



Macroeconomia para o Desenvolvimento:

crescimento, estabilidade e emprego

Livro 4

Projeto Perspectivas do
Desenvolvimento Brasileiro

Macroeconomia para o Desenvolvimento: crescimento, estabilidade e emprego

Livro 4

Governo Federal

Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República

Ministro – Samuel Pinheiro Guimarães Neto



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

Marcio Pochmann

Diretor de Desenvolvimento Institucional

Fernando Ferreira

Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais

Mário Lisboa Theodoro

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

José Celso Pereira Cardoso Júnior

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas

João Sicsú

Diretora de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais

Liana Maria da Frota Carleial

Diretor de Estudos e Políticas Setoriais, de Inovação, Regulação e Infraestrutura

Márcio Wohlers de Almeida

Diretor de Estudos e Políticas Sociais

Jorge Abrahão de Castro

Chefe de Gabinete

Persio Marco Antonio Davison

Assessor-chefe de Imprensa e Comunicação

Daniel Castro

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

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

Macroeconomia para o Desenvolvimento: crescimento, estabilidade e emprego

Livro 4

Rio de Janeiro, 2010

ipea

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – **ipea** 2010

Projeto

Perspectivas do Desenvolvimento Brasileiro

Série

Eixos Estratégicos do Desenvolvimento Brasileiro

Livro 4

Macroeconomia para o Desenvolvimento

Volume

Macroeconomia para o Desenvolvimento: crescimento, estabilidade e emprego

Organizadores/Editores

Salvador Teixeira Werneck Vianna

Miguel Antonio Pinho Bruno

André de Melo Modenesi

Equipe Técnica

José Celso Pereira Cardoso Jr.

Salvador Teixeira Werneck Vianna

Miguel Antonio Pinho Bruno

André de Melo Modenesi

Lucas Azeredo da Silva Teixeira

Daniela de Abreu Carbinato

Caroline Teixeira Jorge

Félix António Manhiça

Camila de Araújo Ferraz

Marcos Vinícius Chiliatto Leite

Rodrigo Fernandes de Lima

Macroeconomia para o desenvolvimento: crescimento, estabilidade e emprego / Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. – Brasília : Ipea, 2010.

410 p. : gráfs., mapas, tabs. (Série Eixos Estratégicos do Desenvolvimento Brasileiro ; Macroeconomia para o Desenvolvimento ; Livro 4).

Inclui bibliografia.

Projeto Perspectivas do Desenvolvimento Brasileiro.

1. Política Macroeconômica. 2. Estabilização Econômica. 3. Emprego. 4. Brasil. I. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. II. Série.

ISBN XXX

CDD 339.50981

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

SUMÁRIO

APRESENTAÇÃO	7
AGRADECIMENTOS	11
INTRODUÇÃO	
A DIMENSÃO MACROECONÔMICA DO DESENVOLVIMENTO	15
PARTE I	
INSTITUCIONALIDADE E ARQUITETURA POLÍTICA DO REGIME MACROECONÔMICO	
CAPÍTULO 1	
AS CONVENÇÕES DE DESENVOLVIMENTO NO BRASIL CONTEMPORÂNEO: UMA ABORDAGEM DE ECONOMIA POLÍTICA	31
CAPÍTULO 2	
INSTITUCIONALIDADE E POLÍTICA ECONÔMICA NO BRASIL: UMA ANÁLISE DAS CONTRADIÇÕES DO ATUAL REGIME DE CRESCIMENTO PÓS-LIBERALIZAÇÃO.....	67
PARTE II	
POLÍTICA MONETÁRIA	
CAPÍTULO 3	
AVALIAÇÃO DA POLÍTICA MONETÁRIA SOB O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO	103
CAPÍTULO 4	
CONFLITO DISTRIBUTIVO E INFLAÇÃO NO BRASIL: UMA APLICAÇÃO AO PERÍODO RECENTE	119
PARTE III	
POLÍTICA CAMBIAL	
CAPÍTULO 5	
A GESTÃO DO REGIME DE CÂMBIO FLUTUANTE NO BRASIL	157

CAPÍTULO 6	
PROPOSTAS PARA UMA POLÍTICA CAMBIAL COM FOCO NO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO.....	213
PARTE IV	
POLÍTICA FISCAL	
CAPÍTULO 7	
UMA ANÁLISE DO TAMANHO E DA COMPOSIÇÃO DO GASTO PÚBLICO BRASILEIRO NO PERÍODO PÓS-REAL	239
CAPÍTULO 8	
A EVOLUÇÃO DA TRIBUTAÇÃO BRASILEIRA NO PERÍODO 1995-2008	259
PARTE V	
FINANCIAMENTO PARA O DESENVOLVIMENTO	
CAPÍTULO 9	
O PAPEL DOS BANCOS PÚBLICOS NO FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO BRASILEIRO.....	277
CAPÍTULO 10	
REFORMAS FINANCEIRAS PARA APOIAR O DESENVOLVIMENTO.....	309
PARTE VI	
EMPREGO E POPULAÇÃO	
CAPÍTULO 11	
MACROECONOMIA E PLENO EMPREGO: APONTAMENTOS PARA UMA AGENDA POSITIVA DE PESQUISA E POLÍTICA PÚBLICA.....	333
CAPÍTULO 12	
ESTRUTURA ETÁRIA, BÔNUS DEMOGRÁFICO E POPULAÇÃO ECONOMICAMENTE ATIVA NO BRASIL: CENÁRIOS DE LONGO PRAZO E SUAS IMPLICAÇÕES PARA O MERCADO DE TRABALHO	373
NOTAS BIOGRÁFICAS	403

APRESENTAÇÃO

É com imensa satisfação e com sentimento de missão cumprida que o Ipea entrega ao governo e à sociedade brasileira este conjunto – amplo, mas obviamente não exaustivo – de estudos sobre o que tem sido chamado, na instituição, de *Eixos Estratégicos do Desenvolvimento Brasileiro*. Nascido de um grande projeto denominado *Perspectivas do Desenvolvimento Brasileiro*, este objetivava aglutinar e organizar um conjunto amplo de ações e iniciativas em quatro grandes dimensões: *i)* estudos e pesquisas aplicadas; *ii)* assessoramento governamental, acompanhamento e avaliação de políticas públicas; *iii)* treinamento e capacitação; e *iv)* oficinas, seminários e debates. O projeto se cumpre agora plenamente com a publicação desta série de dez livros – apresentados em 15 volumes independentes –, listados a seguir:

- Livro 1 – Desafios ao Desenvolvimento Brasileiro: contribuições do Conselho de Orientação do Ipea – publicado em 2009
- Livro 2 – Trajetórias Recentes de Desenvolvimento: estudos de experiências internacionais selecionadas – publicado em 2009
- Livro 3 – Inserção Internacional Brasileira Soberana
 - Volume 1 – Inserção Internacional Brasileira: temas de economia internacional
 - Volume 2 – Inserção Internacional Brasileira: temas de economia internacional
- Livro 4 – Macroeconomia para o Desenvolvimento
 - Volume único – Macroeconomia para o Desenvolvimento: crescimento, estabilidade e emprego
- Livro 5 – Estrutura Produtiva e Tecnológica Avançada e Regionalmente Integrada
 - Volume 1 – Estrutura Produtiva Avançada e Regionalmente Integrada: desafios do desenvolvimento produtivo brasileiro
 - Volume 2 – Estrutura Produtiva Avançada e Regionalmente Integrada: diagnóstico e políticas de redução das desigualdades regionais
- Livro 6 – Infraestrutura Econômica, Social e Urbana
 - Volume 1 – Infraestrutura Econômica no Brasil: diagnósticos e perspectivas para 2025

- Volume 2 – Infraestrutura Social e Urbana no Brasil: subsídios para uma agenda de pesquisa e formulação de políticas públicas
- Livro 7 – Sustentabilidade Ambiental
 - Volume único – Sustentabilidade Ambiental no Brasil: biodiversidade, economia e bem-estar humano
- Livro 8 – Proteção Social, Garantia de Direitos e Geração de Oportunidades
 - Volume único – Perspectivas da Política Social no Brasil
- Livro 9 – Fortalecimento do Estado, das Instituições e da Democracia
 - Volume 1 – Estado, Instituições e Democracia: república
 - Volume 2 – Estado, Instituições e Democracia: democracia
 - Volume 3 – Estado, Instituições e Democracia: desenvolvimento
- Livro 10 – Perspectivas do Desenvolvimento Brasileiro

Organizar e realizar tamanho esforço de reflexão e de produção editorial apenas foi possível, em tão curto espaço de tempo – aproximadamente dois anos de intenso trabalho contínuo –, por meio da competência e da dedicação institucional dos servidores do Ipea (seus pesquisadores e todo seu corpo funcional administrativo), em uma empreitada que envolveu todas as áreas da Casa, sem exceção, em diversos estágios de todo o processo que sempre vem na base de um trabalho deste porte.

É, portanto, a estes dedicados servidores que a Diretoria Colegiada do Ipea primeiramente se dirige em reconhecimento e gratidão pela demonstração de espírito público e interesse incomum na tarefa sabidamente complexa que lhes foi confiada, por meio da qual o Ipea vem cumprindo sua missão institucional de produzir, articular e disseminar conhecimento para o aperfeiçoamento das políticas públicas nacionais e para o planejamento do desenvolvimento brasileiro.

Em segundo lugar, a instituição torna público, também, seu agradecimento a todos os professores, consultores, bolsistas e estagiários contratados para o projeto, bem como a todos os demais colaboradores externos voluntários e/ou servidores de outros órgãos e outras instâncias de governo, convidados a compor cada um dos documentos, os quais, por meio do arsenal de viagens, reuniões, seminários, debates, textos de apoio e idas e vindas da revisão editorial, enfim puderam chegar a bom termo com todos os documentos agora publicados.

Estiveram envolvidas na produção direta de capítulos para os livros que tratam explicitamente dos sete eixos do desenvolvimento mais de duas centenas de pessoas. Para este esforço, contribuíram ao menos 230 pessoas, mais de uma centena de pesquisadores do próprio Ipea e outras tantas pertencentes a mais de 50 instituições diferentes, entre universidades, centros de pesquisa, órgãos de governo, agências internacionais etc.

A Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (Cepal) – sólida parceira do Ipea em inúmeros projetos – foi aliada da primeira à última hora nesta tarefa, e ao convênio que com esta mantemos devemos especial gratidão, certos de que os temas do planejamento e das políticas para o desenvolvimento – temas estes tão caros a nossas tradições institucionais – estão de volta ao centro do debate nacional e dos circuitos de decisão política governamental.

Temos muito ainda que avançar rumo ao desenvolvimento que se quer para o Brasil neste século XXI, mas estamos convictos e confiantes de que o material que já temos em mãos e as ideias que já temos em mente se constituem em ponto de partida fundamental para a construção deste futuro.

Boa leitura e reflexão a todos!

Marcio Pochmann
Presidente do Ipea

Diretoria Colegiada

Fernando Ferreira
João Sicsú
Jorge Abrahão
José Celso Cardoso Jr.
Liana Carleial
Márcio Wohlers
Mário Theodoro

AGRADECIMENTOS

O livro *Macroeconomia para o Desenvolvimento: crescimento, estabilidade e emprego* insere-se no eixo temático de pesquisa do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea) denominado Macroeconomia para o Pleno Emprego, e integra o projeto *Perspectivas do Desenvolvimento Brasileiro*, que articula os demais eixos temáticos de pesquisa da instituição.

Mais ainda, este volume representa o esforço da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea no sentido de se dirigir à sociedade apresentando uma avaliação da política macroeconômica brasileira e propor uma agenda de pesquisa que tenha por objetivo a formulação de aperfeiçoamentos em conformidade com uma estratégia de desenvolvimento nacional. Trata-se de uma construção coletiva, que contou com o engajamento e o esforço não apenas do corpo técnico, administrativo e editorial da Casa, mas também de um leque amplo de pesquisadores e professores de diversas instituições. Tal constatação, naturalmente, não nos exime, a nós editores, de eventuais (e inevitáveis) erros remanescentes.

Dirigimos nossos agradecimentos, em primeiro lugar, ao presidente Marcio Pochmann, à Diretoria Colegiada do Ipea e ao coordenador-geral do projeto *Perspectivas do Desenvolvimento Brasileiro*, José Celso Pereira Cardoso Jr., pela honra concedida ao nos confiar as nobres e relevantes tarefas de edição, coordenação e organização do presente volume.

Agradecemos também a Renato Baumann, Carlos Mussi e Ricardo Bielschowsky, que viabilizaram a parceria com a Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (Cepal), que aportou recursos para a realização de parte dos estudos destinados ao livro, e contribuíram para a formatação de seu roteiro final. O projeto contou também com financiamento do Programa de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD), e somos gratos a Antônio Rito e Isabel Pires pelo competente apoio administrativo conferido.

Em segundo lugar, devemos agradecer à equipe técnica, cuja dedicação foi fundamental para a realização do livro, tanto em sua concepção quanto nas etapas intermediárias de produção, debate e revisão dos textos de cada autor. Nesse sentido, Lucas Azeredo da Silva Teixeira, Daniela de Abreu Carbinato, Caroline Teixeira Jorge, Félix Antônio Manhiça, Camila de Araújo Ferraz, Marcos Vinícius Chiliatto Leite e Rodrigo Fernandes de Lima, jovens economistas em diferentes estágios de sua formação e vinculados ao Ipea por meio do PNPD, merecem igualmente nosso agradecimento por suas ativas e valiosas contribuições a este livro, exemplos claros do acerto da política de fortalecimento deste programa.

Faz-se necessário também registrar nossos agradecimentos ao corpo de servidores da área administrativa da Dimac, em particular devido ao método adotado para a construção coletiva deste livro, que envolveu uma série de oficinas preparatórias. Assim, o apoio conferido por profissionais como Fátima Queiroz, Daise Souza, Bruno May, Leandro Camilo, Marcos José Delfim da Luz, Yolanda Pereira Andrade e Jaqueline Carvalhaes de Sá foi fundamental para minimizar as dificuldades logísticas envolvidas na execução do projeto.

Com relação ao processo editorial, cumpre registrar o trabalho, sempre competente e eficiente, da equipe da Unidade do Rio de Janeiro do Ipea, comandada por Andrea Bossle de Abreu, que conta com o valioso apoio de Aeromilson Mesquita e Roberto Campos. A esses servidores, bem como a toda a equipe de revisores e diagramadores, nossa profunda gratidão.

Agradecemos também aos pesquisadores da Casa que participaram, em graus variáveis, do processo de elaboração do livro, seja através de pareceres e comentários aos textos, fornecendo insumos para o seu aprimoramento, ou mesmo por simples (mas sempre valiosas) conversas informais. Destacamos, nesse sentido, nossa gratidão a Renaut Michel, Denise Lobato Gentil, Roberto Pires Messenberg, Cláudio Hamilton Matos dos Santos, Victor Leonardo de Araújo, Cláudio Roberto Amitramo, Sérgio Wulff Gobetti, Thiago Sevilhano Martinez e Murilo José de Souza Pires.

Agradecimentos de outra natureza, e igualmente importantes, se fazem obrigatórios ao conjunto de colaboradores, vinculados a diversas instituições de ensino e pesquisa, cuja adesão entusiástica ao projeto, desde seus momentos iniciais, converteu-se, para nós editores, em fator extra de motivação na realização do livro. As diversas oficinas realizadas (gerais, com todos os colaboradores, e específicas, com especialistas de cada tema) constituíram momentos ímpares de debate e avanço do conhecimento sobre as questões macroeconômicas brasileiras. Cumpre, portanto, conceder-lhes os devidos créditos pela contribuição na elaboração dos respectivos capítulos.

A Parte I do livro, *Institucionalidade e arquitetura política do regime macroeconômico*, contou com artigos de três pesquisadores. Fabio Stefano Erber, titular da cadeira de Desenvolvimento Econômico e Social do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ), elaborou o capítulo 1, *As convenções de desenvolvimento no Brasil contemporâneo: uma abordagem de economia política*. Miguel Antonio Pinho Bruno, pesquisador da Dimac/Ipea e professor da Escola Nacional de Ciências Estatísticas do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (Ence/IBGE) e da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (FCE/UERJ), e Jaime Marques Pereira, professor da Faculdade de Economia e Gestão da Universidade de Picardie Jules Verne (UPJV/França), contribuíram com o capítulo 2, *Institucionalidade e política econômica no Brasil: uma análise das contradições do atual regime de crescimento pós-liberalização*.

Dos capítulos que constituem a Parte II, dedicados à análise da política monetária, registrem-se os créditos a André de Melo Modenesi, professor-adjunto do IE/UFRJ, e Salvador Teixeira Werneck Vianna, pesquisador da Dimac/Ipea, responsáveis pelo capítulo 3, *Avaliação da política monetária sob o regime de metas de inflação*. Julia de Medeiros Braga e Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos, professores-adjuntos do Departamento de Economia da Universidade Federal Fluminense (UFF), produziram dois estudos que resultaram no capítulo 4, *Conflito distributivo e inflação no Brasil: uma aplicação ao período recente*.

A Parte III, *Política cambial*, contou com as contribuições de Daniela Magalhães Prates, professora do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/UNICAMP) e pesquisadora do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq), no capítulo 5, *A gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil*, e de Paulo Gala, professor da Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (EESP/FGV-SP) e coordenador do curso de mestrado profissional em finanças e economia da mesma instituição, no capítulo 6, *Propostas para uma política cambial com foco no desenvolvimento econômico*.

A Parte IV, dedicada à análise e à avaliação da política fiscal no Brasil, contou com a substancial colaboração do pesquisador da Dimac/Ipea Cláudio Hamilton Matos dos Santos, responsável pelo capítulo 7, *Uma análise do tamanho e da composição do gasto público brasileiro no período pós-real*, este em parceria com Denise Lobato Gentil, assessora da Dimac/Ipea e professora-adjunta do IE/UFRJ, e também pelo capítulo 8, *A evolução da tributação brasileira no período 1995-2008*. Em relação a este último, cumpre registrar o apoio técnico conferido por Sérgio Wulff Gobetti, pesquisador da Dimac/Ipea.

A Parte V, *Financiamento para o desenvolvimento*, que tem por objetivos identificar as dificuldades inerentes e peculiares ao financiamento de longo prazo (para infraestrutura e outros setores) e avaliar o papel do Estado (especialmente dos bancos públicos) para a minimização dessas dificuldades, contou com os aportes de Jennifer Hermann, professora-adjunta do IE/UFRJ, no capítulo 9, *O papel dos bancos públicos no financiamento do desenvolvimento brasileiro*, e de Fernando Cardim de Carvalho, titular da cadeira de Macroeconomia do IE/UFRJ, no capítulo 10, *Reformas financeiras para apoiar o desenvolvimento*.

Em relação à Parte VI, *Emprego e população*, registrem-se os créditos a José Celso Pereira Cardoso Jr., pesquisador e diretor da Diretoria de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia (Diest) do Ipea, que elaborou o capítulo 11, *Macroeconomia e pleno emprego: apontamentos para uma agenda positiva de pesquisa e política pública*. Especificamente em relação a este texto, cumpre acrescentar agradecimentos a Roberto Gonzalez e Marcelo Galiza, ambos da Coordenação de Trabalho e Renda do Ipea, por seus comentários a versões

anteriores, isentando-os, obviamente, de erros e omissões remanescentes. Também se faz necessário agradecer aos colegas Joana Mostafa, José Aparecido, José Valente, e à equipe coordenada por Salvador Teixeira Werneck Vianna pela ajuda na atualização de dados ao longo do capítulo. O capítulo 12, *Estrutura etária, bônus demográfico e população economicamente ativa no Brasil: cenários de longo prazo e suas implicações para o mercado de trabalho*, contou com as contribuições de José Eustáquio Diniz Alves, pesquisador titular da Ence/IBGE, e Daniel de Santana Vasconcelos, doutorando em Economia pelo IE/UFRJ.

Todos os capítulos integrantes deste livro foram lidos, relidos, debatidos e editados por Salvador Teixeira Werneck Vianna, Miguel Antonio Pinho Bruno, André de Melo Modenesi, Lucas Azeredo da Silva Teixeira, Marcos Vinícius Chiliatto Leite, Félix António Manhiça, Daniela de Abreu Carbinato, Camila de Araújo Ferraz, Caroline Teixeira Jorge e Rodrigo Fernandes de Lima, sob a supervisão do diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas do Ipea, João Sicsú. Tal processo possibilitou que essa equipe fosse capaz de produzir a introdução deste volume, *A dimensão macroeconômica do desenvolvimento*, texto que pode ser considerado uma espécie de sumário analítico do livro, e que pretende, também, constituir um guia para novas e necessárias agendas de pesquisa no tema do papel da política macroeconômica no desenvolvimento econômico e social do país.

A todos os colaboradores reiteramos os nossos mais sinceros agradecimentos, na esperança de que consigamos cumprir com nosso principal objetivo, o de contribuir para o debate sobre as perspectivas do desenvolvimento brasileiro.

Os Editores

INTRODUÇÃO

A DIMENSÃO MACROECONÔMICA DO DESENVOLVIMENTO

A publicação de *A Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda*, de J. M. Keynes (1936), funda a macroeconomia como um ramo da ciência econômica¹ quando o capitalismo, em plena Grande Depressão, vivia sua maior crise. Uma das características daquele momento histórico era a existência de um grande estoque de equipamentos produtivos ociosos, apesar de um largo contingente de mão de obra disposta a trabalhar. Esta situação contrastava com um dos principais postulados da teoria econômica à época, qual seja, a impossibilidade de as economias operarem sistematicamente fora do pleno emprego.

A macroeconomia surgiu, então, com um senso de urgência: procurou-se, por um lado, construir um arcabouço analítico capaz de explicar o mundo como ele se apresentava de fato e, por outro, fornecer instrumentos capazes de promover e sustentar o pleno emprego dos fatores produtivos. Tais condições históricas, aliadas àquelas demandas latentes, adequaram o nascente ramo da ciência econômica ao principal problema das economias desenvolvidas, a saber, a administração da demanda agregada a um nível suficiente para atingir o pleno emprego.

O estudo do desenvolvimento, por sua vez, constituiu o objeto central da Economia desde que esta se conformou num campo autônomo do conhecimento, ao final do século XVIII,² e remete, fundamentalmente, aos processos de formação dos fatores produtivos (SALM, 2010). Não obstante, conforme Teixeira (2009), foi somente no período compreendido entre o imediato pós-Segunda Grande Guerra e o primeiro “choque do petróleo” que a teorização sobre o desenvolvimento ganhou identidade e vida próprias, consolidando-se como uma área de conhecimento da Economia.

É também nesse período que surge o estudo do subdesenvolvimento das economias situadas na periferia do sistema capitalista internacional, e dois marcos fundamentais podem ser destacados. Primeiro, a publicação de *O desenvolvimento econômico da América Latina e seus principais problemas*, de Raúl Prebisch, em 1949, que se constituiria

1. Em inglês, *Economics*. Esse termo – cuja tradução literal para o português não esgota totalmente o seu significado – foi cunhado por Alfred Marshall, com a publicação, em 1890, de seu livro *Principles of Economics*, para diferenciar-se da Economia Política (*Political Economy*), expressão que designava a ciência econômica até então. Importa observar que, na evolução da teoria econômica, esta obra de Marshall é identificada como marco inaugural da microeconomia.

2. Com a publicação, em 1776, do clássico *A Riqueza das Nações*, de A. Smith.

na base da teoria do desenvolvimento periférico da Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (Cepal), organismo vinculado à Organização das Nações Unidas (ONU) criado um ano antes. O segundo foi a publicação, em 1958, de *A Economia do Subdesenvolvimento*, coletânea organizada pelos indianos A. N. Agarwala e S. P. Singh, reunindo trabalhos de economistas que, à época, se destacavam pela abertura de novos caminhos para o entendimento do problema, como W. Arthur Lewis, Paul Rosenstein-Rodan, Simon Kuznets, além de Celso Furtado.

