inibir o investimento e retrain a oferta, logo, reforça as causas da inflação.<sup>58</sup> Ou seja, a contração monetária pode afetar a demanda agregada, reduzindo o crescimento sem afetar a causa originária da inflação.<sup>59</sup> Dessa forma, deve-se considerar instrumento alternativo e auxiliar a política monetária no regime de metas de inflação.

---

58. Além disso, os juros nominais devem ser considerados como componentes de custos para as empresas, tanto um custo financeiro para as empresas endividadas quanto um custo de oportunidade do capital para todas as firmas (Serrano, 2010).  
59. Dependendo da combinação de fatores, o aumento de juros pode até levar a um aumento da inflação, uma vez que reduz a capacidade de oferta.

Em síntese, o regime de metas de inflação pode ser adequado para o projeto desenvolvimentista porque é flexível. Mas sua gestão deve considerar três pontos importantes: *i*) que a meta de inflação não seja um objetivo exclusivo da política monetária; *ii*) que a meta de inflação seja flexível o suficiente para acomodar as pressões de preços decorrentes das transformações estruturais inerentes ao processo de desenvolvimento e outros choques de oferta; e *iii*) que a taxa de juros não seja o único instrumento para atingir a meta de inflação e que outros instrumentos sejam usados, dependendo da origem do fenômeno e da natureza do impulso inflacionário.

Além dessas questões, o regime de metas de inflação deve ser compatível com a transição da economia brasileira para um padrão de juros mais baixos. Essa transição é absolutamente necessária para criar um ambiente macroeconômico mais adequado ao investimento produtivo e que permita o desenvolvimento de um sistema de crédito de financiamento de longo prazo e uma melhora na competitividade do setor produtivo. Essa transição será responsável por profundas mudanças estruturais na economia, uma vez que a queda da taxa de juros básica deve estar acompanhada da queda das demais taxas de rentabilidade do sistema.

## **4 CONSIDERAÇÕES FINAIS**

O desenvolvimento econômico e social é um processo complexo que depende de uma série de especificidades históricas, entre as quais está o regime macroeconômico, que interage e influencia as demais. De modo algum, a definição do regime macroeconômico é suficiente para garantir o processo de desenvolvimento, tampouco pode ser identificada como o seu principal determinante. Mas essa definição é um pré-requisito ou uma condição necessária para o desenvolvimento; portanto, deve fazer parte do planejamento estratégico e se articular de forma reforçadora com outras políticas de desenvolvimento, como as políticas social, industrial, tecnológica, de investimento público, de infraestrutura, salarial etc.

Como proposto nesse texto, a concepção do regime macroeconômico em um projeto social-desenvolvimentista deve ter duas tarefas: *i*) orientar a política macro para uma atuação anticíclica; e *ii*) criar um ambiente macroeconômico favorável ao investimento produtivo. Nessa concepção, a atuação da política macro deve centrar na sustentação do crescimento econômico, e o manejo dessas políticas deve estar condicionado pela busca de dois objetivos adicionais: o desenvolvimento do financiamento

de longo prazo em bases espontâneas e os ganhos de competitividade para o setor produtivo. Estas tarefas devem se articular de forma reforçadora com outras políticas de desenvolvimento – como política industrial, política de investimento público, política tecnológica, políticas de infraestrutura, política salarial etc. – e fazer parte do planejamento do desenvolvimento.

A análise dos regimes de câmbio flutuante de meta fiscal primária e de metas de inflação mostra que os pressupostos teóricos que dão substrato a estes não convergem com o projeto desenvolvimentista. Esse regime macroeconômico foi originalmente concebido para impor limites à discricionariedade da atuação do Estado e submeter as autoridades políticas aos princípios de uma visão liberal de desenvolvimento, em que o mercado é o principal protagonista. Entretanto, não se pode estabelecer uma correspondência direta entre esses princípios teóricos e a operacionalização do regime macro, que tem se mostrado flexível na gestão política.

Nesse sentido, avaliou-se que o atual quadro institucional macroeconômico pode ser suficientemente flexível para acomodar um projeto de desenvolvimento em que o Estado tenha papel de indutor e o social seja o foco central de sua atuação. Esta análise é otimista quanto à adequação do modelo em linhas gerais, mas também é propositiva quanto aos aperfeiçoamentos que o modelo deve sofrer e quanto às diretrizes da política macro mais adequadas ao projeto desenvolvimentista. Ou seja, a institucionalidade dos regimes de câmbio flutuante, meta fiscal primária e meta de inflação podem se acomodar ao projeto desenvolvimentista, considerando alguns aprimoramentos apontados ao longo deste Texto para Discussão, mas sem rupturas institucionais.