Cabe observar que, em sua contribuição a esta coletânea, o artigo *Formação de capital e desenvolvimento econômico*, Furtado, ainda jovem, esboça os elementos de sua teoria do subdesenvolvimento, ao enunciar que “o problema do desenvolvimento econômico é um aspecto do problema geral da mudança social em nossa sociedade, e não poderá ser totalmente compreendido se não se lhe devolve o conteúdo histórico” (FURTADO, 1969, p. 320).³ Esses elementos serão retomados e reelaborados em maior profundidade em sua reflexão mais madura, tal como se depreende deste trecho de *Desenvolvimento e Subdesenvolvimento*: “o subdesenvolvimento não constitui uma etapa necessária do processo de formação das economias capitalistas modernas. É, em si, um processo particular, resultante da penetração de empresas capitalistas modernas em estruturas arcaicas” (FURTADO, 1965, p. 184).⁴

As economias *em desenvolvimento e subdesenvolvidas*, portanto, apresentam obstáculos estruturais específicos às suas condições históricas associados a suas inserções periféricas no sistema econômico internacional. Alguns destes entraves, como vasto contingente de força de trabalho subempregado nos setores de subsistência, tendência ao desequilíbrio do balanço de pagamentos e profunda heterogeneidade entre setores produtivos, não poderiam ser superados sem a promoção de *transformações estruturais*. Nesse contexto, a política econômica expande seus objetivos para além de questões específicas e imediatas, bem como o escopo do manuseio dos instrumentos de política econômica, característicos das economias desenvolvidas.

A gestão da política macroeconômica em um país ainda *em desenvolvimento*, como o Brasil, deve, então, ser conduzida de maneira a se atingir dois objetivos. O primeiro é promover o crescimento econômico e fornecer condições para que este seja sustentado; isto envolve a adoção de políticas anticíclicas para atenuar os efeitos das flutuações econômicas na produção e no emprego, sem descuidar de outros aspectos igualmente importantes, como a estabilidade de preços e a ampliação da capacidade produtiva do país.

O segundo é buscar o desenvolvimento e, para atingi-lo, são necessários investimentos maciços (públicos e privados) ao longo do tempo em saúde, educação

3. O artigo em questão foi publicado originalmente em 1952, na *Revista Brasileira de Economia*, v.6, n. 3. O ano de 1969 refere-se à primeira edição em português de *A Economia do Subdesenvolvimento*, ora consultada.

4. Ao se falar em Celso Furtado, torna-se indispensável destacar *Formação Econômica do Brasil*, publicado em 1959, um marco fundamental do estruturalismo.

e infraestrutura para garantir o bem-estar de toda a população e a igualdade de oportunidades. E investimentos, também de largo vulto, em ciência e tecnologia, os quais, associados a políticas industriais e agrícolas, revertam-se em fatores de impulso e dinamismo para os setores produtivos. O mais importante desafio que se apresenta é, portanto, tentar conciliar esses dois objetivos de tal forma que a gestão da política macroeconômica não cerceie as possibilidades de desenvolvimento econômico e social.

O presente volume parte do pressuposto de que uma estratégia de desenvolvimento para o Brasil requer, como condição fundamental, um crescimento econômico vigoroso (isto é, a taxas anuais da ordem de 7%)⁵ e sustentável ao longo do tempo. Para isso, argumenta-se que a política macroeconômica e a estrutura institucional a ela subjacente sejam aperfeiçoadas em bases tais que priorizem, além da estabilidade de preços, a geração de empregos, a ampliação da capacidade produtiva e a redução das desigualdades.

Por que devemos e por que podemos crescer a taxas significativamente maiores que as registradas na história econômica brasileira recente? Quais ações e instrumentos devem ser mobilizados com vistas a se constituir uma política macroeconômica comprometida com mudanças estruturais?

Este livro se propõe a discutir tais questões, reunindo elementos teóricos e evidências empíricas que sustentem a possibilidade de readequação da política macroeconômica, sem, obviamente, a pretensão de esgotar o debate ou endereçar respostas definitivas a essa problemática. Seu principal objetivo é propor que uma estratégia de desenvolvimento nacional não poderá prescindir de um modelo macroeconômico que a potencialize.

A presente introdução está organizada em quatro seções. Segue-se a esta exposição inicial uma breve discussão do desempenho econômico brasileiro, a partir de uma perspectiva histórica. A seção seguinte descreve a estrutura do livro, comentando brevemente cada capítulo, e a seção final, por sua vez, reúne algumas considerações, sugerindo alguns elementos para uma agenda de pesquisa vinculada à macroeconomia comprometida com o desenvolvimento.

CINQUENTA ANOS DE FORTE CRESCIMENTO ECONÔMICO E TRINTA ANOS DE SEMIESTAGNAÇÃO

Conforme apresentado na parte inicial desta introdução, uma gestão macroeconômica comprometida com mudanças estruturais não pode deixar de conciliar os objetivos de longo prazo com aqueles de curto prazo. A história econômica

5. Conforme sugerido pela Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República (SAE/PR) em seu documento *As Metas do Centenário* (ver www.sae.gov.br/brasil2022/?p=341, acessado em 8/11/2010).

brasileira do século XX reúne diversos exemplos de como a condução da política macroeconômica pode condicionar a trajetória de desenvolvimento, bem como as flutuações do produto, da renda e dos preços.

A economia brasileira cumpriu, no meio século compreendido entre 1930 e 1980, uma trajetória de crescimento econômico singular no conjunto dos países da periferia do capitalismo mundial. Ao fim desse longo período de crescimento acelerado, a renda por habitante havia aumentado praticamente sete vezes em relação ao nível prevalecente em 1930.⁶

Evidentemente, tal trajetória não se deu de maneira linear; na verdade, numa análise bastante simplificada, três grandes etapas podem ser identificadas. A primeira, que compreendeu o período 1930-1950, representou o período inicial da construção do desenvolvimento brasileiro, sendo assim uma etapa de transição entre um modelo primário-exportador e outro cujo centro dinâmico é a indústria. Já a segunda etapa (1950-1963) caracterizou-se pela presença do Estado no planejamento econômico e pela intensificação do processo de industrialização. Finalmente a terceira etapa, inscrita entre 1964 e 1980, foi marcada pelo chamado “milagre econômico” (quando se registrou, em 1973, a mais alta taxa de variação real do PIB brasileiro: 13,9%) e pela implantação de importantes setores industriais com a execução do Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND).

Para além das altas taxas de crescimento desses 50 anos, há importantes diferenças, no que tange à política macroeconômica, entre os processos de desenvolvimento verificados na segunda e na terceira etapas, mencionadas anteriormente. *Grosso modo*, pode-se dizer que o início da década de 1960 marcou o esgotamento de um modelo em que o crescimento econômico era perseguido na ausência de instrumentos efetivos de gestão macroeconômica. Mais detalhadamente, até então, a única política macroeconômica efetivamente mobilizada em prol do desenvolvimento havia sido a cambial, enquanto outras políticas, como a monetária e a fiscal, possuíam papel praticamente irrelevante. Isto era reflexo, fundamentalmente, da ausência de instituições-chave, como uma autoridade monetária e mercados de capitais efetivamente constituídos, e da fragilidade fiscal do Estado brasileiro, manifesta nos impostos de má qualidade, bem como na carga tributária baixíssima *vis-à-vis* as necessidades existentes. As resultantes macroeconômicas desse modelo de crescimento foram os fortes desequilíbrios associados a problemas inflacionários e de balanço de pagamentos, característicos do final dos anos 1950.

Já a terceira etapa se deu, em contrapartida, sob a égide de profundas re-

6. A taxa média anual de crescimento populacional neste período situou-se entre 3% e 3,5% enquanto o Produto Interno Bruto (PIB) cresce a cerca de 7%. Destaque-se que a atual taxa de crescimento demográfico está próxima de 1,4% ao ano (a.a.), portanto, muito mais favorável à elevação dos padrões de vida se a economia for capaz de proporcionar taxas mais altas e sustentáveis de crescimento do produto.

formas macro e microeconômicas levadas a termo nos primeiros anos do regime militar instaurado em 1964, na esteira do Plano de Ação Econômica do Governo (PAEG) implementado no período 1964-1966. As reformas financeira, fiscal e tributária, entre outras, concretizadas em tão curto espaço de tempo graças ao contexto autoritário então vigente, dotaram o Estado brasileiro de um vasto e até então inédito instrumental de gestão macroeconômica, que foi mobilizado para promover o crescimento acelerado.

O esgotamento desse modelo se deu em função das sucessivas crises internacionais (choques do petróleo e dos juros norte-americanos) que, ao final da década de 1970, solaparam a economia brasileira, dada a sua exposição excessiva ao endividamento externo, aprofundada durante o governo Geisel, no âmbito do II PND. Estas são as raízes da severa crise por que passaria o país em sua década perdida,⁷ marcada, entre outros elementos, por duas moratórias, estagnação econômica e um processo de alta inflação crônica.

A partir do anteriormente exposto, pode-se formular a seguinte conjectura: das três etapas consideradas, e descartando-se a primeira (1930-1950), identificada como de transição para o desenvolvimento do capitalismo industrial no Brasil, em uma delas, qual seja, 1950-1963, prevaleceu uma estratégia de desenvolvimento baseada em crescimento acelerado e transformação da estrutura produtiva, sem gestão macroeconômica, mas com democracia política; na outra, entre 1964 e 1980, a estratégia anterior aprofundou-se com a criação dos instrumentos de política macroeconômica, porém num contexto autoritário.

Finda essa longa trajetória de crescimento econômico, inicia-se outra que, em oposição à anterior, correspondeu a 30 anos de semiestagnação (1980-2009) e pode ser, sinteticamente, dividida em dois períodos: *i*) 1980-1994, marcado pela transição democrática e pela estagnação econômica associada à crise do modelo anterior; e *ii*) pós-1994, caracterizado pela implementação de novo regime macroeconômico e por baixo crescimento econômico. Em mais detalhes, o primeiro período caracterizou-se pela recondução, lenta e gradual, do Brasil à democracia e por graves desequilíbrios macroeconômicos – como elevada aceleração inflacionária e crescente dívida externa – decorrentes do esgotamento do modelo anterior.

O segundo período – cujo marco zero é a implementação do Plano Real, em 1994, quando já havia sido concluída uma bem-sucedida recondução política do país para a democracia – caracteriza-se por uma ampliação do alcance dos instrumentos⁸ de política macroeconômica permitida pelas condições de “normalidade”, dadas pelo sucesso da estratégia de estabilização de preços. Desde então,

7. Década perdida é como se convencionou chamar os anos 1980 no Brasil.

8. Grande parte destes instrumentos já estava presente na economia brasileira, mas sua efetividade era comprometida pela instabilidade macroeconômica.

este instrumental passa a ser mobilizado na busca quase exclusiva da estabilidade de preços, identificada como condição primordial para o desenvolvimento.

Contudo, a estabilização dos preços pós-1994, embora importante, não conseguiu devolver ao país o ritmo de crescimento característico do período 1950-1980. Em mais detalhes, pode-se constatar que o período 1950-1980 caracterizou-se por uma média de crescimento econômico da ordem de 7,4% a.a., enquanto no período 1981-2009, a taxa média de crescimento do PIB atinge somente pouco mais de um terço desse valor, isto é, 2,4% a.a. Mesmo considerando o subperíodo 2004-2009, a taxa média de crescimento econômico (4,0% a.a.) ainda é baixa para um país que aspira atingir a condição de nação desenvolvida.

Essas constatações expressam um fato estilizado fundamental por suas implicações quanto aos limites da atual política econômica: a economia brasileira evoluiu sob um regime de alto crescimento entre 1950 e 1980, abrangendo os períodos do Plano de Metas (1951-1961), do Milagre Econômico (1967-1973) e do II PND (1975-1979), enquanto, a partir dos anos 1980, perdeu essa trajetória de expansão acelerada, passando a operar sob um regime de baixo crescimento, mesmo após controlar a inflação.

Embora as causas para a entrada nessa trajetória de crescimento não possam ser atribuídas apenas ao atual modelo econômico, o mesmo se mostra incapaz de elevar a taxa média de crescimento da economia brasileira. Em outros termos, apesar de determinadas restrições estruturais terem sido equacionadas e superadas no período pós-estabilização monetária, a economia brasileira atual mostra-se ainda limitada para gerar elevadas e sustentadas taxas de crescimento econômico, condição necessária para a promoção do desenvolvimento.

ORGANIZAÇÃO DO VOLUME

O objetivo geral do livro *Macroeconomia para o Desenvolvimento: crescimento, estabilidade e emprego* consiste na elaboração de uma análise crítica do atual regime macroeconômico, a partir do qual reúnam-se elementos para conformar uma agenda de pesquisa voltada para a formulação de uma arquitetura de política macroeconômica. Esta, por sua vez, deve estar articulada com uma estratégia de desenvolvimento nacional. O livro está estruturado em seis partes, cada uma delas trazendo discussões específicas que se vinculam ao objetivo enunciado.

A Parte I, *Institucionalidade e arquitetura política do regime macroeconômico*, é composta de dois capítulos que procuram demarcar, a partir de marcos conceituais e teóricos próprios, o papel da disputa política subjacente às teorias e aos objetivos e procedimentos recomendados para o desenvolvimento brasileiro. Além disso, destaca-se a importância das macroestruturas institucionais que condicionam o desempenho da economia.

O capítulo 1, *As convenções de desenvolvimento no Brasil contemporâneo: uma abordagem de economia política*, convida o leitor para uma reflexão crítica acerca das concepções de desenvolvimento que se encontram em disputa no Brasil no passado recente e na conjuntura atual. Partindo-se do princípio epistemológico de que a economia é ontologicamente política e da distinção tradicional entre os processos de crescimento e de desenvolvimento, argumenta-se que a persecução de transformações estruturais requer uma convenção que as legitime socialmente.

O capítulo 2, *Institucionalidade e política econômica no Brasil: uma análise das contradições do atual regime de crescimento pós-liberalização*, tem como principal objetivo analisar os determinantes institucionais e endógenos da performance macroeconômica e da política econômica no Brasil, no período 1999-2008. Fundamentando-se em pressupostos teóricos neoestruturalistas, a abordagem proposta parte da premissa de que as regularidades macroeconômicas e o regime de crescimento daí derivados são estabilizados e reproduzidos através de arranjos institucionais e organizacionais específicos. Essa arquitetura institucional, base do que se pode denominar *regulação macroeconômica*, uma vez consolidada, torna-se o substrato para a formatação e a condução das políticas monetária, fiscal e cambial.

As Partes II, III e IV do livro dedicam-se a analisar as políticas macroeconômicas específicas (monetária, cambial e fiscal), atentando para os seguintes objetivos:

- elaborar um diagnóstico do atual regime macroeconômico, vigente desde 1999, destacando-se os obstáculos que ele representa para o desenvolvimento nos planos monetário, fiscal e cambial; e
- delinear medidas de políticas econômicas, elucidando as vantagens de sua adoção em relação ao regime analisado em cada um dos planos: fiscal, monetário e cambial.

O capítulo 3, *Avaliação da política monetária sob o regime de metas de inflação*, procura analisar o custo que a política monetária tem imposto à sociedade brasileira. Tal custo é medido em termos de retração do nível de atividade, valorização cambial e desequilíbrio das contas públicas. O capítulo faz uma breve descrição da condução da política monetária durante o Plano Real, no período de 1995 a 1998, e em seguida analisa a implantação e o desempenho do regime de metas de inflação no Brasil, entre os anos de 1999 e 2008.

O capítulo 4, *Conflito distributivo e inflação no Brasil: uma aplicação ao período recente*, apresenta uma visão alternativa à leitura convencional que relaciona a inflação à existência de processos persistentes de excesso de demanda. Inicialmente é analisada, de uma perspectiva teórica abstrata, a possibilidade de que se tenha uma inflação na qual os fatores centrais de determinação são os movimentos ascendentes

dos custos de produção na economia, não respondendo essa dinâmica às condições de equilíbrio entre oferta e demanda em seus respectivos mercados.

O capítulo 5, *A gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil*, tem como objetivo avaliar a gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil, implantado no ano de 1999. Inicialmente, parte-se do estudo do formato institucional e dos condicionantes do regime. A análise é complementada com três apêndices, que apresentam, respectivamente: aspectos conceituais e analíticos relacionados ao assunto, um painel geral sobre a gestão do regime de câmbio flutuante nos países em desenvolvimento e as características do mercado doméstico brasileiro de derivativos cambiais.

O capítulo 6, *Propostas para uma política cambial com foco no desenvolvimento econômico*, tem por objetivo apresentar propostas para uma política cambial que privilegie o desenvolvimento econômico voltado para a geração de emprego, renda e produção doméstica, além do aumento da produtividade dos trabalhadores e das indústrias nacionais. Neste sentido, discutem-se, inicialmente, os potenciais benefícios de uma taxa de câmbio competitiva para o nível geral de produtividade, bem como sua relevância para estimular o desenvolvimento do setor de bens comercializáveis não dependente de *commodities*, o que afastaria os problemas associados à doença holandesa e à desindustrialização.

O capítulo 7, *Uma análise do tamanho e da composição do gasto público brasileiro no período pós-real*, tem por objetivo contestar uma tese que vem dominando o debate sobre as finanças públicas no Brasil: a de que o Estado brasileiro se agigantou, tendo criado uma carga tributária excessivamente elevada e gastos desproporcionalmente altos com o consumo da máquina pública. Tal agigantamento seria uma das causas de nosso baixo crescimento em comparação ao de outros países em desenvolvimento. Para isto, analisa-se tanto a composição quanto os principais determinantes da flutuação dos gastos públicos no Brasil, no período 1995-2008.

O capítulo 8, *A evolução da tributação brasileira no período 1995-2008*, destaca que o crescimento quase contínuo da carga tributária bruta (CTB) verificado no período 1998-2008 talvez seja o fato estilizado mais marcante das finanças públicas brasileiras no período pós-Real. Tal crescimento viabilizou a política de altos superávits primários, mesmo em um contexto de gastos públicos crescentes (notadamente com a conta de juros, até 2003, e com benefícios previdenciários e de assistência social, até 2007), e, dessa forma, exerceu papel crucial no arranjo macroeconômico implantado no Brasil.

Conquanto o *tamanho* da CTB tenha se aproximado do verificado em países da Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) – com renda *per capita* e índices de desenvolvimento humano (IDHs) consideravelmente

maiores do que os dos brasileiros –, a *composição* dessa última variável no Brasil ainda difere consideravelmente da verificada nos países desenvolvidos. Com efeito, o Brasil tributa relativamente muito mais o consumo e muito menos a renda e o patrimônio do que os países da OCDE – o que certamente ajuda a explicar os elevados índices de desigualdade de renda pessoal observados no país.

A Parte V tem por objetivos identificar as dificuldades inerentes e peculiares ao financiamento para infraestrutura (e outros setores) e avaliar o papel do Estado (especialmente dos bancos públicos) para a minimização dessas dificuldades.

O capítulo 9, *O papel dos bancos públicos no financiamento do desenvolvimento brasileiro*, trata do papel dos bancos públicos como instrumento-chave de uma estratégia de desenvolvimento para a economia brasileira. Primeiramente, no plano teórico, autores como Gershenkron (1962), Gurley e Shaw (1955) e Zysman (1983) são revisitados para destacar o papel do financiamento no desenvolvimento e mostrar que a presença de bancos públicos em diversos países associa-se a “incompletude” dos mercados, necessidade de autonomia política e financeira e capacidade de atuação anticíclica. Em um segundo momento, o caso brasileiro é analisado com enfoque na trajetória, a partir dos anos 1980, dos três maiores bancos federais existentes no país – Banco do Brasil (BB), a Caixa Econômica Federal (CEF) e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) – identificando o efeito de condicionantes macroeconômicos e de políticas de desenvolvimento sobre o modo de atuação dessas instituições. Conclui-se que a contribuição dos bancos públicos ao desenvolvimento econômico não deve resumir-se ao fomento da concorrência com os bancos privados, especialmente em países ditos “em desenvolvimento”, como é o caso do Brasil. Nestes, os maiores desafios financeiros se manifestam nas atividades voltadas para o reforço da competitividade do país no mercado externo e para o desenvolvimento social.

Partindo de uma abordagem mais ampla em relação ao Sistema Financeiro (público e privado), o capítulo 10, *Reformas financeiras para apoiar o desenvolvimento*, discute, a partir de uma perspectiva keynesiana, os meios pelos quais o Sistema Financeiro Nacional (SFN) poderia tornar-se funcional ao desenvolvimento econômico, liderado pelo capital doméstico. Para tanto, lista-se um conjunto de propostas de reforma do setor financeiro que passam pela melhoria das condições de financiamento do processo produtivo e do investimento, criação de ativos para acumulação de riqueza financeira (com atenção ao papel da regulação financeira) e redistribuição desta, ampliando o acesso a oportunidades de investimento. Ainda que as medidas propostas possam ser consideradas individualmente, elas constituem um grupo integrado, planejado não apenas para baratear os custos de capital para empresas, mas também para dar apoio às transformações estruturais que devem

acompanhar o processo de desenvolvimento, inclusive na dimensão essencial de redistribuição de riqueza.

A Parte VI procura discutir dois conjuntos de questões extremamente relevantes, e frequentemente negligenciadas pelo debate macroeconômico: a dinâmica do mercado de trabalho e a transição demográfica por que passará a sociedade brasileira nas próximas três décadas.

No capítulo 11, *Macroeconomia e pleno emprego: apontamentos para uma agenda positiva de pesquisa e política pública*, é analisada a evolução do mercado de trabalho no período 1995-2008 e é verificado um significativo aumento da formalização dos trabalhadores a partir de 2001. A explicação para tanto reside em cinco fatores fundamentais, que atuaram simultaneamente, a despeito do arranjo de política macroeconômica que não atuou fortemente nessa direção: *i*) a descentralização federativa, *ii*) o aumento do volume e da diversificação do crédito na economia, *iii*) o incremento do saldo exportador, *iv*) a criação de um regime tributário simplificado (Simples) e *v*) a ação fiscalizadora das relações de trabalho empreendida pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) e sua ação de intermediação de mão de obra. Uma interessante conclusão é que todos esses fatores podem ser influenciados, em algum grau, pelo manejo da política econômica, de modo que o Estado pode trabalhar ativamente pelo aumento da formalização do trabalho no Brasil.

O capítulo 12, *Estrutura etária, bônus demográfico e população economicamente ativa no Brasil: cenários de longo prazo e suas implicações para o mercado de trabalho*, tem como objetivo caracterizar o processo de transição demográfica brasileira, observando suas consequências para o mercado de trabalho atual e futuro. Para tanto, faz-se uso do conceito de bônus demográfico (ou janela de oportunidade ou dividendo demográfico), explicitando de que forma o Brasil poderia aproveitá-lo. O aumento da expectativa de vida e taxas de fecundidade menores ampliam a participação dos indivíduos em idade produtiva. Este bônus populacional, contudo, esgota-se a partir de 2030, colocando a questão: o que fazer para aproveitá-lo, ou seja, como iniciar um círculo virtuoso entre economia e dinâmica populacional? Sugere-se que será preciso investir em educação, em ciência e tecnologia, além de direcionar as políticas macroeconômicas para a busca do pleno emprego, gerando ocupações consonantes com tal investimento.

À GUIA DE CONCLUSÃO

Cabe destacar que a ausência de um capítulo conclusivo no presente volume não é casual. Tratou-se de uma opção deliberada, pois este livro não visa encerrar o debate, mas iniciá-lo. Esta seção tem por objetivo reunir as principais ideias trabalhadas no livro, sugerindo que tais questões venham a constituir um primeiro passo na configuração (elaboração) de uma agenda de pesquisa, a ser aprofundada

e debatida, em torno de um regime de política macroeconômica voltado para o desenvolvimento. Neste sentido, a preocupação é buscar as perguntas corretas, e não oferecer, neste espaço, respostas definitivas.

Sob essa perspectiva, o conjunto de questões discutidas no livro permite as seguintes constatações:

- 1) A gestão da política monetária tem sido pautada pelo controle das pressões inflacionárias quase que exclusivamente via contenção da demanda agregada, utilizando a taxa básica de juros da economia⁹ como principal instrumento. Assim, independentemente das origens ou das causas das pressões inflacionárias (que podem advir, por exemplo, de aumentos temporários de custos derivados de elevações das cotações internacionais de *commodities*, como ocorreu no início de 2008),¹⁰ o “remédio” tem sido o mesmo: ciclo de aumento dos juros básicos. Isto tem gerado elevada taxa de sacrifício para a sociedade brasileira, na medida em que têm sido necessárias doses elevadas de taxas de juros para se obter modestas reduções da inflação. Essa taxa de sacrifício manifesta-se no crescimento da economia abaixo da sua capacidade e na quase persistente apreciação da taxa de câmbio, com efeitos deletérios tanto sobre o setor privado (perda de competitividade do produtor doméstico) quanto sobre o setor público (custos fiscais decorrentes da acumulação de reservas).
- 2) Em relação à política cambial, está razoavelmente bem estabelecido que o patamar em que a taxa de câmbio se encontra é problemático, tanto pela suas consequências indesejáveis para o padrão de comércio internacional, quanto para a configuração da estrutura produtiva. *Grosso modo*, o nível da taxa de câmbio (sobrevalorizada) impacta negativamente a competitividade das exportações brasileiras, sobretudo as manufaturadas de maior valor agregado. Com isso, a primarização da pauta de exportações compromete o desempenho da economia brasileira, agravando sua restrição externa. As formas de se corrigir este desequilíbrio ainda estão em aberto. No entanto, conforme sugerido no capítulo 6, a imposição de controles, em particular sobre a entrada de capitais, se constitui uma possibilidade; o capítulo 5 por sua vez, discute a necessidade de um marco regulatório mais adequado para o mercado futuro de câmbio e derivativos.
- 3) No caso da política fiscal, as questões discutidas na Parte IV, por um lado, contestam o senso comum de que há um “inchaço” nas despesas governa-

9. A taxa básica de juros da economia brasileira é determinada pelo Comitê de Política Monetária (Copom) do BCB. Ela consiste na taxa média dos financiamentos diários, com lastro em títulos públicos federais, apurados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), razão pela qual é conhecida como taxa Selic.

10. Ver Vianna, Modenesi e Bruno (2008).

mentais e um descontrole do gasto público; por outro, corroboram a visão de que a estrutura tributária é pouco funcional, prejudicando o setor produtivo e contribuindo para uma concentração maior da renda. Do exposto, uma alternativa que se apresenta viável, ainda que naturalmente deva ser aprofundada e validada por pesquisas futuras, passa por um redirecionamento da política fiscal que contemple a ampliação das despesas públicas de investimento e a queda da carga tributária nos setores produtivos. Nesta perspectiva, o avanço dos investimentos públicos poderia vir a constituir o cerne de uma política macroeconômica para o desenvolvimento, sobretudo porque são autofinanciáveis, uma vez que elevam o estoque de riqueza real e as capacidades produtiva e contributiva da sociedade. É importante destacar os efeitos positivos que uma inflexão desta natureza da política fiscal teria sobre as expectativas empresariais: os investimentos público e privado são complementares, e não substitutos.

Tais constatações reforçam a importância e fundamentam a necessidade de uma articulação entre as políticas macroeconômicas, vinculando-as, também, ao objetivo do desenvolvimento, entendido na sua forma multidimensional e complexa: politicamente soberano, socialmente incluyente e ambientalmente sustentável. Para tanto, é preciso identificar a estrutura institucional que condiciona esse processo, assim como promover uma convergência em torno de uma convenção de desenvolvimento discutida e articulada pelos diferentes atores sociais.

Essa articulação da política econômica faz-se ainda mais necessária ao se considerar a transição demográfica por que o país passará nas próximas décadas. Se esta transição constituirá uma “janela de oportunidade”, ou se será (mais) uma oportunidade desperdiçada, dependerá da estratégia de desenvolvimento escolhida pela sociedade e de sua política econômica subjacente. O Brasil possui ainda uma condição privilegiada para executar sua política de desenvolvimento, pois conta com um conjunto de bancos públicos capazes de estimular o investimento privado e financiar o investimento público em setores estratégicos. Finalmente, as limitações do sistema financeiro demandam uma reforma com vistas a torná-lo funcional às necessidades da economia brasileira e, assim, apoiar as mudanças estruturais intrínsecas ao processo de desenvolvimento.

Sem embargo, é preciso ter claro que uma readequação nos rumos da política macroeconômica tem de necessariamente ser pactuada e implementada de maneira gradual, além de permanentemente discutida pela sociedade, pois esta não aceitará aventuras que ponham em risco a estabilidade de preços, uma das mais relevantes conquistas recentes da sociedade brasileira.

É inegável que o Plano Real, lançado em 1994, foi bem-sucedido em eliminar o regime de alta inflação crônica. Falta, porém, uma etapa do processo de esta-

bilização: uma flexibilização *responsável* da política monetária, que não ameace a estabilidade de preços e valha-se de instrumentos auxiliares de controle da inflação. Espera-se, com isso, a convergência da taxa básica de juros para patamares mais próximos aos verificados no resto do mundo, pois, caso contrário, a economia brasileira continuaria dependendo de ventos internacionais favoráveis para aliviar sua restrição externa.

Fica aqui, portanto, o convite a pesquisadores, acadêmicos, *policy makers* e, mais amplamente, a toda a sociedade para aprofundar a reflexão e o debate em torno de uma agenda de pesquisa que dê subsídios à definição de um regime macroeconômico comprometido com mudanças estruturais. Esse regime deve contemplar uma efetiva coordenação entre as políticas monetária, financeira, cambial e fiscal, e fazer parte de uma estratégia de desenvolvimento que priorize o pleno emprego e a obtenção de elevadas taxas de crescimento, consistentes com a robustez do balanço de pagamentos e com a estabilidade de preços.

REFERÊNCIAS

- AGARWALA, A. N.; SINGH, S. P. (Org.). **A economia do subdesenvolvimento**. Rio de Janeiro: Forense, 1969. [Publicado originalmente em 1958, pela Oxford University Press, com o título *The economics of underdevelopment*.]
- FURTADO, C. **Formação econômica do Brasil**. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1959.
- _____. **Desenvolvimento e subdesenvolvimento**. 3. ed. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1965.
- _____. Formação de capital e desenvolvimento econômico. *In*: AGARWALA, A. N.; SINGH, S. P. (Org.). **A economia do subdesenvolvimento**. Rio de Janeiro: Forense, 1969.
- GERSHENKRON, A. **Economic backwardness in historical perspective**. Cambridge, MA: Belknap Press of Harvard University Press, 1962.
- GURLEY, J. G.; SHAW, E. S. Financial aspects of economic development. **The American Economic Review**, v. 45, p. 515-538, Sep. 1955.
- KEYNES, J. M. **The general theory of employment, interest and money**. London: Macmilan, 1936.
- MARSHALL, A. **Princípios de economia**. São Paulo: Nova Cultural, 1985.
- PREBISCH, R. O desenvolvimento econômico da América Latina e seus principais problemas. **Revista Brasileira de Economia**, Ano 3, n. 3, FGV, 1949.
- SALM, C. Desenvolvimento Econômico - conceitos básicos e problemas brasileiros. *In*: BIASOTO JÚNIOR, G.; PALMA e SILVA, L. A. (Org.). **O desenvolvimento em questão**. São Paulo: FUNDAP, 2010.
- SMITH A. **A riqueza das nações**. 3. ed. São Paulo: Hemus, 2008. 440 p.
- TEIXEIRA, A. Desenvolvimento econômico: a arqueologia do debate e a contribuição original de Celso Furtado. *In*: ARAÚJO, T.P.; VIANNA, S.W.; MACAMBIRA, J. (Org.). **50 anos de Formação Econômica do Brasil, ensaios sobre a obra clássica de Celso Furtado**. Rio de Janeiro: Ipea, 2009.
- VIANNA, S. W.; MODENESI, A. M.; BRUNO, M. **Reversão preventiva na política monetária**. Rio de Janeiro: Ipea, 2008 (Nota técnica).
- ZYSMAN, J. **Governments, markets and growth: financial systems and the politics of industrial growth**. Nova York: Cornel, 1983.

PARTE I

**INSTITUCIONALIDADE E ARQUITETURA POLÍTICA DO
REGIME MACROECONÔMICO**

AS CONVENÇÕES DE DESENVOLVIMENTO NO BRASIL CONTEMPORÂNEO: UMA ABORDAGEM DE ECONOMIA POLÍTICA

1 INTRODUÇÃO

O objetivo deste capítulo é discutir as concepções de desenvolvimento que se encontram em disputa no Brasil contemporâneo. Parte do conhecido dito de Keynes que, por detrás dos “homens práticos” estão as ideias de economistas, frequentemente já mortos há muito tempo. Ou seja, a teoria econômica é importante para a política econômica. No entanto, como advertia Schumpeter, há quase um século, devemos nos precaver contra o “erro intelectualista” – as “ideias dos economistas” têm raízes no estudo da filosofia e nos problemas práticos que precisam enfrentar (SCHUMPETER, 1954).¹ Mesmo a “economia pura”, concebida como uma “caixa de ferramentas”, é socialmente inserida – “o trabalho analítico principia com material extraído da nossa visão das coisas, e esta visão é, por definição, ideológica” (SCHUMPETER, 1964, p. 70) – e a profissão de economista “*desenvolve atitudes relativas às questões políticas e sociais que são similares também por outras razões além das científicas*” (SCHUMPETER, 1964, p. 75, ênfase do original). Schumpeter (1964) aponta, ainda, para o papel que as teorias e o instrumental econômico desempenham na constituição de ideologias, notadamente dos “sistemas de economia política”, como o liberalismo e o socialismo, em que um amplo conjunto de políticas econômicas era unificado por uma visão normativa.

Em síntese, parte-se do princípio epistemológico de que a economia é ontologicamente política – daí parte do título do capítulo. Um dos seus propósitos é contribuir para a discussão dos interesses econômicos subjacentes às teorias sobre os objetivos e procedimentos recomendados para o desenvolvimento brasileiro. Ou seja, move-se na contramão da corrente que vê os conflitos como sendo de ordem meramente técnica e busca, assim, aprofundar o debate.

O objeto do capítulo é o processo de desenvolvimento brasileiro contemporâneo. Pelas suas características, o processo de desenvolvimento traz aos atores sociais uma incerteza substantiva, que não pode ser eliminada pela busca de mais informações e envolve problemas de coordenação entre os atores.

1. A obra foi publicada originalmente em 1912.

Para lidar com os problemas de incerteza e coordenação, as sociedades utilizam instituições – as *regras do jogo*. Nos planos cognitivo e comportamental estas regras estão estruturadas por convenções. Formalmente, temos uma convenção: dada uma população P , observamos um comportamento C que tem as seguintes características: *i*) C é compartilhado por todos os membros de P ; *ii*) cada membro de P acredita que todos os demais seguirão C ; e *iii*) tal crença dá aos membros de P razões suficientes para adotar C (ORLÉAN, 2004).

Na próxima seção, discute-se, sucintamente, o conceito de convenção, sua utilização na seleção de problemas e soluções e a disputa pela hegemonia entre convenções competitivas. A terceira seção aponta as incertezas que cercam atualmente a teorização internacional do desenvolvimento, em contraste com as certezas da convenção neoliberal dos anos 1990.

O caso recente brasileiro é tratado na quarta seção, em quatro breves subseções. Na primeira, é analisada a incerteza vigente à posse do presidente Lula e o reclamo por uma nova *convenção de desenvolvimento*. Nas duas subseções seguintes, apresentam-se as duas convenções que se formaram, apoiadas em forças políticas diferentes, denominadas, por questões explicadas no texto, “institucionalista restrita” e “neodesenvolvimentista”. Argumenta-se que, na disputa pela hegemonia, a primeira, que privilegia a estabilidade de preços, foi dominante ao longo do período 2003-2008. A quarta subseção discute a reação do governo brasileiro à crise internacional de 2009 e como isso afetou a correlação de forças entre as duas convenções. A última seção contenta-se em resumir as conclusões do capítulo.

2 O CONCEITO DE CONVENÇÃO DE DESENVOLVIMENTO

Tomemos como ponto de partida uma distinção tradicional entre crescimento e desenvolvimento: o primeiro consiste, essencialmente, na manutenção da mesma política econômica, o segundo implica transformações estruturais. Estas transformações fazem com que os atores enfrentem uma incerteza substantiva, que não pode ser eliminada através da busca de mais informações.

Tal incerteza reduz a possibilidade de coordenação das ações dos atores, especialmente das suas estratégias. A sinergia e as externalidades que surgem através da ação conjunta são reduzidas, e a mudança torna-se mais lenta e errática.

Instituições proveem a sociedade de meios para lidar com os problemas de incerteza e coordenação – “regras do jogo”, na definição de North (1990), amplamente aceita por institucionalistas de todos os matizes. Tais regras sobre a problemática social derivam de metáforas que são de conhecimento e aceitação gerais e que geram outras metáforas, complementares (SCHÖN, 1998) ou – como argumentam Denzau e North (1994) – de “modelos mentais compartilhados”.

Tais metáforas servem para definir os problemas, descrevendo o que está errado com a situação presente de forma a estabelecer a direção para sua transformação futura. Para cumprir adequadamente os seus papéis de redução de incerteza e aumento de coordenação, tais regras especificam agendas positivas e negativas – uma hierarquia de problemas que devem ser enfrentados (por exemplo, controle da inflação, distribuição de renda), soluções para esses problemas que sejam aceitáveis (por exemplo, metas de inflação) ou não (por exemplo, controle administrativo de preços), organizações encarregadas – o Banco Central do Brasil (BCB) –, assim como regras e regulamentos (Acordo de Basileia). Ou seja, estabelecem uma ordem para a transformação.

O poder dessas regras é substancialmente aumentado se elas obtêm coerência através de uma metáfora histórica – uma narrativa, uma teoria que explica como o presente surgiu a partir do passado e, especialmente, como o futuro será se as regras forem seguidas. Em síntese, uma teleologia. Este conjunto de regras – as agendas positiva e negativa que ele gera e a teleologia que lhe é subjacente – constitui uma convenção, uma “representação coletiva” (JODELET, 1989) que estrutura as expectativas e o comportamento individual, tal como definida anteriormente.

Uma convenção de desenvolvimento, seguindo a definição deste supracitada, trata das transformações estruturais que devem ser introduzidas na sociedade, estabelecendo o que há de “errado” no presente, fruto do passado, qual o futuro desejável, quais estruturas devem ser mudadas e as agendas de mudança, positiva e negativa. Conforme já apontado, uma convenção é um dispositivo cognitivo compartilhado por uma população P , que segue um comportamento C , adotado por todos os membros de P , na suposição de que todos os membros de P o compartilharão. Uma convenção surge da interação entre atores sociais, mas é externa a esses atores e não pode ser reduzida à sua cognição individual – ou seja, é um fenômeno emergente, em que o todo não é redutível às partes (DE WOLF; HOLVOET, 2005).

A força de uma convenção é proporcional ao tamanho de P e ao poder político e econômico dos seus membros. Tal força proporciona benefícios aos que aderem à convenção e sanciona os que dela se afastam. Em consequência, P contém não apenas “crentes”, como também “oportunistas”, movidos apenas por questões utilitárias (CHOI, 1993).

A legitimidade das convenções depende da fé que seus adeptos depositam no seu conteúdo cognitivo e, acima de tudo, da adequação de seus resultados às expectativas dos membros da população P .

O conteúdo cognitivo de uma convenção de desenvolvimento² é composto de conhecimentos codificados e conhecimentos tácitos, estruturados por um

2. Uma discussão mais detalhada do conteúdo cognitivo das convenções de desenvolvimento e de suas várias versões encontra-se em Erber (2008a).

“núcleo duro”, de natureza axiomática, que organiza o conhecimento, e por um “cinturão protetor”, que operacionaliza este conhecimento e o adapta a condições específicas.

Os conhecimentos codificados – teorias econômicas, sociais e políticas – são elaborados no âmbito da academia internacional. A partir desta “versão erudita” (SÁ EARP, 2000), normalmente expressa por afirmativas contingentes (“admitindo-se que os agentes econômicos têm expectativas racionais”...), são elaboradas versões mais simplificadas e normativas, através de outras instituições, como as organizações internacionais (ver, por exemplo, o papel do Banco Mundial – Banco Internacional de Reconstrução e Desenvolvimento (BIRD) – e do Fundo Monetário Internacional (FMI), a mídia e a própria academia, através de manuais), que se expressam por indicadores empíricos (por exemplo, os de “boa governança” do BIRD) e receituários de política, como o decálogo do Consenso de Washington. A integração internacional da academia e demais organizações difunde esse conhecimento codificado nas sociedades específicas. Vale notar que a retórica atualmente adotada nas versões eruditas, em que teoria tornou-se sinônimo de *modelos formais*, sujeitos a um tratamento matemático sofisticado, torna restrito o público que as entende e confere-lhes um caráter sagrado.

O conhecimento tácito refere-se às percepções sobre como a sociedade é e como deveria ser, compartilhadas pelos membros da população P , não codificadas em linguagem científica, que resultam da experiência dos atores e que são transmitidas, dentro da mesma geração e entre gerações, através de vários mecanismos culturais e educacionais. Os provérbios constituem uma destas formas de transmissão e expressam de forma eloquente a percepção sobre a sociedade. Por exemplo, no caso brasileiro, “manda quem pode, obedece quem tem juízo” é bem ilustrativo do autoritarismo que permeia nossa sociedade. Outra manifestação importante do conhecimento tácito são os mitos, cujo papel na configuração das teleologias que compõem as convenções de desenvolvimento é discutido em Furtado (1974), ao apontar a especificidade dos países subdesenvolvidos (o mito do Progresso), e em Erber (2002), que analisa o papel do mito da Terra Prometida na conformação da teleologia da convenção de desenvolvimento neoliberal.

Os conhecimentos codificados tendem a se traduzir em regras formais de conduta, frequentemente expressas na forma de leis, ou seja, regras dotadas de um poder coator externo – o Estado –, ao passo que os conhecimentos tácitos são normalmente expressos por regras informais, em que a força de coação reside na aprovação do grupo.

Embora os conhecimentos codificados tenham, forçosamente, de ser adaptados às condições locais para se transformarem em regras de conduta, é nos conhecimentos tácitos e na interação entre os dois tipos de conhecimento que a

especificidade local mais se manifesta, inclusive pela ineficácia das regras formais (as leis que “não pegam”), posto que os conhecimentos tácitos refletem a vivência dos atores quanto à sociedade em que operam.

Os conhecimentos tácitos e as regras informais de conduta são importantes na concepção e implementação das convenções de desenvolvimento, mas, atemo-nos aqui, por motivos de tempo e espaço, aos conhecimentos codificados, discutindo, na próxima seção, o atual “estado das artes” internacional sobre desenvolvimento, dado que este influi sobre o debate brasileiro, objeto deste capítulo.

Uma convenção de desenvolvimento não se limita a um dispositivo cognitivo – para ser eficaz ela tende a se espalhar em outras instituições/regras, como leis e regulamentos e a inserir-se em organizações, como as burocracias públicas e privadas e a academia. Neste sentido, de geração de outras organizações e regras, trata-se de uma instituição constitucional. Este processo de difusão cumulativa assume características de auto-organização (DE WOLF; HOLVOET, 2005), formando um sistema adaptativo em que a estrutura é mantida sem que seja necessário um controle externo. Em consequência, a convenção passa a ser vista como algo natural e externo aos seus adeptos.

Conforme já apontado, a legitimidade de uma convenção depende da congruência dos seus resultados com as expectativas da população P . Se P é um grupo relevante dentro da estrutura de poder da sociedade, a legitimidade da ordem social da qual a convenção de desenvolvimento faz parte é reforçada. Em outras palavras, uma convenção de desenvolvimento desempenha um importante papel na manutenção da ordem social.

No entanto, a natureza cumulativa do processo de constituição e difusão de uma convenção de desenvolvimento torna-a dependente em relação à trajetória que vinha sendo seguida (*path-dependent*). Assim, se surgem problemas distintos daqueles que a convenção identificou como prioritários e que demandam soluções não compatíveis com o núcleo duro da convenção, esta entra em crise e tende a ser substituída por outra convenção. Os episódios da dívida externa na América Latina ou da derrocada do socialismo na Europa Oriental e a substituição do desenvolvimentismo e do socialismo pelo neoliberalismo ilustram bem este processo.

As convenções de desenvolvimento constituem, pois, dispositivos de identificação e solução de problemas. Embora sejam sempre apresentadas como *projetos nacionais* que levam ao *bem comum*, refletem, na verdade, a distribuição de poder econômico e político prevalecente na sociedade em determinado período. Como o processo de desenvolvimento envolve mudanças estruturais, uma convenção eficaz deve oferecer escopo aos grupos emergentes, que não pertencem ao bloco de poder que governa aquela sociedade, especialmente quando o regime político é democrático. No entanto, em sociedades complexas, em que existem diversos

interesses conflitantes, nenhuma convenção de desenvolvimento consegue acomodar a todos. Assim, existem sempre diversas convenções de desenvolvimento que competem pela hegemonia.

Embora uma convenção que tenha sido hegemônica durante um período possa deixar de sê-lo em função de um episódio súbito (como o duplo choque dos preços de petróleo e juros, sofrido pelo desenvolvimentismo no fim dos anos 1970), ou da evolução de problemas com os quais a convenção não consegue lidar (como no caso dos países socialistas), a perda de hegemonia não implica o seu desaparecimento – os grupos sociais a que servia de representação continuam presentes e ela está inserida em múltiplas instituições, cuja mudança é lenta. Assim, embora derrotada, ela segue competindo pela hegemonia, adequando-se à nova problemática.

O caso brasileiro ilustra bem a competição entre convenções. Mesmo quando o nacional-desenvolvimentismo foi hegemônico, os liberais não deixaram de apresentar uma convenção alternativa, conforme estudado em detalhe por Bielschowsky (1988). Da mesma forma, são conhecidos os conflitos entre neodesenvolvimentistas e neoliberais durante a hegemonia do liberalismo no período do presidente Fernando Henrique Cardoso (FHC), mesmo no seio do governo (SALLUM JR., 2000; PRADO, 2005). Conforme detalhado a seguir, esta competição encontra-se exacerbada no governo Lula.

Antes, porém de discutir o atual debate brasileiro, é conveniente apresentar, sucintamente, a indefinição do estado das artes, que, no mínimo, amplia a margem de discordância interna.

3 A INCERTEZA INTERNACIONAL

A convenção de desenvolvimento neoliberal, que varreu qual um tsunami o mundo durante os anos 1990, encontra-se em crise. Crise esta que incide tanto sobre os seus pilares teóricos como sobre sua tradução prática.

Do ponto de vista teórico, a convenção neoliberal apoiava-se num tripé analítico, constituído pela macroeconomia derivada da microeconomia fundada sobre expectativas racionais e mercados em equilíbrio, pela teoria política da escolha pública, que acoimava qualquer intervenção estatal como estimuladora de investimentos improdutivos visando à obtenção de rendas (*rent seeking*) e pela visão neoclássica das instituições, que privilegiava os direitos de propriedade e a fluidez dos mercados como mecanismos propulsores da inovação e do crescimento. Capeava este tripé a teleologia do “fim da História”, que apontava para a tendência de todos os países a convergirem rumo a sociedades em que a economia era regida pelo mercado e a política pelos mecanismos da democracia representativa. Subjacente ao tripé estava o individualismo metodológico.

Esta combinação levava a focar a estratégia de desenvolvimento nas transformações da estrutura institucional – “Adotar as instituições corretas” tornou-se o mantra do desenvolvimento, a ser aplicado *urbi et orbi*. As instituições “corretas” eram as do mercado e cabia aos países que haviam incorrido no pecado original do desenvolvimentismo, reduzir e controlar a intervenção do Estado e abrir suas economias ao mundo, em termos comerciais, financeiros e de investimento. A seguir, seriam necessárias outras reformas institucionais, de “segunda geração” e de “gerações” subseqüentes, mas, com fé e perseverança, virtudes teológicas, chegar-se-ia, enfim, à Terra Prometida da Sociedade pós-Histórica.

No entanto, os dias em que Fukuyama (1989) anunciava o “fim da História”³ e o padrinho do Consenso de Washington⁴ dizia ser este o “Consenso Universal” que “resumia o núcleo de sabedoria comum adotado por todos os economistas sérios”, ensejando, assim, uma ampla coalizão de forças políticas a favor das reformas (WILLIAMSON, 1993, p. 1.334), ficaram para trás.

O seu fim foi determinado por causas concretas – as sucessivas crises internacionais dos anos 1990, que mostraram o risco de confiar muito no caráter benfazejo do capitalismo internacional; o fracasso de casos exemplares de adesão ao Consenso, como a Argentina, especialmente quando comparado com o sucesso de caminhos mais criativos, seguidos por países como a China e a Índia; e, especialmente, as baixas taxas de crescimento obtidas nos países em desenvolvimento. Com efeito, o crescimento do produto *per capita* nestes países durante a vigência da convenção neoliberal foi menos da metade do que alcançaram durante os anos 1960 e 1970, quando seguiram a convenção desenvolvimentista (CHANG, 2007).