## REFERÊNCIAS

ARESTIS, P.; PAULA, L. F.; FERRARI-FILHO, F. A nova política monetária: uma análise do regime de metas de inflação no Brasil. **Economia e sociedade**, Campinas, v. 18, n. 1, p. 1-30, abr. 2009. Disponível em: <<http://goo.gl/moGsSs>>.

BARRO, R. Are government bonds net wealth? **Journal of political economy**, Chicago, v. 82, n. 6, Nov./Dec. 1974. Disponível em: <<http://goo.gl/r6y9rg>>.

\_\_\_\_\_. Lessons from the fiscal cliff. **Project syndicate**, 21 Jan. 2013. Disponível em: <<http://goo.gl/vTtTur>>.

BASTOS, P. P. A economia política do novo-desenvolvimentismo e do social desenvolvimentismo. **Economia e sociedade**, Campinas, v. 21, número especial, dez. 2012.

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Regime de metas para a inflação no Brasil**. Brasília: BCB, 2012. (Série Perguntas Mais Frequentes).

BELLUZZO, L. G. M. Prefácio. *In*: CHESNAIS, F. (Org.). **A finança mundializada: raízes sociais e políticas, configuração, consequências**. São Paulo: Boitempo Editorial, 2005.

BIANCARELLI, A. Economia, sociedade e desenvolvimento, 20 anos: notas de apresentação. **Economia e sociedade**, Campinas, v. 21, número especial, dez. 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/kg0N8q>>.

BIELSHCHOWSKY, R. Estratégia de desenvolvimento e as três frentes de expansão no Brasil: um desenho conceitual. **Economia e Sociedade**, Campinas, v. 21, número especial, dez. 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/IFgCRf>>.

BLANCHARD, O.; WATSON, M. **Bubbles, rational expectations and financial markets**. Cambridge: NBER, 1982. (Working Paper Series, n. 945). Disponível em: <<http://goo.gl/YzQsCz>>.

BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, G.; MAURO, P. **Rethinking macroeconomic policy**. Washington: IMF, Feb. 2010 (IMF staff position note, SPN/10/03). Disponível em: <<http://goo.gl/MngzAM>>.

BRESSER-PEREIRA, L. C. The dutch disease and its neutralization: a Ricardian Approach. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 28, n. 1, p. 47-71, Jan./Mar. 2008. Disponível em: <<http://goo.gl/mef5NN>>.

BRESSER-PEREIRA, L. C.; GALA, P. Macroeconomia estruturalista do desenvolvimento. **Revista de economia política**, São Paulo, v. 30, n. 4, p. 663-686, out./dez, 2010. Disponível em: <<http://goo.gl/bp2v3q>>.

CAGNIN, R. *et al.* **O debate em torno dos fundos cambiais: experiências internacionais**. Campinas: IE/Unicamp, nov. 2008. (Texto para Discussão, n. 150). Disponível em: <<http://goo.gl/3uhlJ3>>.

CARNEIRO, R. **Desenvolvimento em crise: a economia brasileira no último quarto do século XX**. São Paulo: Editora UNESP, 2002.

\_\_\_\_\_. Velhos e novos desenvolvimentismos. **Economia e sociedade**, Campinas, v. 21, número especial, dez. 2012.

CARNEIRO, R.; ROSSI, P. **The Brazilian experience in managing interest-exchange rate nexus**. Campinas: IE/Unicamp, jun. 2012 (Texto para Discussão, n. 206).

CARVALHO, F. C. Equilíbrio fiscal e política econômica keynesiana. **Revista Análise Econômica**, Porto Alegre, ano 26, n. 50, set. 2008. Disponível em: <<http://goo.gl/3TKghf>>.



CARVALHO, F. C. *et al.* **Economia monetária e financeira: teoria e prática.** Rio de Janeiro: Campus, 2001.

CARVALHO, L.; PROAÑO, C.; TAYLOR, L. Government debt, deficit and economic growth: lessons from fiscal arithmetic, **Policy note**, New York, Dec. 2010. Disponível em: <<http://goo.gl/AeRJ4>>.

CONTI, B. M. **Regimes cambiais em países periféricos: a experiência brasileira recente (1994-2006).** 2007. Dissertação (Mestrado) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2007.

COUTINHO, L. Regimes macroeconômicos e estratégias de negócios: uma política industrial alternativa para o século XXI. *In*: LASTRES, H. M.; CASSIOLATO, J. E. (Orgs.). **Conhecimento, sistemas de inovação e desenvolvimento.** Rio de Janeiro: Editora UFRJ, 2005.