A realidade impôs-se também no campo teórico. Reconheceu-se que os agentes econômicos não têm pleno conhecimento do mundo e que formam suas expectativas através de um processo de aprendizado; que os mercados, notadamente o de tecnologia, mola propulsora do desenvolvimento, são imperfeitos; que nem toda intervenção estatal redundava em “rendas improdutivas”; e, finalmente, que as instituições estão inseridas em contextos específicos,

3. Fukuyama (1989), baseado na visão de Hegel de que a História é movida por ideias, argumentava que as sociedades organizadas sob as ideias de economia regida pelo mercado e política democrática representativa, as sociedades capitalistas avançadas, haviam chegado ao “fim da História”, inexistindo formas melhores de organização. Tal não implicava, obviamente, o fim dos eventos históricos. O desenvolvimento dos demais países (ainda “históricos”) deveria dar-se na mesma direção, desde que fizessem as reformas institucionais necessárias para implementar as ideias da economia de mercado e a democracia liberal.

4. O Consenso de Washington, apresentado originalmente em Williamson (1990), tinha a simbólica forma do decálogo. Recomendava que os países adotassem reformas institucionais visando a abertura à economia internacional (comercial, financeira e ao investimento direto, complementadas por uma taxa de câmbio “competitiva”) e do Estado, tanto em termos fiscais (equilíbrio orçamentário, gastos com “alto rendimento social”, impostos com ampla base e baixas alíquotas marginais), como em termos institucionais (privatização, desregulação, reforço dos direitos de propriedade). Elaborado inicialmente para ser aplicado pelos países da América Latina, foi, a seguir, ampliado para os demais países em desenvolvimento. Para uma discussão da natureza consensual destas reformas, que lhe garantiria amplo apoio político, ver Williamson (1993).

definidos historicamente, e que, portanto, mesmo que sejam formalmente iguais, operam distintamente.

Assim, foram-se as “listas de lavanderia” de reformas institucionais destinadas a transformar Zâmbia na Suécia da noite para o dia. Reformas abruptas e radicais (*big bangs*) perderam o seu charme. A História está de volta, através do reconhecimento da diversidade das trajetórias nacionais de desenvolvimento (uma das marcas do antigo desenvolvimentismo) e da importância da cumulatividade e da dependência em relação ao passado. A economia política também voltou – ver, por exemplo, a acusação feita por Stiglitz (2002) de que as políticas de “ajuda” do FMI aos países endividados durante a década de 1990 atendiam, em verdade, aos interesses do capital financeiro internacional. Até a política industrial – verdadeiro palavrão para os bem-pensantes durante os anos 1990 – foi resgatada, por nada menos que o BIRD (WORLD BANK, 2007).

No entanto, a economia política da convenção liberal – notadamente, o fim do “socialismo real” na Europa, a crise do Estado de Bem-Estar nos países desenvolvidos e, especialmente, a hegemonia do capital financeiro sobre os demais (a “financeirização” do capitalismo) – não desapareceu, apesar da recente crise, conforme discutido a seguir.

Neste quadro, ainda não se divisa uma nova convenção de desenvolvimento – a cautelosa, quase um agnosticismo, prevalece na esfera internacional. Exemplar, neste sentido, é o relatório de 2008 da Comissão Spence, cujo nome deriva do seu presidente, o prêmio Nobel Michael Spence,⁵ voltada para o crescimento sustentável e socialmente inclusivo, sob o patrocínio do BIRD, de uma fundação internacional e de governos de diversos países desenvolvidos. A comissão foi composta por 19 líderes, a maioria vindos dos países em desenvolvimento, mas incluindo dois prêmios Nobel em economia (Robert Solow e Michael Spence), e realizou, ao longo de dois anos, 12 reuniões de trabalho, para os quais contribuíram mais de 300 notáveis acadêmicos (SPENCE COMMISSION, 2008). Insumo intelectual ortodoxo não foi, pois, o que faltou.

A Comissão baseia suas recomendações sobre a análise de 13 países⁶ que tiveram “crescimento alto e sustentado” no período do pós-guerra – uma lista que abrange de Botswana e Malta a China e Brasil.⁷ Note-se que a lista, apesar da sua heterogeneidade, não inclui adeptos da convenção neoliberal, com a possível exceção de Hong Kong. Ou seja, a nova ortodoxia confere respeitabilidade às es-

5. O nome formal é Comissão para o Crescimento Sustentado e o Desenvolvimento Inclusivo.

6. Botswana, Brasil, China, Cingapura, Coreia do Sul, Hong Kong, Indonésia, Japão, Malásia, Malta, Omã, Tailândia e Taiwan. Uma composição heterogênea, a dizer pouco.

7. O caso brasileiro merece um destaque especial no relatório, que afirma serem as causas da redução do crescimento do país “difíceis de identificar”, embora sugira que a estratégia de desenvolvimento voltada “para dentro” e os dois choques do petróleo mais a crise da dívida tenham sido importantes. Cabe notar que a inclusão do Brasil na lista deve-se às altas taxas de crescimento obtidas durante o período desenvolvimentista (1950-1980).

estratégias “desviantes”, um artifício retórico semelhante ao executado pelo BIRD no início dos anos 1990 ao analisar o caso dos países do Sudeste Asiático (WORLD BANK, 1993).

As conclusões da Comissão não chegam a surpreender. Os 13 países teriam em comum cinco pontos:

- exploraram plenamente a economia mundial;
- mantiveram estabilidade econômica;
- obtiveram altas taxas de poupança e investimento;
- deixaram os mercados alocarem recursos;
- tiveram governos comprometidos, críveis e competentes.

Embora as conclusões pouco adicionem a listas semelhantes, o que mais chama atenção são as qualificações apostas a todas as recomendações. Estas vão do geral ao particular. Tomamos apenas dois exemplos, remetendo o leitor interessado em outras ao texto do relatório da comissão de crescimento e desenvolvimento de 2008.

Ao tratar de política econômica, após reconhecer que as recomendações anteriores de simplesmente “estabilizar, privatizar e liberalizar” constituem uma “afirmativa extremamente incompleta”, a Comissão conclui que “nosso modelo das economias em desenvolvimento é muito primitivo neste momento para predefinir com sabedoria o que os governos deveriam fazer” (p. 30) e, a seguir, antes de especificar os “ingredientes de política para estratégias de crescimento”, a Comissão adverte que “da mesma forma que não podemos dizer que esta lista é suficiente, não podemos dizer com segurança que todos os ingredientes são necessários” (p. 33).

De forma análoga, ao discutir o problema de estabilidade macroeconômica, a Comissão realça que “economistas e formuladores de política (...) discordam a respeito da definição precisa de estabilidade e a respeito da melhor maneira para preservá-la” (p. 53) e, após discutir as políticas monetária e fiscal, adverte que as regras atinentes a estas políticas “podem tornar-se contraproduativas se forem aplicadas muito estritamente e por tempo demasiado”, concluindo que as ditas regras devem preservar um elemento de “ambiguidade criativa” (p. 54).

Cautela semelhante transparece na análise de Bernanke (2007), certamente insuspeito de heterodoxia. Após declarar que a estabilidade de preços é uma coisa boa em si, e que, no longo prazo, a inflação baixa promove crescimento, eficiência e estabilidade, os quais, por sua vez, apoiam o nível máximo de emprego sustentável, ele admite que “medir a relação de longo prazo entre crescimento ou produtividade e inflação é difícil” e acaba propondo um consenso negativo, de que políticas inflacionárias não promovem o crescimento do emprego no longo

prazo. Posteriormente, após analisar como o Federal Reserve Board prevê a inflação futura, conclui que “em resumo, apesar de todos os avanços que foram feitos em modelagem e análise estatística, na prática, a previsão continua a envolver tanto arte como ciência” (BERNANKE, 2007, p. 2-6).

A crise internacional que teve início em 2007 introduziu novos elementos de incerteza no pensamento sobre o desenvolvimento.

Na interpretação ortodoxa (IMF, 2009, p. xix), a crise atual tem raízes no “otimismo, gerado por um longo período de alto crescimento e baixas taxas de juros reais e volatilidade, junto com falhas de política”. Estas falhas estariam concentradas na regulação financeira, que não estava equipada para lidar com a concentração de risco e incentivos distorcidos subjacentes ao *boom* de inovação financeira e nas políticas macroeconômicas, que não levaram em conta o acúmulo de riscos sistêmicos no sistema financeiro e nos mercados de habitação (IMF, 2009, p. xix).

Assim, recomenda-se aos governos que ampliem o perímetro da regulação do sistema financeiro, cobrindo todas as instituições que sejam sistemicamente relevantes. Os bancos centrais deveriam adotar uma visão macroeconômica mais ampla, dando atenção à estabilidade financeira, além da estabilidade de preços, incluindo o movimento dos preços dos ativos e o crescimento do risco sistêmico do sistema financeiro. Embora reconheça a importância da intervenção do Estado, notadamente da política fiscal, para lidar com a crise, esta intervenção é vista como geradora de “distorções” (CLAESSENS, 2009), e deveria ser removida o quanto antes.

Nesta visão, os desequilíbrios mundiais teriam pouca relevância no desencadeamento da crise, cabendo a todos os países evitar o protecionismo, seja nos termos explícitos das políticas comerciais, seja, implicitamente, pela proteção dada a indústrias e empresas nacionais.

Em síntese, removendo imperfeições observadas nos mercados e, notadamente, nas políticas macroeconômicas, o sistema voltaria à “normalidade”.

Outras análises apontam, porém, para desequilíbrios de natureza estrutural, tanto ao nível de países líderes – a baixa taxa de poupança nos Estados Unidos e o baixo consumo doméstico na China (BLANCHARD, 2009) –, como ao nível dos fluxos financeiros internacionais (JOHNSON, 2009). Em termos mais agregados, a crise refletiria a “financeirização” do capitalismo e a hegemonia do capital financeiro sobre o produtivo (CHESNAIS, 2005).

Os dados recentes sobre o desempenho econômico dos países avançados têm propiciado a interpretação de que o pior da crise já teria passado e, a partir de 2010, haveria uma retomada do crescimento. Há muitas dúvidas quanto à rapidez desta retomada: se ela teria o formato de V, rápida, portanto, ou de U, sendo, pois, precedida de um período de estagnação. Os mais precavidos advertem

que existem indícios de formação de novas bolhas especulativas (por exemplo, nos mercados de *commodities*), que podem levar o sistema a uma configuração de W, com novas crises.

A menos que esta última configuração se verifique, o âmbito das reformas tende a se manter restrito. Conforme identifica Helleiner (2008), existem dois diagnósticos dominantes no debate internacional sobre modificação da regulação do sistema financeiro internacional. O primeiro aponta que os reguladores perderam o passo em relação ao sistema financeiro internacional e o segundo argumenta que o atual sistema tem um viés pró-cíclico porque está baseado no mercado para avaliar ativos e riscos. Ambos conduzem a medidas incrementais de ajuste, semelhantes às que já vinham sendo debatidas no âmbito do G-7 antes da crise. O controle de capitais, muito debatido após a crise de 1997-1998, aparece, hoje, com ênfase reduzida. Ou seja, o sistema financeiro internacional vem resistindo, discreta, mas eficazmente, às propostas mais efetivas de re-regulação. Stiglitz (2009) já apelidou o plano do governo de Barack Obama para lidar com os bancos de “um substituto inferior (*ersatz*) de capitalismo”, um jogo de ganha-ganha-perde – os bancos ganham, os investidores ganham e os contribuintes perdem. Em outras palavras, a economia política da financeirização mostra a sua força.

Aos países em desenvolvimento, a crise internacional que teve início em 2007 reiterou, com maior ênfase que as anteriores, os riscos inerentes à recomendação da Comissão Spence, antes citada, de “explorar plenamente a economia mundial”, notadamente os riscos da integração financeira internacional. Ao mesmo tempo, a atuação conjunta dos bancos centrais dos países desenvolvidos mostrou a importância da ação coletiva e de mecanismos formais e informais de coordenação.

No auge da crise, a importância de alguns destes países, notadamente os superavitários em divisas e os que têm maiores mercados internos, reunidos no G-20, foi reconhecida pelos países mais avançados. Não obstante, a continuidade do processo de descentralização mundial das decisões econômicas e financeiras ainda não está clara e, provavelmente, depende muito do formato da recuperação (se em V, U ou W) dos países do G-7.

Em síntese, a convenção neoliberal, e os interesses que nela encontram sua representação social, tentam adequar-se à crise e suas implicações. Embora a crise tenha posto fim à fé na capacidade de autorregulação dos mercados e nos efeitos benéficos desta regulação e o Estado tenha voltado ao centro da cena para, como deus *ex machina*, resgatar o mercado dos seus desatinos, há uma forte corrente que prevê e auspicia uma volta à “normalidade” pré-crise, corrigida institucionalmente para evitar a reincidência. No entanto, é possível que estejamos em face de um fenômeno de histerese, no qual não é possível retornar a uma antiga trajetória

depois de ter sido esta modificada por um evento significativo, como uma crise mundial de tais proporções.

Na ausência de uma convenção de desenvolvimento forte no plano internacional, os diversos países terão, mais do que nunca, de buscar suas convenções internamente. *Crise*, conforme o conhecido clichê (um conhecimento comum) aponta para *problemas e oportunidades*.

4 AS CONVENÇÕES DE DESENVOLVIMENTO NO GOVERNO LULA

4.1 A incerteza e o discurso de posse: a necessidade de uma nova convenção de desenvolvimento

Todo começo de governo é incerto, mas, no início do primeiro mandato do presidente Lula, a incerteza era extraordinária. Embora durante a campanha eleitoral de 2002 o então candidato tivesse abandonado a retórica de “ruptura com o modelo neoliberal” em favor de uma “transição lúcida”, assegurando, na Carta aos Brasileiros, “o respeito aos contratos”, pairavam sobre seu futuro governo dúvidas, o preconceito social contra um ex-operário e a insistência dos seus oponentes sobre sua falta de preparo intelectual para o exercício da Presidência. A essas dúvidas somava-se a brusca deterioração da economia no segundo semestre de 2002, quando a ação conjunta de vários atores econômicos, temerosos quanto aos resultados das eleições e visando estabelecer condições de barganha vantajosas, produziu brusca elevação da taxa de inflação, desvalorização da taxa de câmbio e redução da taxa de crescimento. Para completar, as cores do quadro internacional eram sombrias: ainda se faziam sentir os efeitos das crises da Argentina e das empresas de energia e tecnologia de informação e os atentados de 11 de setembro de 2001 tornavam iminente uma nova guerra no Golfo.

Respondendo às incertezas, o discurso de posse de Lula no Congresso reiterou sua convicção de que o antigo modelo estava esgotado e que “mudança” era a palavra-chave, mesmo que esta devesse ser gradual, perseguida com paciência e perseverança. Para tanto, era necessário um “projeto nacional de desenvolvimento”, apoiado num “planejamento estratégico”.

Tal projeto seria dirigido principalmente para as necessidades dos pobres – empregos, educação, saúde e, especialmente, alimentação. Para atingir estes objetivos, o presidente Lula enfatizou a necessidade de estabilidade macroeconômica, principalmente a administração responsável das finanças públicas. O crescimento resultaria de um aumento das poupanças e investimentos, com foco no mercado interno, principalmente nas pequenas e médias empresas, infraestrutura e capacidade tecnológica. Uma ampla gama de reformas institucionais era prevista, nos campos fiscal, previdenciário, agrário, da legislação trabalhista e político. Para

realizar este ambicioso programa, seria necessário um novo *pacto social*, unindo trabalho e capital produtivo, de forma a gerar uma *energia solidária*.

Pode-se interpretar tal discurso como o reconhecimento da necessidade de uma nova *convenção de desenvolvimento*, ratificada pelo fracasso do projeto liberal dos governos anteriores, expresso nas taxas de baixo crescimento e alto desemprego.⁸ Conforme já apontado, àquela época, o projeto liberal encontrava-se na defensiva, inclusive no plano internacional. O apelo a um “pacto social amplo” também era consistente com o “presidencialismo de coalizão” que caracteriza o sistema político brasileiro e que obriga o presidente a realizar coalizões com forças que não sustentaram a sua candidatura e que têm objetivos programáticos (quando os têm) distintos.

Na verdade, a necessidade de uma nova convenção, de natureza mais inclusiva do ponto de vista econômico e social, foi interpretada de forma diferenciada, gerando duas convenções distintas, tratadas a seguir, a partir de documentos programáticos governamentais.⁹

Antes, porém, cabe registrar uma ironia da História. Ao governo FHC, que apostou todas as suas fichas no comportamento favorável do mercado externo, coube um período de grande conturbação deste mercado – da crise mexicana à argentina, passando pela nossa. Ao contrário, o governo Lula, que iniciou sob o consenso de restrições externas, foi beneficiado, a partir de meados de 2003, por uma enorme expansão do comércio e da liquidez internacionais, concentrado o primeiro em *commodities* primárias e produtos semielaborados, setor em que o Brasil conta com inequívocas vantagens comparativas. O fantasma da restrição externa só viria a se manifestar no fim de 2007, despertado, do lado interno, pelo galopante aumento das importações e, do lado externo, pela crise do sistema financeiro internacional, que, iniciada no segmento de hipotecas dos Estados Unidos, ampliou-se a partir de setembro de 2008.

4.2 A convenção institucionalista restrita

O cerne da convenção institucionalista, tal como apresentada pelos órgãos de governo, é teoricamente classificada como neoclássica, enriquecida pelos aportes da Nova Economia Institucional (NORTH, 1990). Ela visa o estabelecimento de normas e organizações que garantam o correto funcionamento dos mercados, de forma que estes cumpram suas funções de alocar recursos do modo mais produtivo, gerando poupanças, investimento e, em consequência, crescimento econômico. Quanto mais eficientes forem os mercados em termos presentes e futuros, maior

8. Ver Castro (1993) e Erber (2002) para análises, respectivamente, da antiga convenção desenvolvimentista e da convenção neoliberal.

9. A análise a seguir parte de um pressuposto: o conhecimento das políticas econômicas adotadas durante o governo Lula. Uma análise detalhada destas até 2007 encontra-se em Erber (2008b).

será a probabilidade de crescimento. Para tanto, são essenciais a garantia dos direitos de propriedade e a redução dos custos de transação, que, por sua vez, demandam instituições estatais eficientes. Os mercados têm dimensão internacional e, portanto, a abertura da economia, em termos comerciais, financeiros e de investimento é essencial para o desenvolvimento.

A inovação, tecnológica e institucional, é vista como o motor do desenvolvimento e a abertura internacional desempenha um importante papel no seu estímulo, notadamente para os países de industrialização retardatária, que se beneficiam da importação de tecnologias mais produtivas, incorporadas ou não em bens de capital e insumos.

Como o mercado de conhecimentos é inerentemente imperfeito, a intervenção do Estado é, neste campo, necessária, assim como em atividades em que existem *monopólios naturais*.

Dada a conhecida carência brasileira em inovação e infraestrutura, o Estado deveria ter um papel ativo no seu fomento. Para esta última havia, no Ministério da Fazenda, uma clara preferência pelo modelo principal-agente, no qual o governo (o principal) fixa as diretrizes de política e a agência (o agente), apoiada em regras estáveis e transparentes de gestão, executa tais diretrizes e presta contas ao principal por sua execução. Este modelo, destinado a evitar as ineficiências do suprimento direto de serviços por instituições estatais e ao mesmo tempo reduzir os riscos de captura das agências pelos seus regulados, havia sido adotado no Brasil nos setores privatizados (com variados graus de sucesso) para – conforme será discutido em mais detalhe a seguir – a execução do regime de metas inflacionárias pelo BCB.

A adesão do governo Lula a esse modelo organizacional foi muito parcial. As relações governo-agências setoriais têm sido marcadas por dificuldades. A exceção corre pelo caso do BCB, que manteve sua autonomia operacional.

Reconhecida a prioridade a ser dada a uma distribuição de renda mais equitativa, inclusive para os objetivos de maior crescimento, recomendava-se não só o investimento em capital humano através da educação, como políticas *focalizadas* nos *pobres*. A *focalização*, que seguia o cânone estabelecido por instituições internacionais como o BIRD, encontrava apoio no diagnóstico de que os gastos sociais do Estado brasileiro eram significativos – o problema estava na sua ineficácia, posto que uma parte substancial desses gastos estaria dirigida aos *não pobres*. A solução, pois, era a *focalização* nos *pobres* através de mecanismos institucionais eficientes e eficazes, mesmo que tal orientação estivesse em oposição ao *universalismo* das políticas públicas bem-sucedidas. O Bolsa Família viria a concretizar a focalização.

A estabilidade de preços e a expectativa dos atores econômicos de que esta é duradoura constituem parte indispensável desta convenção, posto que afetam não apenas as transações correntes como os contratos futuros e, portanto, a poupança

e o investimento. Ao mesmo tempo, afeta positivamente a equidade, posto que os *pobres* tendem a ser mais afetados pela alta inflação.

A visão ainda predominante condiciona, em grande medida, a estabilidade ao estabelecimento de regras formais que disciplinem o comportamento do governo e dos agentes privados. Tais regras se expressam através de metas, fiscais e de inflação, que permitem à sociedade monitorar o desempenho do governo. Implícita, está a crença na tendência do governo em incorrer num *viés inflacionário*, mas os agentes privados também necessitam ser disciplinados, cabendo à política monetária do BCB o papel central na *ancoragem* das expectativas, através de metas inflacionárias, e à flexibilidade da taxa de câmbio a correta adequação da economia às condições internacionais.

Ao iniciar-se o primeiro mandato do presidente Lula, o Ministério da Fazenda (2003) anunciou que “o novo governo tem como *primeiro compromisso* da política econômica a resolução dos graves problemas fiscais que caracterizam nossa história econômica, ou seja, a promoção de um ajuste definitivo das contas públicas” (p. 8, ênfase do documento). No mesmo sentido de estabilização, deveria ser dada prioridade à reforma da Previdência, conferida autonomia legal ao BCB e reforçados os direitos de credores, o que, em tese, conduziria a uma redução dos prêmios de risco e, portanto, à redução da taxa de juros.

“Reforma fiscal” é um bordão de todo ministro da Fazenda a partir da agonia do Estado desenvolvimentista nos anos 1980 e constitui um tema que, enunciado em termos gerais, evoca consenso, mas que, quando se busca implementá-lo, esbarra em interesses incontornáveis e irreconciliáveis, à semelhança das reformas administrativa e política. À falta de poder político, o governo Lula seguiu as linhas de menor resistência sem deixar de enviar ao Congresso a ritual proposta de reforma tributária, que se encontra “em discussão”. Por sua vez, feita uma pequena reforma na Previdência, o tema foi abandonado no início do governo Lula.

Quanto às reformas dirigidas ao sistema monetário e financeiro, o BCB não ganhou sua autonomia legal, mas seu presidente foi alçado ao *status* de ministro e a organização reteve sua capacidade de estabelecer objetivos e sua forte autonomia operacional para implementá-los (ver a seguir). Os direitos dos credores foram reforçados (por exemplo, via Lei de Falências e a instituição da alienação fiduciária para créditos habitacionais), mas os efeitos da sua maior segurança sobre as taxas de juros são difíceis de discernir.

Embora privilegiasse a eficiência institucional, o documento da Fazenda de 2003 omitia-se quanto a reformas institucionais de caráter estrutural, como a reforma administrativa do Estado e a reforma política, apesar dos inequívocos efeitos destas sobre a eficiência dos mercados e do próprio Estado. A trajetória histórica manifestava seu peso.

Do ponto de vista cognitivo, as reformas institucionais propostas eram derivadas da convenção liberal antes descrita e faziam parte da *segunda geração* de reformas do Consenso de Washington (RODRIG, 2004). Ou seja, podiam ser interpretadas como a continuidade do processo de reformas liberais iniciadas na década de 1990. Não obstante, apontavam para problemas estruturais, como a reforma fiscal e o suposto equacionamento financeiro da Previdência. A solução destes problemas não necessita ser feita segundo as propostas liberais – soluções mais criativas podem ser encontradas, desde que a importância dos problemas seja reconhecida e as diversas alternativas, debatidas e resolvidas. A minimização do debate e o adiamento das soluções apontam para uma preferência por um horizonte temporal mais curto e, provavelmente, para as dificuldades inerentes à governança no “presidencialismo de coalizão”. A mesma conjectura aplica-se às reformas omitidas.

Concebida de forma restrita e implementada parcialmente, a agenda institucionalista acabou por restringir sua prioridade e quase exclusividade à estabilização de preços, deixando o BCB no epicentro da política macroeconômica. Esta configuração não é nova – remonta aos anos 1980, durante os anos de agonia do desenvolvimentismo, em que o principal instrumento para impedir a eclosão da hiperinflação foi a alta taxa de juros paga por títulos da dívida pública, transformados em quase moeda. A centralidade do BCB foi mantida no governo Collor, seja sob a gestão de Ibrahim Eris, seja quando Márcilio Marques Moreira ocupou o Ministério da Economia e utilizou a taxa de juros para conter a demanda, indexar a economia e atrair capitais estrangeiros, condições que favoreceram a posterior implementação do Plano Real. Durante o primeiro governo FHC, o poder do BCB foi ainda maior, tendo imposto, sob a égide da estabilização de preços, a valorização e a ancoragem cambial. Apesar de ter conduzido o país à anunciada crise de 1999, o BCB ressurgiu das cinzas naquele ano sob o regime de metas de inflação, com poderes ampliados.