DE GRAUWE, P.; GRIMALDE, M. **The exchange rate in a behavioral finance framework.** Oxford: Princeton University Press, 2006.

DOMAR, H. The “Burden of the Debt” and the national income. **The American Economic Review**, v. 34, p. 798-827, n. 4, 1944.

FARHI, M. **Efetividade e dilemas do regime de metas de inflação: os formatos do regime e os impactos dos choques exógenos.** Campinas: IE/Unicamp, 2007. (Relatório de pesquisa). Disponível em: <<http://www.ieecon.net/pesquisa.htm>>.

FLASSBECK, H.; LA MARCA, M. (Eds.). **Coping with globalized finance: recent challenges and long-term perspectives.** Geneva: UNCTAD, 2007.

FMI – FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **Annual report on exchange arrangements and exchange restrictions.** Washington: IMF, 2009.

FONSECA, P. Gênese e percursos do desenvolvimentismo no Brasil. **Revista Pesquisa e Debate**, São Paulo, v. 15, n. 2, p. 225-56, 2004. Disponível em: <<http://goo.gl/i4wFNJ>>.

FRANKEL, J. **Experience of and lessons from exchange rate regimes in emerging economies.** Cambridge: NBER, 2003. (Working Paper, n. 10.032). Disponível em: <<http://goo.gl/5gkTp1>>.

FREITAS, M. C. P. Banco central e política macroeconômica: o regime de metas e inflação. *In*: MARCOLINO, L.; CARNEIRO, R. (Orgs.). **Sistema financeiro e desenvolvimento no Brasil.** São Paulo: Publisher, 2012.

FRIEDMAN, M. **Essays in positive economics.** Chicago: University of Chicago, 1974.

GOBETTI, S. W; GOUVÊA, R. R; SCHETTINI, B. P. **Resultado fiscal estrutural: um passo para a institucionalização de políticas anticíclicas no Brasil.** Brasília: Ipea, 2010. (Texto para Discussão, n. 1.515). Disponível em: <<http://goo.gl/g0qlzK>>.

HABERMEIER, K. *et al.* **Revised system for the classification of exchange rate arrangements.** Washington: IMF, 2009. (Working Paper, n. 9/211). Disponível em: <<http://goo.gl/y1pXez>>.

HART, D.; KREPS, O. Price destabilizing speculation, **Journal of Political Economy**, v. 94, n. 5, p. 927-952, 1986.

HERR, H.; KAZANDZISKA, M. **Macroeconomic policy regimes in western industrial countries.** London: Routledge, 2011.

HICKS, J. **The crisis in keynesian economics.** New York: Basic Books, 1974.

IPEA – INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. **Macroeconomia para o desenvolvimento:** crescimento, estabilidade e emprego, Projeto perspectivas do desenvolvimento brasileiro. Brasília: Ipea, 2010. Livro 4. Disponível em: <<http://goo.gl/n3ontB>>.

KEYNES, J. M. A treatise on money. *In: The collected writings of John Maynard Keynes.* London: MacMillan, 1971a. v. 5.

\_\_\_\_\_. **Activities 1929-1931:** rethinking employment and unemployment policies. London: Macmillan, 1971b. (The collected writings of John Maynard Keynes, v. 20).

\_\_\_\_\_. **Activities 1940-1946:** shaping the post-war world: employment and commodities. London: Macmillan, 1971c. (The collected writings of John Maynard Keynes, v. 27).

\_\_\_\_\_. **A teoria geral do emprego do juro e da moeda.** São Paulo: Atlas, 1992.

KINDLEBERGER, C. **Manias, pânico e crashes:** um histórico das crises financeiras. Rio de Janeiro: Nova Fronteira, 1996.

KOHLER, M. Exchange rates during financial crises. **BIS quarterly review**, Basle, Mar. 2010.

KRAUSE, L. **Speculation and the dollar:** the political economy of exchange rates. Oxford: Westview Press, 1991.

KREGEL, J. Budget deficits, stabilisation policy and liquidity preference: Keynes's post-war proposals. *In: VICARELLI, F. (Ed.). Keynes's relevance today.* London: Macmillan, 1985.

LAVOIE, M. A Post-Keynesian amendment to the new consensus on monetary policy. **Metroeconomica**. v. 57, n. 2, 2006. Disponível em: <<http://goo.gl/XtH1RH>>.

LIMA, G. T.; SETTERFIELD, M. Inflation targeting and macroeconomic stability in a Post Keynesian economy. **Journal of Post Keynesian Economics**, v. 30, n. 3, p. 435-461, 2008.