As metas de inflação, na institucionalidade brasileira, são definidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN). As atas do Conselho, que poderiam indicar quais os critérios usados para sua definição, não são divulgadas, mas pode-se supor que, à semelhança do Federal Reserve (Fed), o banco central americano, envolvam “ciência e arte”. Dado o traumático passado inflacionário brasileiro e os efeitos deletérios da inflação sobre os rendimentos das camadas mais pobres da população, que compõem o grosso do eleitorado, há uma compreensível relutância política de parte do governo em mostrar-se leniente com a inflação, o que pode ser considerado uma qualidade. Finalmente, soube-se que, na avaliação de executivos do BCB (BEVILAQUA; MESQUITA; MINELLA, 2007), a estabilidade de preços está por eles associada a uma taxa de inflação inferior a 5% anuais.

Como se sabe, no regime de metas de inflação em que o BCB tem, nominalmente, apenas autonomia operacional, o banco recebe as metas de uma autoridade e tem a incumbência de executá-las, seguindo normas de transparência e de prestação

de contas – um arranjo institucional do tipo principal-agente. No caso brasileiro, a separação entre fixação e execução (principal e agente) de metas é muito parcial, posto que o presidente do BCB tem assento no CMN, ao lado dos ministros da Fazenda e do Planejamento, e sua opinião, lá, pesa e muito.

Cabe, ainda, insistir sobre dois pontos. Primeiro, o centro da meta inflacionária e a banda de variação são o resultado de uma decisão discricionária, “política”, como se costuma dizer. A dependência em relação à trajetória passada não impede que, em face de mudanças bruscas de cenário ou de objetivos eventualmente conflitantes com a manutenção do centro da banda, este ou os seus limites sejam alargados pelo CMN. Na verdade, o próprio BCB pode fazê-lo, como já o fez em janeiro de 2003, quando “ajustou” o centro da meta em função da crise do segundo semestre do ano anterior, e em setembro de 2004, a título de acomodação à inércia inflacionária (BEVILAQUA; MESQUITA; MINELLA, 2007). Em segundo lugar, como testemunha o insuspeito Bernanke (já citado), por mais sofisticados que sejam os modelos de previsão, há uma necessária dose de discricção nessas previsões.

Conforme explicado por alguns de seus ex-executivos, o BCB “guia suas decisões de política [para atingir as metas] por suas próprias previsões de inflação e dos respectivos balanços de riscos. As expectativas de inflação do mercado são insumos importantes nos modelos de previsão do BCB (...) e são influenciadas pelo comportamento passado da inflação, as metas de inflação, o desenvolvimento da taxa de câmbio e do preço das *commodities*, a atividade econômica e o posicionamento da política monetária” (BEVILAQUA; MESQUITA; MINELLA, 2007, p. 5). Embora acreditem que o peso do passado na definição de expectativas tenha diminuído, atestando o sucesso da política de metas, constatam que, “muitas vezes, as expectativas apresentaram reações excessivas a eventos correntes, especialmente a surpresas inflacionárias. Assim, o BCB frequentemente teve de agir de modo a impedir que desenvolvimentos negativos de curto prazo contaminassem as perspectivas de médio prazo. Neste sentido, o processo de desinflação tem sido, e ainda é, um processo de domar as expectativas inflacionárias” (BEVILAQUA; MESQUITA; MINELLA, 2007, p. 5, ênfase adicionada). Ao longo deste processo de disciplinar o mercado, “os custos de curto prazo, em termos de atividade econômica perdida, devem ser vistos como um investimento em estabilidade” (BEVILAQUA; MESQUITA; MINELLA, 2007, p. 13).

Como se sabe, neste processo de livrar os atores econômicos do peso do passado e de domar as expectativas inflacionárias, o BCB vem praticando taxas de juros que, apesar de oscilarem, estão sempre entre as mais altas do mundo. Ao fazê-lo, condiciona em parte as outras duas pontas do tripé de políticas macro.

Do lado cambial, a entrada de capitais estrangeiros, atraída pelo diferencial de juros, valoriza o real e contém o preço dos bens e serviços comercializáveis internacionalmente. O uso de *swaps* cambiais reversos, em que as instituições

financeiras ficam passivas em dólar e ativas em títulos indexados à taxa básica de juros¹⁰ e o BCB fica na posição inversa, adicionou importantes aliados à política de manter a taxa Selic elevada e a taxa de câmbio valorizada.

Do lado fiscal, obriga a política a estabelecer suas metas em termos primários, comprimindo gastos, notadamente de investimento, de forma a liberar recursos para o pagamento de juros sobre a dívida pública (não incluídos no resultado primário). A valorização do real permitiu a acumulação de reservas cambiais pelo BCB, a partir de 2004. Essas reservas, da ordem US\$ 200 bilhões em 2008, foram um importante instrumento de defesa da economia durante a crise do fim daquele ano e permitiram que o Tesouro eliminasse a sua dívida externa, tornando-se um credor líquido. No entanto, dado o diferencial entre os juros internos e externos, as reservas têm um importante “custo de carregamento”, que são contabilizados no déficit nominal do setor público.

Argumenta-se com frequência que a estabilidade de preços tem a natureza de um bem público, no sentido de que ninguém pode ser excluído de seus benefícios. No entanto, a política citada beneficia uns mais que outros. Cabe lembrar que o Estado pagou, em média, cerca de 7% do Produto Interno Bruto (PIB) ao ano (a.a.) à conta de juros no período 2003-2008 (GIAMBIAGI, 2007), aproximadamente dez vezes o gasto no programa Bolsa Família. Dado que a tributação no Brasil é notoriamente regressiva, resulta numa maciça transferência de renda dos pobres para os ricos.

Há também perdedores no setor privado – todos os que necessitam utilizar mecanismos de crédito, dos consumidores que desejam adquirir ativos familiares a empresas que precisam financiar o seu capital de giro e investimentos. Em consequência, a demanda final de bens de consumo é contida, com reflexos sobre toda a cadeia produtiva e os investimentos. Assim, o portfólio de investimentos produtivos das empresas tende a se concentrar em projetos de horizontes temporais mais curtos e com custos mais baixos.

As aplicações dos grandes gestores de recursos financeiros, como os fundos de pensão, sofrem o mesmo viés e o sistema financeiro é encorajado a concentrar suas operações em títulos públicos, em detrimento da concessão de crédito. Esta tende a priorizar operações de curto termo e baixo risco. Em consequência, o sistema privado de financiamento torna-se pouco funcional para as transformações estruturais típica do desenvolvimento, deixando este papel a cargo dos bancos públicos, notadamente o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) e a Caixa Econômica Federal (CEF).

10. A taxa básica de juros da economia brasileira é determinada pelo Comitê de Política Monetária (Copom) do BCB. Ela consiste na taxa média dos financiamentos diários, com lastro em títulos públicos federais, apurados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), razão pela qual é conhecida como taxa Selic.

Atividades cruciais para o desenvolvimento, como a inovação, notadamente projetos mais criativos, são desestimuladas, a taxa de crescimento do emprego diminui e o crescimento e a igualdade também. O investimento quase exclusivo em estabilidade tem altos custos.¹¹

Do outro lado da lista, entre os ganhadores, destaca-se, *primus inter pares*, o sistema financeiro. No entanto, o sistema financeiro não está só. Investidores institucionais como fundos de pensão, companhias de seguro, empresas com alta geração de caixa (por exemplo, empresas industriais produtoras de bens intermediários, produtores e vendedores de *commodities* agrícolas, atacadistas, cadeias de lojas de bens de consumo) também se beneficiam, assim como os domicílios mais ricos, notadamente os que pertencem ao 1% superior da pirâmide de distribuição de renda.¹²

A valorização do câmbio é irmã siamesa dos juros altos. Os exportadores e os produtores locais de bens comercializáveis são os principais prejudicados pela valorização. No entanto, entre os primeiros, os que exportam *commodities*, sejam produtos primários ou semielaborados, foram, a partir de 2003, parcialmente compensados pelo aumento dos preços no mercado internacional. Em contrapartida, os importadores de bens e serviços beneficiam-se muito com a valorização do câmbio, de tal forma que, apesar das condições favoráveis para as exportações brasileiras, o saldo em transações correntes, medido como participação no PIB, que havia chegado a quase 2% em 2004, foi praticamente nulo em 2007 e negativo (1,8%) em 2008. Vistas pelo ângulo da conta de capitais, as duas irmãs atuam no sentido de favorecer as empresas que têm condições de aceder ao crédito externo e a todos a quem convém remeter recursos para o exterior, seja para investimentos (principalmente os produtores de *commodities*), seja a título de juros, lucros e dividendos, cujo montante passou de US\$ 18,6 bilhões em 2003, para US\$ 37,3 bilhões em meados de 2008. Finalmente, conforme apontado, as instituições financeiras que fazem contratos de *swap* reverso são beneficiadas pelas duas irmãs.

Existe, pois, uma ampla e poderosa constelação de interesses, estruturada ao longo do tempo em torno da combinatória altos juros/câmbio valorizado, que estabeleceu uma convenção segundo a qual esses elementos são essenciais para o desenvolvimento do país. Por um lado, a política do BCB atende estes interesses e, por outro, minimiza os riscos de ocorrência de episódios de turbulência, como os acontecidos no segundo semestre de 2002, aos custos já apontados.

Argumentos como o “pecado original” da moratória de 1987, a “incerteza jurídica” dos credores e o déficit público explosivo são oferecidos como justificativa.

11. Ver Modenesi (2008).

12. Os dados de Bruno (2007) mostram que, no período 1995/2005, as empresas não financeiras e os indivíduos receberam cerca de 80% das rendas financeiras.

Fatos como as taxas de juros muito mais baixas que as brasileiras em países que também entraram em moratória, como o México, a concessão de “grau de investimento” por agências internacionais de avaliação de risco, que deveria ter redimido o pecado, o reforço das garantias dos credores, já mencionado, a falta de disposição do sistema financeiro privado para o crédito agrícola e de longo termo e o excelente desempenho fiscal do governo são convenientemente omitidos. Provavelmente, pouco importam – o que conta é a manutenção da convenção.

Esta coalizão que estabelece relações íntimas com diversos setores sociais tem poderosos instrumentos para consolidar e difundir sua convenção de desenvolvimento. O mais explícito está nas mãos do sistema financeiro. Mas há outros instrumentos mais sutis, como o financiamento de campanhas políticas,¹³ as relações com os membros do Congresso, os “anéis burocrático-empresariais” de que, no passado, falava Fernando Henrique Cardoso, o sociólogo, as relações com parte da mídia e o financiamento de pesquisas desenvolvidas por cientistas sociais que buscam visibilidade, tudo em nome da divulgação da convenção de estabilidade.

O BCB é um membro necessário desta arquitetura institucional – é a instituição que concebe e executa a política monetária, com os efeitos já apontados sobre a política cambial e fiscal e a distribuição de rendas. A autonomia do BCB reflete a força deste arranjo e, ao mesmo tempo, dadas as características já apontadas da política que pratica, reforça o peso econômico e político da institucionalidade que participa, num processo cumulativo – sem que isto implique, necessariamente, uma “captura” do BCB pelo sistema financeiro. Para o estabelecimento da coalizão e da convenção que lhe serve de representação social, basta que o BCB e os membros privados espalhem os benefícios conjuntos da mesma política – no caso, o prestígio de cumprir as metas e os ganhos derivados dos altos juros e do câmbio valorizado.

Além de objetivos comuns, diversos mecanismos reforçam a coesão desta coalizão e a força da convenção a ela vinculada.

A atual estrutura do sistema financeiro brasileiro foi muito influenciada pela crise bancária de 1995 e pela privatização dos bancos estaduais, processos em que o BCB teve um papel decisivo, participando da gênese ou desenvolvimento de grandes grupos.¹⁴ A mesma crise levou ao aprofundamento das atividades de supervisão do sistema financeiro exercidas pelo BCB (por exemplo, a aplicação das regras de Basileia), estreitando os laços entre as partes. Como toda agência reguladora, o BCB tem que manter contato estreito e contínuo, formal e informal, com

13. Para as contribuições do sistema financeiro às campanhas das eleições presidenciais de 2002 e 2006, ver Filgueiras e Gonçalves (2007).

14. A participação dos cinco maiores bancos nos ativos totais do sistema subiu de 45% em 1994 para 79% em 2008 (www.bcb.gov.br), sistema financeiro nacional.

os atores regulados, formando uma percepção comum dos problemas e soluções. A forma como a política monetária é implementada aumenta esta integração: as estimativas de inflação feitas pelo sistema financeiro constituem um importante insumo para as estimativas do BCB; e as reuniões do Comitê de Política Monetária (Copom) do BCB, onde a taxa de juros básica é definida, têm periodicidade fixa e, portanto, são precedidas de incontáveis manifestações de representantes do sistema financeiro sobre a decisão do comitê.

No plano cognitivo, a convenção se expressa na crença, partilhada pelos membros da coalizão que a sustenta, na eficácia e legitimidade do mercado como a principal instituição encarregada de organizar e conduzir a economia e a sociedade através de uma distribuição eficiente no uso de recursos. Tal crença valida o uso da força da coalizão para ampliar a gama de relações sociais regidas pelo mercado (a exemplo da saúde, previdência e educação) e vetar projetos e políticas que possam reduzir o poder do mercado em favor de outras instituições. Implícita nestas duas agendas – positiva e negativa – está a tese neoliberal de que, mesmo que o mercado não se coadune ao ideal concorrencial, as falhas introduzidas no processo de alocação eficiente de recursos pela ação de outras instituições, notadamente o Estado, são ainda maiores. Neste sentido, a problemática não resolvida do Estado desenvolvimentista, manifesta nos aspectos político, fiscal e administrativo, cujas reformas seguem pendentes, apesar de serem amplamente reconhecidas como necessárias, joga a favor da convenção.

Um viés conservador une ainda mais o BCB e os interesses privados – o primeiro quer manter a estabilidade de preços, o segundo, o rentável *status quo*, consolidado ao longo dos anos. Ambos se opõem a mudanças estruturais que alterem a distribuição de riqueza/renda e preços relativos, que poderiam elevar o risco de inflação. Em consequência, a coalizão usa seu poder não apenas para promover políticas que a beneficiem, mas também para obstar políticas que alterem o *status quo*. Convenções de desenvolvimento que levem a mudanças estruturais destes parâmetros estão excluídas.

Denomina-se, inicialmente, a convenção anteriormente descrita como sendo institucionalista *restrita*. No entanto, conforme a análise citada aponta, o adjetivo pode também ser aplicado à gama de mudanças estruturais que tal convenção propugna. Se desenvolvimento é mudança estrutural, trata-se, na melhor das hipóteses, de um *desenvolvimento restrito*.

4.3 A convenção neodesenvolvimentista

Coexistindo com a convenção anteriormente descrita, mas a ela subordinada, há outra, a que podemos chamar de *neodesenvolvimentista*, cujo núcleo duro é o aumento autônomo da renda familiar dos grupos mais *pobres*, via salário mínimo (SM) e transferências, e de investimentos em infraestrutura e construção residencial, regidos pelo Estado.

Proposta inicialmente no Plano Plurianual (PPA) 2003-2007, ampliada pela Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior (Pitce) e pela tentativa de estabelecer parcerias público-privadas (PPPs), em 2003, encontra sua forma atual no Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) 2007-2010 e na recente Política de Desenvolvimento Produtivo (PDP).

A convenção repousa sobre cinco pilares:

- 1) Investimento em infraestrutura (principalmente energia, logística e saneamento), a ser feito majoritariamente por empresas estatais e privadas, com o financiamento do BNDES e, em menor grau, diretamente pelo Estado. Parte desses investimentos responde a carências há muito identificadas e podem ser vistos como a *recuperação do atraso*. No entanto, a descoberta de grandes jazidas de petróleo em águas muito profundas (o pré-sal) abre a perspectiva de enormes investimentos nesta área e, a seguir, da remoção da restrição de divisas através da exportação de petróleo e seus derivados. Para tanto, porém, será necessário equacionar adequadamente as condições institucionais que regerão a exploração desta área e o esquema de financiamento para os referidos investimentos, que, na sua maior parte, serão realizados após a conclusão do PAC atual.
- 2) Investimento residencial incentivado pelo crédito, público e privado, amparado por maiores garantias dos credores, como a alienação fiduciária. Busca-se aqui também sanar o atraso pela redução do enorme déficit habitacional do país (estimado em 8 milhões de residências) e da baixa participação do crédito para este fim no PIB (menos de 2%).
- 3) O círculo virtuoso entre aumento de consumo das famílias, derivado dos aumentos do salário mínimo (SM), das transferências do Bolsa Família, da expansão do emprego formal (explicado em boa parte por medidas institucionais como o tratamento tributário simplificado para pequenas empresas e maior fiscalização) e do crédito.
- 4) Investimento em inovação, amparado por incentivos fiscais, crédito subsidiado e subvenções.
- 5) Política externa independente, que privilegia as relações com outros países em desenvolvimento – seja da América Latina, seja do grupo Brasil, Rússia, Índia e China (BRIC) – e busca afirmar o papel do Brasil como protagonista do processo de mudanças na arquitetura institucional mundial.

O Estado, nesta convenção, volta a assumir um papel de liderança no processo de desenvolvimento, recuperando, inclusive, o protagonismo das empresas estatais e dos bancos públicos, perdido durante o período liberal, que teve início em 1990.

A capacidade local de inovação, buscada pelo desenvolvimentismo dos anos 1970, é hoje objeto de um consenso que abarca todas as correntes de pensamento, contando com forte apoio do BIRD. No entanto, a Pitce de 2003 tinha um componente bastante criativo em sua agenda positiva, ao considerar claras prioridades setoriais e tecnológicas,¹⁵ estabelecidas em função dos seus encadeamentos tecnológicos e do seu peso na balança comercial. Esta criatividade positiva foi substancialmente atenuada em favor de políticas horizontais, de natureza mais canônica, possivelmente devido à redução da restrição externa. Também diferentemente do que ocorria no período desenvolvimentista, na agenda atual não se distinguem os detentores da capacidade de inovação pela origem do seu capital e há um inequívoco entusiasmo com a importação de tecnologia. Enquanto no período anterior havia a preocupação, movida por objetivos de soberania econômica nacional, de privilegiar a capacitação tecnológica sob controle nacional, esta prioridade deixou, em parte, de existir.

Cabe destacar que, à diferença da antiga convenção desenvolvimentista e da convenção neoliberal, o governo Lula, colocou no topo da sua agenda a redução da pobreza, através dos mecanismos apontados no que é descrito anteriormente como o terceiro pilar da convenção desenvolvimentista. Este pilar almeja não só o consumo de massa e o investimento daí derivado, sob inspiração keynesiana, mas também sanar a grande deficiência do antigo padrão desenvolvimentista: a restrita inclusão econômica, apontada por grandes pensadores brasileiros, como Furtado (1961), como óbice principal à sustentabilidade do desenvolvimentismo.

O sucesso neste campo, obtido mesmo com taxas de crescimento abaixo do potencial da economia brasileira, reduziu parcialmente a importância de lograr altas taxas de crescimento como instrumento de legitimação política, típica do desenvolvimentismo, seja em seu período democrático (os “50 anos em 5”), seja no período autoritário (“ninguém segura este país”) e permite a conciliação entre as duas convenções.

A percepção de que os *pobres* tendem a ser os mais prejudicados em períodos de alta inflação estabelece uma outra ponte entre a convenção neodesenvolvimentista e a convenção institucional restrita descrita anteriormente. A ampliação da capacidade produtiva e da produtividade sistêmica devida à melhoria das condições de infraestrutura, aumentando o hipotético “produto potencial”, constitui outras pontes entre as duas convenções.

No entanto, tais pontes não implicam a necessária adoção das políticas monetárias e taxas cambiais praticadas. Outras configurações de política macro podem conduzir à manutenção da estabilidade de preços. A análise destas configurações alternativas foge ao escopo deste ensaio, mas cabe reiterar o peso econômico e

15. Bens de capital, componentes eletrônicos, *software* e fármacos constituíam os setores prioritários. A estes se adicionavam tecnologias novas, de uso difundido, “portadoras de futuro” – biotecnologia, nanotecnologia e biocombustíveis.

político da coalizão de interesses que se expressa através da convenção de desenvolvimento restrito, cuja agenda positiva postula que a atual configuração de políticas é a mais “eficiente” do ponto de vista técnico, apagando com a retórica tecnocrática o debate político, ou seja, o debate sobre possibilidades de mudanças.

Por mais que os programas de transferência possam ser criticados por oferecerem poucas *portas de saída* aos seus beneficiários, a prioridade dada aos *pobres* constitui uma modificação crucial na agenda de desenvolvimento, que, dado o seu manifesto impacto político, parece pouco provável que seja infletida no futuro. Uma crítica pouco debatida é que o programa tem sua *porta de entrada* ainda muito estreita (...) que deveria ser alargada (...) que o programa poderia ser transformado no futuro em uma política de rendas básicas de cidadania.

Assim, a convenção desenvolvimentista do governo Lula também reúne um conjunto de relevantes interesses econômicos e políticos, tal como é inerente a qualquer convenção.

Se implementado o PAC conforme previsto, estimou o governo que a taxa de investimento passaria de 16,4% do PIB em 2006 para 21% em 2010, e a taxa de crescimento do PIB seria mantida estável ao longo do tempo, em 5% a.a. Sem dúvida uma melhora em relação ao período 1998-2003, quando o PIB cresceu a uma média de 1,6% e mesmo em relação ao primeiro mandato do presidente Lula, quando, em média, o crescimento foi de 3,4% a.a. e a taxa de investimento foi 15,9% do PIB, mas longe ainda dos níveis alcançados pelo desenvolvimentismo brasileiro ou, atualmente, pelas nações asiáticas. Admitida uma taxa de crescimento populacional de 1,5% a.a., a taxa de crescimento prevista levaria à duplicação da renda *per capita* em 20 anos, o que pode ser descrito como um objetivo não muito ambicioso.

O Programa partia da premissa de um cenário internacional e de evolução macroeconômica do país favorável. A inflação seria 4,1% em 2007 e se estabilizaria em 4,5% a.a. no período 2008/2010. A taxa básica de juros declinaria lentamente, atingindo 10,1% em 2010, e o superávit fiscal primário permaneceria estável em 4,25% do PIB durante todo o período.

À época de sua elaboração, tais premissas eram plausíveis: a demanda internacional por produtos brasileiros continuava forte, compensando, em parte, a valorização do real, e a crise do sistema financeiro internacional ainda não se fizera plenamente manifesta. No plano interno, o superávit primário mantinha-se dentro das metas previstas e o BCB reduzira gradualmente a taxa de juros básica a partir de setembro de 2005, um ano após elevá-la bruscamente.

Havia outras razões para otimismo, decorrentes da melhoria dos problemas herdados do passado. Em primeiro lugar, a taxa de investimento apresentava evolução favorável. Em 2006 havia voltado ao nível de 2002 (16,4% do PIB) e apresen-

tava tendência crescente. Essencial para as obras de infraestrutura, o investimento público, que caíra a um nível mínimo em 2003 (0,3% do PIB) aumentara para 0,64% em 2006, prevendo-se que chegaria a 1,2% em 2009. Previa-se também que os investimentos da Petrobras, um dos pilares do PAC, que haviam caído de 0,81% do PIB em 2003 para 0,76% em 2006, voltariam a se elevar.¹⁶

Em segundo lugar, a redução da remuneração dos títulos do Tesouro e as medidas institucionais que reduziām o risco de crédito (como o crédito consignado para pessoas físicas e a alienação fiduciária para o crédito habitacional), estimularam o sistema financeiro a ampliar sua oferta de crédito, que, em 2006, representava pouco mais de 30% do PIB. Associada ao aumento da massa salarial, a expansão do crédito levou a forte aumento do consumo familiar. Como a remuneração destas operações caíra muito menos que a taxa Selic, a expansão do crédito aumentava a rentabilidade do sistema financeiro.

Os dois fatores apontados, a ampliação da taxa de investimento e a ampliação do crédito e da rentabilidade do sistema financeiro, não cumpriam apenas a função de implementar o PAC – asseguravam também a compatibilidade entre a convenção desenvolvimentista e a convenção institucionalista restrita.

Para o BCB, o aumento da capacidade de oferta é essencial para um cenário *benigno* para a inflação futura, evitando que a demanda exerça pressões sobre o nível de preços. Embora o estudo de Bevilaqua, Mesquita e Minella (2007) mostre que o hiato de produto tem pouca influência sobre as expectativas de inflação a serem domadas, a avaliação de que esta pressão de demanda poderia vir a ocorrer, reduzindo o “hiato do produto”, foi um dos principais determinantes da elevação da taxa de juros em setembro de 2004 (alta que durou um ano), visando reduzir o crescimento do PIB, que vinha evoluindo a taxas de cerca de 6% nos trimestres anteriores (BEVILAQUA; MESQUITA; MINELLA, 2007). Como resultado, a taxa de crescimento do PIB caiu de 5,7% em 2004 para 3,2% em 2005.

Conforme aponta Barbosa (2009), os estudos do BCB sobre hiato de produto utilizam expectativas “voltadas para trás”, o que, num contexto de aceleração do crescimento, induz a uma postura conservadora sobre o potencial de expansão da economia. Dado o poder do BCB de afetar o crescimento, bem ilustrado pelo episódio de 2004/2005, a ampliação da taxa de investimento torna-se essencial não apenas no plano *real* como no *simbólico*, reduzindo a probabilidade de interrupções no processo de crescimento impostas pelo banco. Para todo o período de aplicação do regime de metas de inflação, o BCB é rápido na elevação das taxas de juros e lento na sua redução.

16. Dados do PAC (2009).

Para o sistema financeiro, o aumento de rentabilidade trazido pela expansão do crédito era, obviamente, bem-vindo. A compatibilidade entre as duas convenções teve curta duração. A forte expansão na oferta de bens de capital era interpretada pelo governo como evidência da formação do círculo virtuoso entre consumo e investimento e equilíbrio entre demanda e capacidade de oferta (atenuando pressões inflacionárias).

No entanto, o círculo virtuoso de consumo-crédito-investimento parecia ter-se estabelecido principalmente no setor de construção, recuperando parte da defasagem na participação da construção na formação bruta de capital¹⁷ e na ínfima participação do crédito para construção (menos de 2% do PIB), refletida num déficit habitacional estimado em 8 milhões de moradias.

Para os demais setores, em que pese o inequívoco aumento de investimentos, os mapeamentos feitos pelo BNDES para os períodos 2007-2010 e 2008-2011 (ver TORRES FILHO; PUGA, 2007; PUGA; BORÇA JR., 2007), mostravam o forte peso que a expansão da infraestrutura, notadamente em energia, tem nesse processo e que os investimentos no setor industrial continuavam concentrados em setores intensivos em capital e recursos naturais (petróleo e gás, mineração, siderurgia, papel e celulose, petroquímica), orientados principalmente para a exportação e substituição de importações. Em que pese a expansão da demanda, os investimentos em bens de consumo (notadamente dos setores automobilístico, eletrônico e fármacos) respondiam por 12% do total. Dados da produção nacional de bens de capital, desagregados por uso e por setores (ver IEDI, 2008) apontavam na mesma direção – a expansão era mais forte em bens destinados à agricultura, energia elétrica e transporte (notadamente vagões ferroviários, usados pelas indústrias extrativas). Quadro semelhante era mostrado pelas importações de bens de capital, onde, além dos acima citados, também se destacam os bens do complexo eletrônico (informática, comunicações e automação).

A maior parte dos investimentos em infraestrutura estava sendo, segundo os documentos governamentais de acompanhamento do PAC, realizada conforme o cronograma previsto, embora a imprensa registrasse vozes discordantes.

Inequivocamente, existem problemas de compatibilidade entre o nível e, especialmente, o ritmo dos investimentos previstos no programa e outros objetivos de desenvolvimento. Neste, como em tantos outros aspectos da problemática brasileira, aparecem as dificuldades institucionais inerentes ao nosso Estado, seja em termos de objetivos, seja em termos de adequação administrativa.

Na visão do BCB, ao fim de 2007, o cenário para a inflação futura ainda era *benigno*, mas o Relatório de Inflação de dezembro daquele ano registrava sua

17. Puga e Nascimento (2007) mostram que a pequena participação da construção na formação bruta de capital no Brasil o diferenciava em relação aos países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE).

preocupação com a pressão exercida pela demanda sobre a oferta e com o estreitamento do “hiato de produto”. Os problemas foram substancialmente agravados pela evolução da situação internacional. O ex-presidente do Fed, Alan Greenspan, ao depor no Congresso americano, descreveu a crise internacional que teve início em 2007 como um tsunami. A metáfora é mais adequada que a da “bolha”, posto que o tsunami vem do fundo do oceano, causado por modificações sísmicas. No caso, o terreno sobre o qual repousava a enorme massa de capital financeiro em circulação pelo mundo. O deslocamento teve início no período 2004-2006, quando, após manter taxas de juros muito baixas, o Fed elevou-as drasticamente (de 1% para 5,35%). Com esta elevação, o mercado de hipotecas de alto risco (*subprime*) entrou em crise, reconhecida pelo atual presidente do Fed, Ben Bernanke, em meados de 2007. Ao longo de 2007, a crise estendeu-se ao resto do sistema financeiro e provocou um forte movimento especulativo nos preços das *commodities*, que subiram drasticamente.

Neste quadro de turbulência internacional, um aumento da inflação seria provável. Com efeito, o Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), que serve de baliza ao BCB, medido no intervalo de 12 meses, passou de 4,56% em janeiro de 2008, para 4,61% em fevereiro e 4,73% em março, superando a meta de 4,5%, mas dentro da margem de variação estabelecida pelo CMN, de mais ou menos 2%.

É legítimo duvidar se a taxa de juros, que incide principalmente sobre a demanda, é um instrumento eficaz para debelar pressões de custos, de origem externa, sem que isso implique uma contração muito forte do nível de atividade. Em outros países, notava o BCB, verificava-se o “caráter refratário do processo inflacionário, mesmo diante da desaceleração global” (BCB, 2008a).

Embora vários analistas sugerissem que a elevação de preços observada no primeiro trimestre de 2008 fosse atribuível ao aumento nos preços internacionais das *commodities*, o BCB preferiu interpretá-la como sendo causada pela pressão da demanda interna sobre a capacidade produtiva e, estimando que havia um forte risco de a inflação ficar acima do centro da meta, deu início, em abril, a um novo – e forte – ciclo de elevação da taxa básica de juros, que passou de 11,25% a.a. em março para 13,75% em setembro, mantida em outubro de 2008 (BCB, 2008b).

4.4 A crise e seus desdobramentos

A partir de setembro de 2008, como se sabe, a crise internacional assumiu dimensões sistêmicas, comparadas por muitos aos eventos de 1929. O tsunami se estendeu pelo mundo, afogando no seu percurso a tese do “descolamento” dos países em desenvolvimento.

Até então, a crise internacional (que eclodira um ano antes) havia repercutido no Brasil principalmente através da elevação dos preços das *commodities* e da saída

de capitais, lucros e dividendos, visando, em boa parte, cobrir perdas sofridas pelos investidores nos países centrais,¹⁸ derrubando as cotações da Bolsa de Valores e fechando um canal de capitalização de empresas que vinha tendo utilização crescente, dado o alto custo do crédito.¹⁹ No entanto a taxa de câmbio mantinha-se estável e valorizada.

No quarto trimestre de 2008, o Brasil mostrou, mais uma vez, que não é uma “ilha de tranquilidade” no encapelado mar internacional. A crise manifestou-se, imediatamente, por uma elevação na taxa de câmbio e pela contração da liquidez, mostrando que a retórica do “descolamento” era equivocada. A busca de ganhos financeiros por parte de grandes e médias empresas que apostaram com derivativos na manutenção da taxa de câmbio impôs-lhes pesadas perdas, mostrou importantes falhas nos mecanismos de regulação do mercado e aumentou a incerteza, à semelhança do que ocorreu em outros países.

Com a crise, o BCB fortaleceu a sua posição. A política de metas de inflação e as próprias metas permaneceram (e permanecem) inalteradas e, ao fim de outubro de 2008, mais de um mês após a quebra do Lehman Brothers, o Copom continuava preocupado com os riscos “para um cenário menos benigno” de inflação, postos pelo descompasso entre os aumentos de demanda e oferta (Ata da Reunião, 138). À diferença dos seus pares no mundo, tanto de países desenvolvidos como dos em desenvolvimento,²⁰ o BCB manteve a taxa de juros no seu nível elevado, quando a crise de liquidez e as condições fiscais sugeriam a conveniência de reduzi-la. Mas, o Copom acenava claramente com a possibilidade de elevar a taxa de juros se as expectativas de inflação não convergissem para o centro da meta (Ata da Reunião, 138). Assim, à incerteza para a produção e investimentos, decorrente da situação internacional, somava-se a produzida pelo BCB.

No último trimestre de 2008, a crise se fez manifesta, com a queda na taxa de crescimento do PIB. No trimestre seguinte, o crescimento econômico foi negativo.²¹ Em consequência, a agenda positiva de políticas públicas concentrou-se no combate à crise.²² No plano macroeconômico, a meta de superávit primário foi reduzida para 2,5% do PIB e os investimentos da Petrobras excluídos do cálculo; o BCB cortou a taxa Selic em 5 pontos percentuais (p.p.), chegando a 8,75% em

18. Em 2007, a indústria de veículos automotores remeteu US\$ 2,7 bilhões como lucros e dividendos, contra uma entrada de investimento direto de US\$ 0,8 bilhão.

19. Cerca de três quartos do valor das ofertas primárias de ações eram absorvidos por investidores estrangeiros.

20. Numa listagem não exaustiva, os bancos centrais de Austrália, Canadá, China, Coreia do Sul, Estados Unidos, Hong Kong, Índia, Japão, Noruega, Reino Unido, Suécia e Suíça, além do mui austero Banco Central Europeu (BCE), já haviam cortado as taxas de juros *urbi et orbe*, exceto no Brasil.

21. Os dados das Contas Nacionais do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) informam que, comparado com igual período do ano anterior, o PIB real dos três primeiros trimestres de 2008 vinha crescendo a taxas superiores a 6%. No último trimestre, o crescimento foi de 1,3%, e no primeiro trimestre de 2009 foi negativo em 1,8%.

22. Uma descrição minuciosa das medidas tomadas, com as devidas referências aos atos jurídicos, encontra-se em PAC (2009). A análise a seguir aponta apenas os principais delineamentos da política.

agosto de 2009. Não obstante a queda, o Brasil mantém uma das mais altas taxas de juros do mundo.²³

Ao mesmo tempo, buscou-se a manutenção da demanda agregada, tanto em termos de consumo das famílias como do investimento. O primeiro foi fomentado pela antecipação do aumento do SM, pelo aumento do valor e da cobertura do Bolsa Família e pela redução de impostos sobre bens de consumo. Para contrabalançar a retração na concessão de crédito do setor privado, os bancos públicos – notadamente o Banco do Brasil (BB) e a CEF – ampliaram suas operações e reduziram os encargos cobrados. O investimento foi estimulado pela ampliação de recursos do BNDES e pela redução da taxa de juros de longo prazo (TJLP), assim como por incentivos fiscais para bens de produção e pela manutenção dos investimentos do PAC, ampliados por um novo programa de habitação popular.

Em contrapartida, o sistema financeiro privado adotou uma postura defensiva, em termos de concessão de crédito e de taxas de juros, retraindo a primeira e aumentando as últimas, a despeito da queda da taxa Selic, estratégia que preservou a lucratividade do sistema.

A política anticrise deteve o processo de contração econômica. O crescimento do PIB em 2009 foi praticamente nulo e para 2010, estima-se, volte ao patamar de 5,5% a 6,5% a.a., segundo as previsões do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA, 2010). Além disso, a crise e as políticas adotadas para debelá-la tiveram repercussões sobre o debate acerca da temática do desenvolvimento. Houve uma aparente convergência entre as duas convenções, mantendo-se, de um lado, juros altos e, de outro, medidas expansionistas de cunho fiscal e de crédito para sair da crise.

Ao verificar-se um cenário de mais saúde para as economias internacional e nacional, a tendência parece ser rumo a uma situação próxima à vigente antes da eclosão da crise, em que convivem duas convenções – a institucional restrita e a desenvolvimentista – sob a hegemonia da primeira. Neste quadro, consistente com o diagnóstico de que o Brasil se desenvolvia adequadamente e a crise foi exógena, os interesses que formam a coalizão de suporte da segunda convenção têm liberdade de adotar as políticas pertinentes aos seus objetivos, desde que não firam frontalmente os interesses da primeira coalizão, que detêm poder significativo sobre o desenrolar do desenvolvimento brasileiro.

No entanto, o período recente também evidenciou conflitos entre as duas convenções. A estratégia defensiva do sistema financeiro, acima descrita, foi duramente criticada pelo ministro da Fazenda, que ameaçou o sistema privado com a perda de mercado para os bancos públicos e até pelo presidente da República,

23. Nos países centrais, a taxa básica de juros está próxima de zero: 0,25% nos Estados Unidos, 0,1% no Japão, e 1% na zona do euro. A taxa brasileira também é superior à dos demais países em desenvolvimento, exceto Rússia.

que criticou pela mídia os altos *spreads* cobrados pelos bancos privados. Estes, após alguma tergiversação, preferiram não prosseguir no debate público, mas o governo vem mantendo a postura agressiva dos bancos públicos na oferta de crédito.

Ao lado da discussão sobre a força e a rapidez da recuperação, notadamente dos investimentos, um tema vem ocupando o debate macroeconômico: a valorização do real frente ao dólar. Notam-se posições distintas entre o Ministério da Fazenda, que vem adotando uma postura mais desenvolvimentista, e o BCB, que segue apegado ao seu objetivo de conter a inflação próxima do centro da meta.

A valorização do câmbio já vinha sendo denunciada como causa de “doença holandesa”, tornando a indústria localizada no país pouco competitiva no mercado externo e na competição contra importações, e, no limite, ameaçando a economia brasileira de desindustrialização (BRESSER PEREIRA, 2008). Ao manter-se a valorização do câmbio, o estímulo a investimentos industriais no país seria reduzido, sendo mais rentável adquirir insumos, partes e componentes e, eventualmente, bens de capital no exterior, provocando a perda de densidade das cadeias produtivas, reduzindo os efeitos de encadeamento e sinergia e a capacidade de inovação associada às relações próximas entre vendedores e produtores.

A valorização está associada a movimentos da conta de capitais, alimentados em parte pela alta taxa de juros brasileira e pela busca de aplicações rentáveis por investidores externos, estimulados pelo próprio sucesso brasileiro em lidar com a crise, em comparação com outros países. Conta com a inequívoca simpatia dos atores no mercado de crédito e de capitais, que atribuem tal valorização às condições “estruturais” da economia brasileira. Não obstante, o Ministério da Fazenda, contrariando esses interesses, estabeleceu uma taxação sobre a entrada de capitais destinados a investimentos mobiliários. Medida semelhante havia sido tomada em março de 2008 e eliminada alguns meses depois, após a quebra do Lehman Brothers. Embora sua eficácia para desvalorizar o real seja duvidosa, a medida tem um inequívoco valor simbólico, que pode indicar maior disposição do governo em intervir na conta de capitais, em favor da convenção desenvolvimentista.

É possível que nos próximos anos venham a se agravar as tensões entre as duas convenções, especialmente se a configuração de políticas macroeconômicas frear o processo de inclusão social. No limite, a convenção desenvolvimentista ganharia maior peso político e autonomia frente à convenção de estabilização, alterando a configuração de políticas macro. No entanto, a história recente do país apresenta farta evidência do poder, econômico e político, da coalizão de interesses que encontra sua expressão na convenção de desenvolvimento restrito, de modo que a futura correlação de forças entre as duas convenções é altamente incerta.

5 CONCLUSÕES

Argumentou-se acima que o processo de desenvolvimento requer um dispositivo cognitivo coletivo, composto por conhecimentos codificados e tácitos, que permita hierarquizar problemas e soluções e facilitar a coordenação entre os atores sociais – uma convenção de desenvolvimento. Esta convenção reflete a distribuição de poder econômico e social, constituindo, pois, um objeto de economia política.

Atualmente, após o fracasso das convenções neoliberais, não há, internacionalmente, uma convenção de desenvolvimento firmemente constituída. Embora a crise em curso tenha servido para alguns postulados anteriores, como a capacidade de autorregulação dos mercados, e tenha recolocado o Estado num papel central, a indefinição quanto a uma convenção de desenvolvimento foi provavelmente ampliada. A saída mais rápida da crise nos países desenvolvidos atua a favor daquelas forças, notadamente o capital financeiro internacional, que têm interesse em minimizar as mudanças institucionais e em retornar, tanto quanto possível ao *status quo* anterior.

Argumentou-se também que, no governo do presidente Lula, havia, desde o início, o reconhecimento da necessidade de uma nova convenção de desenvolvimento e que duas convenções disputavam a hegemonia. Parece que a convenção que se chamou de “institucionalista restrita”, que privilegia a estabilidade de preços ao custo de um desenvolvimento também restrito, impõe limites à convenção neodesenvolvimentista.

No entanto, estas pontes entre as duas convenções não implicariam a necessária adoção das metas rígidas de inflação e das políticas monetária e cambial praticadas pelo BCB. Outras configurações de política macro poderiam conduzir à manutenção da estabilidade de preços. A análise destas configurações alternativas foge ao escopo deste capítulo, mas cabe reiterar o peso econômico e político da coalizão de interesses que se expressa através da convenção de desenvolvimento restrito, cuja agenda positiva postula que a atual configuração de políticas é a mais “eficiente” do ponto de vista técnico, apagando com a retórica tecnocrática o debate político.

A crise internacional introduziu novos elementos de incerteza e perturbação no processo de desenvolvimento brasileiro. No entanto, com a retomada da atividade econômica, há uma forte tendência para a volta da correlação de forças entre as duas convenções, consistente com o diagnóstico de que a crise foi de natureza exógena e o desenvolvimento até então em curso era satisfatório.

Não obstante isto, a configuração das políticas anticíclicas e seu resultado estabelecem conflitos entre as duas convenções, em relação à administração fiscal e especialmente à valorização cambial e o correlato tratamento dos juros e do

capital financeiro, nacional e internacional. Com o passar dos anos, a contradição entre investimentos produtivos e o aumento de juros/valorização do câmbio pode exacerbar os conflitos.

Como é sabido, economista é um profeta que olha para trás – e o desdobramento destes conflitos, que tende a se acentuar, é imprevisível, dependendo da evolução da correlação de forças políticas e econômicas representadas pelas duas convenções de desenvolvimento.

Para concluir, chamamos a atenção para o fato de que nenhuma das duas convenções em disputa enfrenta os problemas da transformação do Estado brasileiro, notadamente as reformas política, fiscal e administrativa, que, a nosso juízo, são essenciais para um processo de desenvolvimento alto e sustentável. Possivelmente, a explicação para este silêncio encontra suas raízes na governança que caracteriza o presidencialismo de coalizão brasileiro e que acaba por induzir a dependência em relação à trajetória passada e, assim, um forte viés conservador.

REFERÊNCIAS

BARBOSA FILHO, N. Estimando e revisando o produto potencial do Brasil: uma análise do filtro Hendrick-Prescott com função de produção. *In*: GENTIL, D.; MESSEMBERG, R. (Org.). **Crescimento econômico: produto potencial e investimento**. Rio de Janeiro: Ipea, 2009.

BCB. Banco Central do Brasil. **Ata da 134ª Reunião do Copom de 15 de abril de 2008**. Brasília, 2008a.

_____. **Focus** – Relatório de Mercado, de 31 de outubro de 2008. Brasília, 2008b.

BERNANKE, B. **Inflation expectations and inflation forecasting**. Cambridge, Mass: National Bureau of Economic Research Summer Institute, 2007.

BEVILAQUA, A.; MESQUITA, M.; MINELLA, A. **Brazil: taming inflation expectations**. Brasília: Bacen, 2007 (Working Paper Series, n. 129).

BIELSCHOWSKY, R. **Pensamento econômico brasileiro: o ciclo ideológico do desenvolvimentismo**. Rio de Janeiro: Ipea, 1988.

BLANCHARD, O. Sustaining a global recovery. **Finance & Development**, Sep. 2009.

BRESSER PEREIRA, L. The Dutch disease and its neutralization: a Ricardian approach. **Brazilian Journal of Political Economy**, v. 28, n. 1, 2008.

BRUNO, M. Financiarisation et accumulation du capital productif au Brésil. Les obstacle macro-économiques à une croissance soutenue. **Revue Tiers Monde**, n. 189, Jan.-Mar. 2007.

CASTRO, A. B. Renegade development: rise and demise of state-led development in Brazil. *In*: SMITH, W.; ACUÑA, C.; GAMARRA, E. (Org.). **Democracy, markets and structural reform in Latin America**. Londres: Transaction Books, 1993.

CHANG, H.-J. **Bad samaritans: rich nations, poor countries & the threat to the developing world**. Londres: Random House, 2007.

CHESNAIS, F. O capital portador de juros: acumulação, internacionalização, efeitos econômicos e políticos. CHESNAIS, F. (Org.). **A finança mundializada**. São Paulo: Boitempo, 2005.

CHOI, Y. **Paradigms and conventions: uncertainty, decision making and entrepreneurship**. The University of Michigan Press, 1993.

CLAESSENS, S. **Lessons from the recent financial crisis for reforming national and international financial systems**. Annual Bank Conference on Development Economics, Seoul, 2009.

DE WOLF, T.; HOLVOET, T. Emergence versus self-organisation: different concepts but promising when combined. *In*: BRUEKNER *et al.* (Ed.). **Engineering self organizing systems: methodology and applications**. Berlim: Springer-Verlag, 2005.

DENZAU, A.; NORTH, D. Shared mental models: ideologies and institutions. **Kyklos**, v. 14, n. 1, 1994.

ERBER, F. The Brazilian development in the nineties – myths, circles and structures. **Nova Economia**, v. 12, n. 1, 2002.

_____. A portfolio approach to investments in technology – some uses and theoretical implications. *In*: INTERNATIONAL SCHUMPETER SOCIETY CONFERENCE, 10. Milão, Itália. **Anais...** Milão, 2004.

_____. The evolution of development conventions. *In*: INTERNATIONAL SCHUMPETER SOCIETY CONFERENCE, 12. 2008a. **Anais...** Disponível em: <www.ie.ufrj.br>

_____. Development projects and growth under finance domination – the case of Brazil during the Lula years (2003-2007). **Revue Tiers Monde**, n. 195, 2008b.

FILGUEIRAS, L.; GONÇALVES, R. **A política econômica do governo Lula**. Rio de Janeiro: Contraponto, 2007.

FUKUYAMA, F. **The end of History?** National Interest, Summer, 1989.

FURTADO, C. **Desenvolvimento e subdesenvolvimento**. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1961.

_____. **O mito do desenvolvimento econômico**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1974.

GIAMBIAGI, F. **Dezessete anos de política fiscal no Brasil: 1991-2007**. Rio de Janeiro: Ipea, 2007 (Texto para Discussão, n. 1.309).

HELLEINER, E. **Crisis and response, the story so far**: five regulatory agendas in search of an outcome. Center for International Governance Innovation, 2008.

IEDI. **Produção industrial em julho de 2008**: em alta. São Paulo: IEDI, 2008 (Carta IEDI, n. 328).

IMF. International Monetary Fund. **World Economic Outlook**: crisis and recovery. Washington D.C.: IMF, Apr. 2009.

IPEA. **Previsões macroeconômicas para 2010**. Rio de Janeiro: Ipea, 2010.

JODELET, D. **Les représentations sociales**. Paris: Presses Universitaire de France, 1989.

JOHNSON, K. **Gross or net international financial flows** – understanding the financial crisis. New York: Council on Foreign Relations, 2009 (Working Paper).

MINISTÉRIO DA FAZENDA. **Política econômica e reformas estruturais**. Brasília; 2003.

_____. **Política econômica e reformas estruturais**. Brasília, 1990.

MODENESI, A. **Convenção e rigidez na política monetária: uma estimativa da função de reação do BCB – 2000-2007**. Rio de Janeiro: Ipea, 2008 (Texto para Discussão, n. 1.351).

NORTH, D. **Institutions, institutional change and economic performance**. Cambridge: Cambridge University Press, 1990.

ORLÉAN, A. L'économie des conventions: définitions et résultats. *In*: ORLÉAN, A. (Ed.). **Analyse économique des conventions**. Paris: Presses Universitaires de France, 2004.

PAC – Programa de Aceleração do Crescimento. **Balanco do PAC – 2 anos**. Brasília: PAC, 2009.