LOPREATO, F. **Caminhos da política fiscal do Brasil.** 2011. Tese (Livre Docência) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2011.

- MARX, K. **O capital**. São Paulo: Nova Cultural, 1985. (Coleção Os Economistas).
- McCAULEY, R. N.; McGUIRE, P. Dollar appreciation in 2008: safe haven, carry trades, dollar shortage and overhedging. **BIS Quarterly Review**, p. 85-93, Dec. 2009. Disponível em: <<http://goo.gl/yz7CxQ>>.
- MINSKY, H. **Stabilizing an unstable economy**. New Haven: Yale University Press, 1986.
- MODENESI, A. **Regimes monetários: teoria e experiência do real**. Barueri: Manole, 2005.
- MODENESI, A.; PIRES-ALVES, C.; MARTINS, N. Mecanismo de transmissão da política monetária: a importância dos fatores microeconômicos. **Revista Oikos**, Rio de Janeiro, v. 11, n. 2, p. 203-216, 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/Gy7wFj>>.
- OSTRY, J. *et al.* **Two targets, two instruments: monetary and exchange rate policies**. Washington: IMF, Feb. 2012. (Staff Position Note, n. 12/01). Disponível em: <<http://goo.gl/622sTn>>.
- PRATES, D. M. **Crises financeiras dos países “emergentes”**: uma interpretação heterodoxa. 2002. Tese (Doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2002.
- ROSSI, P. **Taxa de câmbio no Brasil: dinâmicas da arbitragem e da especulação**. 2012. Tese (Doutorado) – Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 2012.
- SERRANO, F. O conflito distributivo e a teoria da inflação inercial. **Revista de Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 14, n. 2, p. 395-421, maio/ago. 2010. Disponível em: <<http://goo.gl/WC9iC8>>.
- SNOWDON, B.; VANE, H. **Modern macroeconomics: its origin, development and current state**. Cheltenham: Edward Elgar, 2005.
- STIGLITZ, J. Rethinking macroeconomics: what failed, and how to repair it. **Journal of the European Economic Association**. v. 9, n. 4, p. 591-645, Aug. 2011. Disponível em: <<http://goo.gl/JIDF7k>>.
- TERRA, F.; FERRARI FILHO, F. Keynesian economic policies: reflections on the Brazilian economy, 1995-2009. **Cepal Review**, Santiago, n. 108, p. 111-126, 2012. Disponível em: <<http://goo.gl/3MWHRu>>.
- UNCTAD. **Trade and development report**. New York; Geneva: United Nations, 2007.
- \_\_\_\_\_. Global monetary chaos: systemic failures need bold multilateral responses. **UNCTAD policy briefs**, n. 12, New York; Geneva, 2010.
- WILLIANSO, J. **Exchange rate economics**. Washington: Peterson Institute, 2008. (Working Paper Series, n. 08/3).



## **EDITORIAL**

### **Coordenação**

Cláudio Passos de Oliveira

### **Supervisão**

Everson da Silva Moura

Reginaldo da Silva Domingos

### **Revisão**

Ângela Pereira da Silva de Oliveira

Clícia Silveira Rodrigues

Idalina Barbara de Castro

Leonardo Moreira Vallejo

Marcelo Araujo de Sales Aguiar

Marco Aurélio Dias Pires

Olavo Mesquita de Carvalho

Regina Marta de Aguiar

Bárbara Seixas Arreguy Pimentel (estagiária)

Tauãnara Monteiro Ribeiro da Silva (estagiária)

### **Editoração**

Bernar José Vieira

Cristiano Ferreira de Araújo

Daniella Silva Nogueira

Danilo Leite de Macedo Tavares

Diego André Souza Santos

Jeovah Herculano Szervinsk Junior

Leonardo Hideki Higa

### **Capa**

Luís Cláudio Cardoso da Silva

### **Projeto Gráfico**

Renato Rodrigues Bueno

*The manuscripts in languages other than Portuguese  
published herein have not been proofread.*

### **Livraria do Ipea**

SBS – Quadra 1 - Bloco J - Ed. BNDES, Térreo.

70076-900 – Brasília – DF

Fone: (61) 3315-5336

Correio eletrônico: [livraria@ipea.gov.br](mailto:livraria@ipea.gov.br)









### **Missão do Ipea**

Aprimorar as políticas públicas essenciais ao desenvolvimento brasileiro por meio da produção e disseminação de conhecimentos e da assessoria ao Estado nas suas decisões estratégicas.



**ipea** Instituto de Pesquisa  
Econômica Aplicada

Secretaria de  
Assuntos Estratégicos