PRADO, M. C. **A real história do real**. Rio de Janeiro: Record, 2005.

PUGA, F.; BORÇA JÚNIOR, J. Alta do investimento em 2008/2011 deve superar 12% ao ano. **Visão do Desenvolvimento**, n. 40, BNDES, 2007.

_____. Apesar da crise, a taxa de investimento brasileira continuará em expansão. **Visão do Desenvolvimento**, n. 65, BNDES, 2009.

PUGA, F.; NASCIMENTO, M. A nova realidade do investimento no Brasil. **Visão do Desenvolvimento**, n. 30, BNDES, 2007.

RODRIK, D. **Growth strategies**. JFK School of Government, Harvard University, 2004.

SÁ EARP, F. A tríplice revolução keynesiana: notas sobre a dinâmica da difusão das ideias econômicas. **Ensaio FEE**, ano 21, n. 2, 2000.

SALLUM JÚNIOR, B. O Brasil sob Cardoso: neoliberalismo e desenvolvimentismo. **Revista de Sociologia da USP**, v. 11, n. 2, Tempo Social, 2000.

SCHÖN, D. Generative metaphor: a perspective on problem-setting in social policy. *In*: ORTONY, A. (Ed.). **Metaphor and thought**. Cambridge University Press, 1998.

SCHUMPETER, J. **Economic doctrine and method**: an historical sketch. George London: Allen & Unwin, 1954. First published 1912.

_____. **História da análise econômica**. Rio de Janeiro: Fundo de Cultura, 1964.

SPENCE COMMISSION – Commission on Growth and Development. **The growth report**: strategies for sustained growth and inclusive development. Washington: World Bank, 2008.

STIGLITZ, J. **Globalization and its discontents**. New York: W.W. Norton, 2002.

_____. Obama's ersatz capitalism. **The New York Times**, 04/01/2009.

TORRES FILHO, E.; PUGA, F. **Perspectivas do investimento 2007/2010**. Rio de Janeiro: BNDES, 2007.

WILLIAMSON, J. What Washington means by policy reform. *In*: WILLIAMSON, J. (Org.). **Latin American adjustment**: how much has happened? Washington, D. C.: Institute for International Economics, 1990.

_____. Democracy and the Washington Consensus. **World Development**, v. 21, n. 8, 1993.

WORLD BANK. **The East Asian miracle**. Oxford University Press, 1993.

_____. **Knowledge for development**: new industrial and innovation policy. 2007. Disponível em: <<http://webworldbank.org>>

INSTITUCIONALIDADE E POLÍTICA ECONÔMICA NO BRASIL: UMA ANÁLISE DAS CONTRADIÇÕES DO ATUAL REGIME DE CRESCIMENTO PÓS-LIBERALIZAÇÃO

1 INTRODUÇÃO

O capítulo busca desenvolver uma análise dos determinantes institucionais da performance macroeconômica do Brasil, entre 1999 e 2008, considerando-se as interações das estruturas que suportam o atual modelo econômico com a política econômica que lhe corresponde. A concepção teórica subjacente a este tipo de abordagem parte da premissa de que as regularidades macroeconômicas são estabilizadas e reproduzidas através de arranjos institucionais e organizacionais específicos.

Essa arquitetura institucional proporciona também os canais de atuação da política econômica que com ela interage numa relação de dupla determinação. Numa metáfora útil, a política econômica teria o *status* de *volante*, pois o *motor* das economias está centrado no regime de crescimento que responde pelas tendências ao longo do tempo da produção e da demanda agregada. Por esta razão as mudanças de regime de política econômica não são nunca triviais, na medida em que dependem de fatores estruturais, conjunturais e das interações entre o político e o econômico.

Procura-se detectar os momentos de compatibilidade ou de incompatibilidade dinâmica entre os três instrumentos principais de intervenção governamental no plano da macroeconomia: a política monetária, a política fiscal e a política cambial. Nesse sentido, o principal objetivo do capítulo consiste em caracterizar as *forças e fraquezas* do atual regime de crescimento e de política econômica que com ele interage não apenas através dos movimentos conjunturais, mas também, e sobretudo, das especificidades estruturais que emergiram com as mudanças institucionais dos anos 1990.

A premissa fundamental neste contexto é a de que existe uma determinada hierarquia dos instrumentos de política econômica que por sua vez deriva da hierarquia e complementaridade das instituições que suportam o regime de crescimento pós-liberalização. Uma análise em termos de macrorregulação do sistema econômico brasileiro é proposta a partir das abordagens teóricas que, em seus programas de pesquisa mais recentes, têm se pautado pela construção de uma macroeconomia com base histórica e institucionalista.

Este capítulo estrutura-se da seguinte maneira: a seção 2 fornece os fundamentos teóricos das interdependências entre institucionalidade e regulação macroeconômica, em suas implicações para a formatação e gestão da política econômica. Além disso, reúne os principais conceitos utilizados para essa abordagem. A seção 3 procura explicitar as relações estruturais entre modo de regulação e política econômica. A seção 4 busca mostrar as contradições e complementaridades que a atual hierarquia institucional provoca com relação às políticas monetária, cambial e fiscal. A análise conclui com a seção 5, tecendo considerações sobre as perspectivas de mudanças institucionais para um novo regime de política econômica mais consentâneo com as prerrogativas de uma estratégia consistente de desenvolvimento social e econômico para o Brasil.

2 INSTITUCIONALIDADE E REGULAÇÃO MACROECONÔMICA

A concepção de institucionalidade utilizada nesta análise não se reduz à sua concepção jurídico-normativa, embora a inclua necessariamente. Trata-se do conjunto de instituições, organizações, rotinas, convenções e acordos tácitos que, uma vez estabelecidos, se conjugam enquanto base do funcionamento da economia de um país ou região. Pode-se compreendê-la melhor, assimilando-a à *arquitetura institucional* vigente que estrutura o modelo econômico e reproduz as micro e macrorregularidades necessárias à eficácia da política econômica que lhe pressupõe.

Seus fundamentos teóricos decorrem da percepção de que as relações econômicas de produção (base de toda a oferta de bens e serviços) e de distribuição (base de toda a demanda e consumo) não se desenvolvem num vácuo institucional, posto em movimento por mecanismos puramente mercantis e concorrenciais, atuando unicamente a partir de comportamentos otimizadores de indivíduos e de firmas isolados. A partir dos trabalhos sobre *teoria dos jogos* ou, mais precisamente, teoria das decisões interdependentes, tal concepção reducionista pôde ser em parte superada, mesmo nos quadros das abordagens convencionais em economia.

Esses trabalhos mostraram a complexidade das interações entre agentes; e entre agentes e as diferentes estruturas sociais e econômicas onde atuam, ou seja, os diversos tipos de arquitetura institucional. Combinadas com os aportes das teorias neoinstitucionalistas atuais, as análises dos regimes ou padrões de crescimento econômico, com suas formas de evolução, fases de expansão e de crise, foram enriquecidas aumentando significativamente seu potencial explicativo e heurístico.

Todavia, nesse tipo de análise deve-se buscar uma definição precisa de *instituição*, a fim de que haja clareza com relação a outros conceitos que lhe são próximos. Segundo Boyer (2003), o exame da literatura internacional sobre o tema fez surgir ao menos seis noções principais, que devem ser bem diferenciadas.

Para efeitos de síntese, o quadro 1 proporciona uma comparação desses seis componentes da arquitetura institucional de base dos regimes de crescimento e políticas econômicas que lhes são vinculadas estruturalmente. Por exemplo, operando no nível micro, mas permitindo a consideração da rede de instituições que conformam os comportamentos econômicos, o conceito de *habitus* possibilita estudar a formação de expectativas e, portanto, as reações dos agentes à conjuntura e à política econômica.

QUADRO 1
Os componentes da arquitetura institucional: base dos modelos e das políticas econômicas que os pressupõem

Natureza / Componente	Definição	Princípio de ação	Fatores de mudança
Ordem constitucional	Conjunto de <i>regras gerais</i> que permitem resolver os conflitos entre as instâncias de níveis inferiores (instituições, organizações e indivíduos).	<i>Legitimidade</i> decorrente do poder deliberativo.	Grande <i>inércia</i> das democracias. Papel do <i>processo político</i> na reconfiguração.
Instituição	Procedimento imaterial permitindo <i>estruturar as relações entre indivíduos e organizações</i> .	Reduz ou elimina a <i>incerteza</i> associada aos comportamentos estratégicos.	Crises estruturais. A baixa eficácia não é razão suficiente para mudança.
Organização	Uma estrutura de <i>poder</i> e um conjunto de <i>rotinas</i> com o objetivo de superar os problemas de coordenação e os comportamentos oportunistas.	Sistemas de <i>remuneração e de controle</i> , ligados às instituições e às convenções.	Insuficiência de resultados com relação à concorrência. Crises suscitam a reestruturação.
Rotina	Conjunto de regras de ação deriva da codificação de um <i>conhecimento tácito</i> .	A <i>padronização</i> simplifica os procedimentos complexos e facilita a compreensão e as reações comuns.	Evolução desfavorável do ambiente Incoerência entre uma série de rotinas ou novo aprendizado.
Convenção	Conjunto de <i>expectativas e de comportamentos que se reforçam mutuamente</i> , emergindo de uma série de interações descentralizadas.	<i>Memória perdida</i> das origens das convenções, que parecem então "naturais" ou espontâneas.	Crises, invasões ou intrusões. A eficácia é raramente um critério de seleção.
<i>Habitus</i>	Conjunto de <i>comportamentos incorporados nos indivíduos</i> , forjados em seu processo de socialização.	<i>Adaptação</i> a um campo particular, mas possível desequilíbrio por transposição em outro.	Transferência do <i>habitus</i> a outro campo. Nova <i>aprendizagem</i> , em geral, difícil.

Fonte: Tradução livre e adaptação com base em Boyer (2003).

2.1 O uso da noção de regulação e a sua aplicabilidade às economias em desenvolvimento

O uso da noção de regulação em economia não é novo. Diversas abordagens derivadas da tradição neoclássica e das correntes keynesianas e institucionalistas reconhecem sua aplicabilidade. Mas é precisamente a forma como o conceito é mobilizado que determina o percurso teórico e os resultados das análises. A década de 1990 foi marcada pela difusão das análises derivadas da chamada *teoria microeconômica*

da regulação desenvolvida nos países anglo-saxões, e seguindo os pressupostos da teoria econômica convencional. Nessa perspectiva, os comportamentos coletivos e macroeconômicos são derivações diretas de comportamentos de indivíduos e de firmas, conformados por uma institucionalidade disciplinadora. Os limites desse tipo de abordagem decorrem da ausência de um nível mesoeconômico de análise que permita a transição das micro às macrorregularidades. A macroeconomia, nesse contexto, é assimilada a uma mera extensão da microeconomia ao plano agregado, ou seja, resultados macro seriam apenas a soma das partes microeconômicas. Tal abordagem carece de realismo.

A aplicação do conceito de regulação utilizada nessa análise será essencialmente macroeconômica. Seu estatuto teórico deriva da percepção de que se não existem estruturas sem agentes, tampouco poderiam existir agentes sem estruturas. Há ação e interação, de tal maneira que as instituições eficientes e eficazes não decorrem exclusivamente dos planos de otimização individuais. Conforme Bunge (1987), se existem propriedades no plano social (ou macro) que podem ser deduzidas diretamente dos comportamentos individuais, existem outras que não o podem, pois dependem fundamentalmente de relações sociais e da ação coletiva. Esta, por sua vez, é irreduzível ao somatório de ações individuais, pois os resultados no agregado, isto é, as macrorregularidades econômicas em geral, ultrapassam a agregação algébrica de microrregularidades comportamentais. O “todo é maior do que a soma de suas partes” e a macroeconomia deve ser estudada como disciplina autônoma irreduzível a uma microeconomia ampliada para o nível agregado.

Simetricamente à insistência neoclássica na busca dos microfundamentos da macro, nada impediria que se buscassem também os *fundamentos macrosociais da micro*. Assim, o individualismo metodológico (conforme denominação proposta por J. Schumpeter encontra seus limites inerentes, devendo reconsiderar as interações agente(indivíduo)-estrutura(sociedade, instituições) como ponto de partida para uma macroeconomia com base histórica e institucionalista, efetivamente capaz de explicar a variabilidade das dinâmicas econômicas e sociais, no tempo e no espaço.¹

Em termos operativos, a regulação macroeconômica e seus determinantes sobre a política econômica no Brasil será apreendida como um resultado ou uma propriedade global que emerge a partir da institucionalidade ou da arquitetura institucional vigente.

1. Essa limitação está na base da explicação para a ausência de uma teoria das crises na abordagem neoclássica, onde as crises não possuem sequer um estatuto teórico. Em consequência, as análises inscritas nessa tradição do pensamento econômico possuem no máximo uma teoria de bolhas especulativas. Compreende-se, portanto, que, face a uma grande crise estrutural como a americana, que teve início em 2007, os governos de diversos países vejam-se forçados a um pragmatismo esclarecido, a fim de evitar que as recessões se convertam em profundas depressões.

2.2 A institucionalidade como base da coerência macroeconômica e da coesão social

Para abordar as interdependências entre a institucionalidade vigente na economia brasileira e a política econômica, a perspectiva utilizada será aquela compatível com uma macroeconomia de base histórica e institucionalista. Trata-se de apreender as principais tendências macroeconômicas procurando explicitar os fatores que concorrem para a *macrorregulação do sistema econômico brasileiro*, abstraindo-se deliberadamente das microrregulações ou das regulações setoriais. Nesse percurso analítico, os condicionantes impostos pela arquitetura institucional, que emergiu das transformações estruturais que marcaram a década de 1990, devem ser o ponto de partida.

A sustentabilidade dinâmica de um regime de crescimento, incluindo seus aspectos socialmente benéficos, depende de duas características fundamentais que são a *coerência macroeconômica* e a *coesão social*. A coerência macroeconômica surge das evoluções dos grandes agregados – como Produto Interno Bruto (PIB), consumo, renda e investimento, por exemplo – quando guardam entre si proporções que permitem a reprodução da lógica e da natureza de um dado modelo econômico. Mesmo que a evolução de um dos agregados não seja a mais satisfatória do ponto de vista social, a coerência se expressa na ausência de grandes crises ou de flutuações indesejadas no produto que possam obstar as regularidades macroeconômicas fundamentais. Em outros termos, mesmo apresentando características socialmente injustas, como perfis distributivos inadequados, tendência à concentração de renda em favor dos lucros, taxa elevada de informalidade e de desemprego, a coerência macroeconômica garante que o sistema se reproduza de período a período, podendo inclusive atravessar fases temporárias de desacelerações ou recessões.

No que concerne à coesão social, a perspectiva ultrapassa a visão de um sistema puramente econômico ou funcionando apenas sobre a base de relações mercantis. A coesão social implica que parcela significativa do conjunto dos agentes econômicos, os segmentos sociais envolvidos e de seus meios de representação no interior do Estado tenham ao menos em parte suas demandas satisfeitas pela lógica macroeconômica do modelo instituído. Se tal não for o caso, uma crise social surge, de forma explícita (revoltas, movimentos políticos transformadores etc.) ou latente (via, por exemplo, aumento rápido dos níveis de violência) e provavelmente será a base para que a economia entre em uma fase de mudanças institucionais ou estruturais maiores. Isto não quer dizer que toda mudança institucional tenha essa origem. Grupos de pressão com forte poder econômico e político podem forçar o Estado a empreender transformações numa dada direção, mesmo que essa direção seja fundamentalmente antissocial (THÉRET, 1992).

Conseqüentemente, uma economia real pode alcançar a primeira das condições sem, no entanto garantir a segunda. Para *uma macroeconomia voltada para*

o desenvolvimento social e econômico esta questão é básica, pois basta, por exemplo, que a política econômica não eleja como meta a geração de empregos ou priorize o desemprego como variável de ajuste, para que a coesão social seja fragilizada. Não foi sem razão que, desde os anos 1990, as questões sociais vêm se agravando em muitos países em desenvolvimento. Essas economias assumiram como legítimas as políticas de controle da inflação – que possuem efeitos sociais deletérios – e em seguida transformaram seus bancos centrais em guardiães da estabilidade monetária e financeira, usando como variáveis de ajuste o desemprego e a distribuição do produto. A inflação foi considerada um problema essencialmente de excesso de demanda e as políticas monetárias restritivas consolidaram-se como estratégia permanente de estabilidade. Por que assim procederam é uma questão que será tratada nas próximas seções.

2.3 Um exemplo da experiência brasileira

A geração de emprego surge então como um fator básico, embora não exclusivo, de estabilidade macrodinâmica, cuja definição é irreduzível à noção de estabilidade de preços ou financeira. Embora estas últimas sejam condições necessárias, não lhes são jamais suficientes.

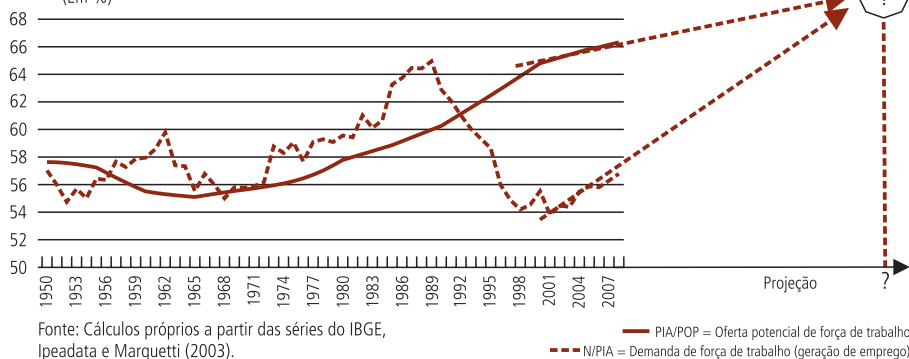
Para ilustrar essa questão com um exemplo da experiência brasileira, foram utilizadas as séries da População em Idade Ativa (PIA) (conjunto dos indivíduos com idade entre 14 e 65 anos), como uma *proxy* da oferta potencial de força de trabalho; e do nível geral de emprego (total de trabalhadores assalariados formais, informais e trabalhadores por conta própria). Ambas as séries foram obtidas junto ao Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e a trabalhos empíricos que estimaram econometricamente o emprego total para os anos em que as séries oficiais não estavam disponíveis, usando dados do censo e das pesquisas amostrais. Em seguida, se construíram dois indicadores simples, mas fundamentais por permitirem a conjunção de variáveis demográficas com variáveis macroeconômicas: a razão *PIA/População total (POP)* brasileira e a razão *nível geral de emprego (N/PIA)*. No gráfico 1 podem ser observados os comportamentos dessas variáveis numa perspectiva histórica, com o início das séries em 1950, para que se considere o período em que o Brasil já começava a dispor de uma importante base industrial, fator-chave de um processo de desenvolvimento.

O primeiro indicador mostra a proporção de indivíduos em idade de trabalho (ou produtores) na população total do Brasil que, neste sentido, é uma estimativa da evolução da oferta potencial de força de trabalho. Já o segundo indicador mostra qual a proporção dessa mesma oferta de mão de obra que está sendo efetivamente absorvida pela economia brasileira. Portanto, a razão *N/PIA* opera na interseção das tendências demográficas e macroeconômicas e expressa o contingente de pessoas que de fato conseguem inserir-se num mercado de trabalho tão desestruturado como o brasileiro.

GRÁFICO 1

A oferta de força de trabalho e a geração de emprego se desconectam no período de liberalização comercial e financeira – 1950-2008

(Em %)



Uma das linhas básicas num programa de pesquisa concernente a uma *macroeconomia para o desenvolvimento* deve partir precisamente da interação entre as dinâmicas populacional e macroeconômica. Isto permite à análise estimar com mais segurança o quanto a economia deveria crescer para absorver uma oferta crescente de força de trabalho. Do contrário, o desemprego estrutural ou o desemprego inerente do modelo econômico tenderá a permanecer em patamares socialmente inaceitáveis, embora possam adequar-se às prerrogativas de políticas econômicas conservadoras de combate à inflação.

Destaque-se, inicialmente, que o Brasil vem atravessando seu processo de transição demográfica cujas maiores expressões são o aumento tendencial, que se prolonga por muitas décadas, da razão PIA/POP e a concomitante e rápida redução, apesar de temporária, da participação relativa de idosos e de crianças na população total. Esse fenômeno, que não pode ser apreendido como sendo puramente demográfico nem puramente econômico, vem elevando o número de indivíduos aptos ao trabalho e reduzirá proporcionalmente o número de dependentes idosos e de crianças por família.² Se a economia brasileira estiver macroeconomicamente orientada por uma política econômica de promoção do crescimento e do emprego a taxas suficientemente elevadas para absorver a crescente razão PIA/POP, então as oportunidades do desenvolvimento socioeconômico serão realmente concretizadas.

2. A taxa de dependência de idosos é o número de pessoas com mais de 65 anos dividido pelo número de pessoas em idade de trabalho (faixa etária de 15 a 64 anos), isto é, a PIA. De forma análoga, define-se a taxa de dependência de crianças, ou seja, o número de pessoas com idade entre 0 e 14 anos dividido pela PIA. Em geral, considera-se o denominador como 100, ou seja, o número de dependentes para cada 100 pessoas em idade ativa. Apesar de a taxa de dependência de idosos demonstrar uma tendência de crescimento, a taxa de dependência de crianças apresenta uma queda ainda mais rápida. Em consequência, a taxa de dependência total (crianças mais idosos) permanecerá em declínio até 2020, segundo as projeções, quando então o ritmo de crescimento dos dependentes idosos não será mais compensado pelo ritmo de queda dos dependentes crianças.

Se, por outro lado, as taxas de crescimento econômico forem baixas ou insuficientes, a crescente razão PIA/POP promoverá o desemprego crescente como fenômeno permanente, intensificando os movimentos migratórios rumo a regiões do país ou do mundo onde haja maior probabilidade de inserção econômica.

A partir do gráfico 1 pode-se observar que de 1950 a 1989, a economia brasileira não apresentava problemas maiores, ou pelo menos aparentes, para absorver o contingente crescente de força de trabalho, já que as taxas de crescimento do PIB eram muito elevadas. Aliás, na maior parte desse período a razão N/PIA (demanda de mão de obra por parte do sistema econômico) esteve acima da razão PIA/POP (oferta potencial de mão de obra). O importante a ser destacado é que, nesse período, esses indicadores seguiram uma tendência de evolução comum, expressão de que o aparelho produtivo nacional mostrava-se potencialmente capaz de gerar um número de postos de trabalho compatível com a expansão e a estrutura etária da população brasileira que crescia a uma taxa média de 3% ao ano (a.a.).

Muito diferente será o padrão de evolução dessas variáveis no período 1990-2008, em que o país se reinsere no cenário internacional. Observa-se que a população brasileira cresce agora a uma taxa média de 1,4%, que é menos da metade da observada no período precedente. Aprofundando sua liberalização comercial e financeira ao longo da década de 1990, o Brasil optou por uma nova forma de inserção internacional passiva e subordinada à racionalidade dos mercados financeiros globais. Um padrão, portanto, muito diferente do observado nas economias que mais crescem no mundo. Nesse período pós-liberalização, a razão PIA/POP segue crescendo, pois se trata de uma tendência populacional de longo prazo, e atinge seu pico no gráfico em 2008, representando o fato de que 67% da população brasileira já estão em idade de trabalho.

O destaque agora fica para a razão N/PIA que entre 1990-1998 se descola nitidamente da razão PIA/POP. Conhece então uma queda espetacular, sinal de que o modelo econômico pós-liberalização, em sua fase inicial, mostrou-se incapaz de gerar os postos de trabalho necessários diante da crescente oferta de força de trabalho. A queda se acentua ainda mais, a partir de 1994, fase de vigência do regime de câmbio fixo ajustável (âncora cambial) que marcou a implementação do Plano Real e o início da especialização regressiva da indústria brasileira. Forçada a uma concorrência internacional sem contar com o apoio de políticas setoriais e de uma estratégia consistente de desenvolvimento econômico nacional, a indústria de transformação brasileira reduzirá seus quadros em mais de 40% e perderá mais de 50% de sua participação no PIB.

O subperíodo posterior a 2004 aponta para uma tendência de crescimento da razão N/PIA, mas apesar dessa recuperação bem-vinda, a diferença entre os dois indicadores é ainda demasiadamente elevada, permanecendo em torno de 10

pontos percentuais (p.p.) (67%-57%). Esta cifra pode ser considerada uma boa *proxy* para a taxa de desemprego total no Brasil, que inclui, além do desemprego aberto computado pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME), do IBGE, os desempregos ocultos pelo desalento e pelo trabalho precário.

Como consequência direta da desconexão entre essas duas razões, os indicadores de violência social cresceram no Brasil nos anos 1990. Baixo e instável crescimento econômico, elevado desemprego conjuntural e estrutural, aumento rápido da concentração funcional da renda em favor dos lucros, “inchaço do setor serviços”³ e precariedade das relações de trabalho conjugaram-se como fatores de destruição da coesão social.

O Brasil é, portanto, um contraexemplo para as interpretações apressadas das análises neomalthusianas que querem fazer da população a variável causal do desenvolvimento. Para essas análises, se a economia é, por assim dizer, pequena em relação ao tamanho da população, então a saída seria a contenção das taxas de natalidade, para encolher a população e fazê-la caber *dentro da economia*. Argumento que pode ser também mobilizado pelos defensores do modelo liberal, na medida em que é nítida sua dificuldade para garantir taxas altas e sustentáveis de crescimento econômico. Na perspectiva adotada nesta análise, a questão-chave é precisamente a inversa: “como fazer a economia crescer para que a população caiba dentro da mesma?”. Afinal, a economia deve servir à sociedade e não o contrário.

2.4 Formas institucionais, modo de regulação e regime de crescimento: os determinantes endógenos da performance macroeconômica

Uma maneira útil, por seu potencial explicativo e heurístico, de se estudar a institucionalidade vigente na economia brasileira é considerá-la como estrutura básica da regulação macroeconômica. Cinco grandes áreas da regulação no nível de uma economia nacional, denominadas formas institucionais (FIs), são propostas: *i*) a forma institucional de inserção no regime internacional (FII); *ii*) a forma institucional do Estado (FE); *iii*) a forma institucional do regime monetário-financeiro (RMF); *iv*) a forma institucional da concorrência (FC); e *v*) a forma institucional da relação salarial ou forma institucionalizada da relação capital-trabalho assalariado (RS).

As FIs expressam configurações particulares das relações sociais de produção e distribuição, estabelecidas através da mediação de fatores que não são dedutíveis de uma lógica puramente mercantil ou da racionalidade de agentes individuais. Nas economias modernas, elas resultam de um processo de codificação de compromissos sociais, convenções, regras ou procedimentos socialmente aceitos como

3. Expressão proposta por Cardoso Júnior (2001) para caracterizar o avanço anormal das atividades terciárias, enquanto o setor industrial perdia participação relativa no produto total, em razão do fechamento de plantas e da especialização regressiva. Consequentemente, o crescimento do setor terciário nos anos 1990 não refletia uma tendência normal de expansão dos serviços que acontece quando a economia começa a desenvolver-se.

imprescindíveis à coesão social e à coerência macrodinâmica do conjunto do sistema. Consequentemente, as FIs tornam-se o substrato de regularidades econômicas e sociais básicas, que emergem na história longa como um resultado do caráter inerentemente conflituoso das relações sociais.

Suas configurações particulares e seus modos de interação, por países numa mesma época, ou num mesmo país em diferentes períodos de sua história, vão determinar os padrões de crescimento, o ritmo de investimentos produtivos e de geração de emprego.

Como consequência, a relevância teórica do conceito de FIs reside na constatação empírica de que elas permitem derivar relações macroeconômicas dotadas de uma certa permanência estatística. E a partir do momento em que adquirem configurações estáveis, elas estruturam um determinado *modo de regulação macroeconômico*.

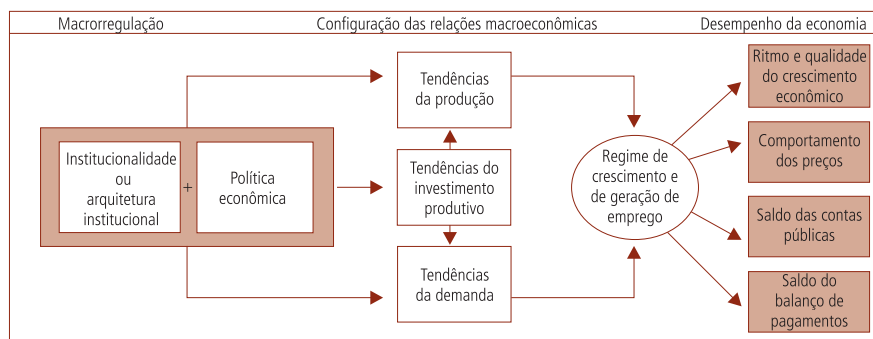
Este conjunto de FIs é portador de certa *hierarquia e complementaridade estrutural* que estão na base das principais tendências da evolução macroeconômica. Em combinação com uma determinada convenção de política econômica, o modo de regulação comandará a evolução do *regime de crescimento* que, no campo das análises, surgirá como sua resultante macroeconômica. Do ponto de vista das análises empíricas, a regulação determinará os valores dos parâmetros estimados estatística ou econometricamente. Então, uma configuração estável das FIs será a matriz geradora de um modo estabilizado da regulação macroeconômica (BILLAUDOT, 2001) que pode, inclusive, ser expresso por um modelo econômico particular, mobilizando as variáveis agregadas tradicionais (produto, renda, consumo, investimento, exportações líquidas, taxa média de lucro, massa salarial etc.).

Além disso, esse programa de pesquisa de abordagem histórica e institucionalista tem procurado compreender de que modo a instância política determina as transformações estruturais e as mudanças institucionais. Frequentemente através da afirmação do poder e dos interesses econômicos de certos grupos ou segmentos sociais sobre os demais ou então mediante o agravamento das tensões econômicas derivadas de uma grave crise estrutural. Na atual fase de internacionalização das economias através de mercados globais, as análises detectaram a emergência e consolidação de regimes de crescimento subordinados à lógica da acumulação de riquezas na esfera financeira. A literatura econômica internacional os classifica como *regime de crescimento subordinado às finanças* que, sob certas condições estruturais, podem produzir um padrão do tipo *regime de crescimento impulsionado pelas finanças*. Nos dois casos, as análises históricas e as comparações internacionais mostram que sua estabilidade não é garantida, pois tais regimes são geradores de crises financeiras de diversos tipos de intensidade e de formas de propagação sobre outros setores econômicos e países.

A figura 1 ilustra as noções de base utilizadas nesta análise. A combinação de uma arquitetura institucional particular com a política econômica que lhe

corresponde resulta num determinado *modo de regulação global do funcionamento da economia*. A configuração das relações macroeconômicas resultante dessa combinação responde pelas tendências da produção e da demanda agregada, que por sua vez determinarão as propriedades do regime de crescimento. Como resultado final tem-se a performance macroeconômica em matéria de crescimento, emprego, inflação, déficit público e setor externo.

FIGURA 1
A performance macroeconômica depende da regulação macro



Fonte: Elaboração própria.

O potencial explicativo e heurístico dessa abordagem deriva da forma como as instituições-chave da economia são explicitadas em suas determinações. Se a política econômica é um instrumento de impulsão das micro, meso e macrorregularidades fundamentais para suportar o *modelo econômico* vigente, a arquitetura institucional estabelece as bases concretas que reproduzem essas mesmas regularidades comportamentais e a lógica e natureza do modelo. Disto decorre que há forte interdependência estrutural e dinâmica entre a política econômica e a institucionalidade sobre a qual atua. Conseqüentemente, *mudanças significativas na política econômica pressupõem mudanças institucionais importantes, sob pena de não alcançarem seus objetivos de forma duradoura ou mesmo de gerarem uma crise de legitimidade*. Como resultado de uma nova institucionalidade, base de uma nova formatação da política econômica, um novo regime de crescimento pode emergir.

2.5 Compromissos institucionalizados, hierarquia e complementaridade das formas institucionais

A noção de compromisso institucionalizado (CI) é particularmente útil numa análise das interações entre estrutura institucional do modelo econômico e eficiência global da gestão macroeconômica ou o resultado líquido da política econômica. Isto porque um único instrumento de política econômica – como a política monetária –

quando analisado isoladamente pode ser considerado eficiente e eficaz, dependendo da forma como determinados grupos e setores a avaliam por suas consequências sobre seu próprio comportamento e expectativas econômicas. É deste modo que uma mesma política de juros altos pode gerar avaliações completamente díspares, em função das posições de agentes credores e devedores. Neste contexto, entre os papéis desempenhados pelos CIs encontra-se o de tornar legítimas ou socialmente aceitáveis certas práticas sociais e econômicas, porque seus efeitos são estimados como potenciais benéficos para o conjunto da sociedade ou para a macroeconomia do país. É claro que parte dos veículos de comunicação e dos formadores de opinião vão cumprir, em algum grau, sua tarefa numa ou noutra direção, de acordo com os fatores políticos e os conflitos sociais do momento histórico. Mas o relevante para fins desta análise é que os CIs tornam-se cruciais no processo de formatação, implementação e de gestão da política econômica.

Para melhor explicitar o conteúdo dessa noção, pode-se recorrer ao trabalho de Boyer e Saillard (2002). Para estes autores, na origem dos CIs encontra-se uma situação de tensão e de conflito entre grupos socioeconômicos. Interesses opostos segundo um jogo. Na medida em que nenhuma das forças presentes consegue dominar as forças adversas, em um grau que permitiria a imposição total de seus próprios interesses, o CI pode emergir. Neste sentido, os CIs se distinguem da institucionalização autoritária, de ordem pública. Eles permitem construções robustas com relação à arquitetura institucional (leis, regras, regulamentos, rotinas, convenções etc.) que será a base para o funcionamento do modelo econômico e da política econômica. Impõem-se como quadros de referência para a população e para os grupos, que podem então adaptar seus comportamentos. Exemplos de CI são as políticas de renda, a partilha dos ganhos de produtividade em favor dos trabalhadores assalariados que estruturava o compromisso social fordista do pós-Segunda Guerra.

As hipóteses de complementaridade e de hierarquia das FIs surgiram a partir da observação de que a variabilidade das dinâmicas econômicas e sociais apresentava-se fortemente associada às distintas configurações institucionais das economias regionais e nacionais. Duas definições de hierarquia das FIs foram então elaboradas a partir de uma série de trabalhos teóricos e empíricos, tanto para os países desenvolvidos quanto para os países em desenvolvimento, conforme se descreve a seguir:

- 1) Definição 1 – uma FI é considerada hierarquicamente superior quando é capaz de impor restrições estruturais quanto à configuração das outras FIs. O exemplo canônico é o da relação salarial fordista que desempenhou um papel-chave no modo de regulação do pós-guerra, permitindo a generalização do investimento, da produção e do consumo de massa.

Construída a partir de um CI entre capital e trabalho assalariado, este tipo de configuração da relação salarial mostra de forma muito clara como a existência de fatores que aparentemente são geradores de formas de *rigidez institucional* podem favorecer a eficiência dinâmica e a sustentabilidade do crescimento econômico a taxas elevadas, tal como foi o padrão observado no segundo pós-guerra.

- 2) Definição 2 – uma FI será considerada hierarquicamente superior a outra se sua evolução implica uma transformação desta outra forma, em sua configuração e em sua lógica interna. Segundo Boyer (1998), contrariamente à definição precedente, esta segunda forma não implica que o modo de regulação que emerge deste conjunto complexo de transformações seja coerente.

Em conjunção com as definições precedentes, a noção de complementaridade das FIs permite desenvolver análises que buscam identificar os fatores que concorrem para a gênese de uma nova institucionalidade, que será a matriz de um novo modo de regulação. Os CIs que regulam as diversas esferas das sociedades modernas não são independentes, pois vários processos se conjugam. Boyer (1998, p. 20) mostrará dois resultados principais das análises recentes relativas a essa problemática:

- 1) A emergência de um CI incorpora *um componente de expectativa*, que em certos casos implica a análise racional de seu impacto e de suas condições de viabilidade. Mas não se trata de uma perspectiva funcionalista, pois o surgimento de um novo regime mostra-se extremamente contingencial. Observa Boyer (2003), que a história mostra que a maior parte das inovações institucionais tem efeitos amplamente não esperados. E como um tipo de construtivismo está presente no processo de criação das formas de organização econômica, mas sem se dar conta disto – pois a concepção holista correspondente implica considerarem-se as interdependências entre instituições, organizações e mercados –, há sempre o risco de a arquitetura institucional resultante mostrar-se inadequada, por exemplo, a uma estratégia de desenvolvimento que necessite de trajetórias elevadas e sustentáveis de crescimento econômico.
- 2) Supondo-se que prevaleça *ex ante* uma incompatibilidade entre uma série de inovações aparentemente sem ligação umas com as outras, a dinâmica econômica que elas impulsionam é viável apenas se certas condições estruturais são preenchidas: aptidão para responder a um horizonte marcado pela incerteza, à variabilidade da conjuntura macroeconômica, à recorrência dos conflitos sociais e dos desequilíbrios econômicos.
- 3) Um dos resultados interessantes desse tipo de abordagem mostra que a complementaridade das instituições de uma economia capitalista pode provir da

existência de uma hierarquia em virtude da qual algumas dessas instituições são concebidas para serem estruturalmente compatíveis com outra instituição dominante. Esta última imporá sua lógica para além de sua esfera estrita de ação. É neste sentido que se pode considerar o regime monetário-financeiro e a FI de inserção internacional como instituições hierarquicamente superiores na atual arquitetura institucional que define a estrutura econômica brasileira. A coerência sistêmica não é, então, fruto de mera aleatoriedade, nem um efeito direto da imposição política, mas a consequência de um princípio constitutivo: segundo a sociedade e a época dadas, algumas FIs são mais importantes que outras, ou seja, podem ser consideradas como hierarquicamente superiores na regulação macroeconômica.

3 A POLÍTICA ECONÔMICA COMO FUNÇÃO DO MODO DE REGULAÇÃO: IMPLICAÇÕES PARA O DESENVOLVIMENTO

A arquitetura institucional, base do modo de regulação macroeconômico, é o requisito de inserção da própria teoria econômica no concreto-real. Isto porque as regularidades induzidas pelas configurações institucionais constituem o substrato de funcionamento não só da própria economia, mas também da política econômica. Por esta razão, a sua eficácia dependerá do grau em que se articula com as instituições vigentes, contribuindo para reproduzir a lógica de funcionamento, ou seja, a coerência macroeconômica do modelo instituído.

Os trabalhos recentes nesse programa de pesquisa propuseram a distinção entre duas formas de política econômica:

- 1) A *política econômica de regime*: constitui uma das peças do modo de regulação ou da arquitetura institucional vigente. A política econômica surge, neste caso, como uma forma suplementar de coordenação do nível macro, ao lado das FIs e com o objetivo de completá-la ou reforçá-la em suas interações. Consequentemente, a política econômica de regime recebe como um dado quase invariante as FIs de uma economia.
- 2) A *política econômica de transição de regime*: reconhecendo-se a autonomia relativa das formas de atuação do Estado, quando a política econômica se confronta com a crise de um regime macroeconômico de crescimento, trata-se de utilizar o poder público para promover ou acelerar a mutação das outras FIs. Busca-se promover a superação da crise e a gestação de um novo regime de crescimento que possibilite a retomada sustentável do nível de atividade.

Três resultados teóricos fundamentais podem então ser considerados.

- 1) A estabilidade das regularidades macroeconômicas garante não apenas a qualidade de sua apreensão e de sua instrumentalização pela política

econômica, mas igualmente a homogeneidade e a previsibilidade das reações dos agentes, em resposta aos estímulos de um determinado instrumento de política.

- 2) A busca de uma política econômica *ótima*, válida em todos os tempos e lugares, é inconsistente, pois sua eficácia vai depender crucialmente da estrutura sobre a qual se aplica.⁴ Alguns trabalhos também já mostraram que a mesma política cambial pode produzir efeitos radicalmente diversos, segundo o lugar ocupado por uma economia na divisão internacional do trabalho e as especificidades de sua estrutura produtiva.
- 3) A política econômica que atua sobre a economia corrente tem também efeitos sobre o desenvolvimento econômico e social. Consequentemente, a *neutralidade da moeda* não se aplica numa economia onde a moeda é uma instituição-chave funcionando sobre a base de um regime monetário-financeiro complexo. Isto implica o reconhecimento de que a política monetária, seja através dos tradicionais programas monetaristas de controle inflacionário, seja através dos atuais regimes de metas de inflação, jamais é neutra com relação a seus efeitos sobre a economia real. Por exemplo, os aumentos de taxas de juros afetam as *posições de carteira* dos detentores de capital, podendo afetar a distribuição pessoal e funcional da renda e a alocação *de recursos* entre suas formas improdutivas (aquelas aplicadas nas transferências de propriedades de ativos já existentes, sem gerar ativos novos) e produtiva (a que permite a produção de novos ativos ou o crescimento do estoque de capital fixo produtivo). Portanto, a política monetária é não neutra, afeta o nível de emprego e o ritmo e o tipo de crescimento econômico real.

Uma questão fundamental nesse contexto refere-se à influência da institucionalidade sobre as decisões dos agentes econômicos quanto à melhor forma de alocação de seus recursos. E não há nenhuma garantia prévia do ponto de vista do agente individual, empresa ou família, de que esta forma irá coincidir, sempre e em todo o caso, com a melhor alocação de recursos para a sociedade. Aliás, é exatamente neste ponto que ciência e ideologia mesclam-se de maneira ainda mais obscura e perigosa para o senso comum dos não economistas e de economistas intelectualmente presos às visões conservadoras de sua profissão. Nada como um discurso que diz que os interesses individuais sempre convergirão para os interesses de toda a coletividade, como se o enriquecimento privado tivesse como pressuposto

4. Pode-se considerar que, sem banco central ou instituição que o valha, a política monetária não seria factível. Todavia, a estrutura, atribuição de poderes e formas de organização dos bancos centrais podem variar significativamente de país para país, definindo os limites de alcance e a qualidade das intervenções promovidas por esta instituição fundamental. Contudo, a eficácia da política dependeria não apenas da autoridade monetária em questão, mas da própria estrutura institucional subjacente ao *regime monetário-financeiro* vigente.

o enriquecimento ou a melhoria relativa dos demais grupos e categorias sociais, ou então que esta seria sua consequência natural. Num mundo assim, a política econômica, e particularmente a política monetária, poderia efetivamente concentrar-se apenas no combate à inflação e delegar aos mercados as outras questões cruciais como geração de emprego e de renda.

A macroeconomia adequada a uma economia do mundo em que realmente se vive encontra então seu estatuto teórico como disciplina autônoma com relação às racionalidades individuais. Justificam-se plenamente os papéis de uma política econômica ativa para garantir o crescimento do produto potencial e a geração de empregos, em ritmos compatíveis com as bases do desenvolvimento social e econômico desejado.

Contrariamente à retórica divulgada para o cidadão comum, cujos argumentos estão baseados em uma visão pseudorealista do funcionamento das economias, parte do atual modelo econômico brasileiro e sua institucionalidade subjacente impõe limites estruturais à formatação de um novo regime de política econômica mais consentâneo com as necessidades de um país ainda em desenvolvimento como o Brasil. Esta é uma questão fundamental que será tratada na próxima seção.

4 POLÍTICAS MONETÁRIA, CAMBIAL E FISCAL NO BRASIL: A MACROECONOMIA PARA O DESENVOLVIMENTO EM FACE DA NOVA HIERARQUIA DAS FORMAS INSTITUCIONAIS

A hierarquia e a complementaridade entre as FIs vão determinar a hierarquização das políticas monetária, cambial e fiscal, levando-as a assumirem configurações que tendem a reproduzir essa mesma hierarquia institucional. Portanto, a hierarquia dos componentes da regulação no plano macroeconômico implica necessariamente uma hierarquia dos instrumentos de política econômica, e esta está por trás do maior ou menor grau de autonomia do Estado como responsável direto por sua formulação. As consequências desse fenômeno detectado em várias economias nacionais, no tempo histórico e no espaço geográfico, podem ser tanto benéficas quanto prejudiciais ao desempenho econômico de países e regiões. Devem, portanto, ocupar um lugar privilegiado em uma análise dos determinantes do desenvolvimento e do modo como a política econômica pode promovê-lo ou entravá-lo.

Estudos mostram que a relação capital-trabalho esteve no centro da alta performance econômica do pós-Segunda Guerra nos países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE). O Brasil àquela época tentava desenvolver suas bases industriais através das políticas do Plano de Metas e do Primeiro e do Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento (I e II PNDs), sem, no entanto, dispor de uma arquitetura institucional similar àquela dos países centrais. Particularmente no que concerne à variável salário – instrumento fundamental à compatibilidade dinâmica entre produção e consumo de massa – não havia uma

repartição dos ganhos de produtividade em favor dos trabalhadores, garantindo o crescimento do poder aquisitivo e da demanda no mesmo ritmo da produção industrial e das tendências da oferta agregada. Esta é uma das principais razões para o aumento da concentração de renda ao longo do Plano de Metas (1955-1961) e do período do *milagre econômico brasileiro* (1967-1973).

Conseqüentemente, a economia brasileira é um caso para a aplicação da hipótese de hierarquia e complementaridade das FIs de base da regulação macroeconômica. Mas antes é conveniente ter-se uma breve perspectiva dessa hierarquia em dois períodos da economia mundial.

Durante o chamado período fordista (1945-1975), os países da OCDE apresentaram taxas altas e estáveis de crescimento econômico com forte expansão dos níveis de emprego e de renda. O Estado de Bem-Estar pôde se consolidar como um dos eixos dessa institucionalidade e as políticas públicas orientavam-se pela maximização do emprego, do produto e da qualidade de vida. Observaram-se apenas curtíssimas recessões ou desacelerações, mas o fato a ser destacado é que o capitalismo central conheceu um período inusitado de prosperidade. Outra característica dessa arquitetura institucional foi que ela permitia adequar o regime monetário-financeiro às necessidades da riqueza produtiva. Era também a base para o desenvolvimento do crédito, com baixas taxas de risco e com um sistema financeiro propício ao investimento produtivo. Expandiram-se os níveis de emprego, de renda e de bem-estar social, o que legitimava, perante uma sociedade saída dos escombros da guerra e ávida de progresso, as intervenções públicas como fatores óbvios do desenvolvimento. Configurações muito diferentes são observadas na economia mundial contemporânea, em que as finanças estão a serviço da prática rentista e da formação de grandes fortunas e patrimônios.⁵

É claro que essas configurações, desde sua emergência, consolidação e transformação em novas formas têm sua origem nas interações entre o político e o econômico e não podem, portanto, ser inferidas de grandes modelos ou teorias gerais normativas acerca do que seria melhor para a economia mundial. Neste sentido, os processos de liberalização comercial e financeira, como os dois principais eixos da globalização, devem ser apreendidos como derivados diretamente dos interesses econômicos dos países centrais, dos grandes investidores internacionais e de empresas transnacionais.

Enfim, a globalização foi um projeto político, ideológico, econômico e social, promovido pelos atores e grupos que mais ganhariam com a sua realização. A globalização nada tem a ver com algum tipo de evolucionismo ou determinismo econômico ou tecnológico que arrastaria inevitavelmente todas as economias do mundo para

5. Por questões de espaço e para não sobrecarregar demasiadamente o capítulo, optou-se por não descrever o intervalo entre os dois períodos (1976-1989), caracterizado por grandes transformações estruturais que levaram à arquitetura institucional atual. Pode-se denominá-la *institucionalidade pós-fordista*, onde o sistema monetário-financeiro internacional é completamente diferente do seu precedente.

mercados globais, supostamente autocoordenados e autorregulados. Não é verdade que a economia brasileira não escaparia, então, dos mecanismos de pressão para que se inserisse nessa nova fase do capitalismo mundial. Desta forma, as forças sociais e econômicas de grandes grupos nacionais aliadas a seus congêneres estrangeiros desencadearam as mudanças institucionais necessárias ao novo regime de crescimento brasileiro. A globalização foi, então, apresentada à sociedade como se fosse a senha de entrada num mundo pleno de virtudes e vantagens irrecusáveis.

Na atual institucionalidade, em parte do modelo econômico vigente, as finanças estão a serviço das práticas rentistas de formação e patrimonial exacerbadas. De tal modo que se a importância do Estado como instituição ativa no processo de desenvolvimento sofreu um significativo esvaziamento político-ideológico pela investida neoliberal que lhe dá suporte, paradoxalmente seu papel passa a ser ainda mais relevante: tanto para enfrentar crises originadas no mundo avançado quanto para promover o desenvolvimento em uma estrutura economicamente estagnada e socialmente injusta.

Na visão tradicional derivada de teorias econômicas conservadoras, a autonomia monetário-financeira, ou seja, a situação estrutural em que a política monetária influencia as políticas cambial e fiscal, é tida como um atributo ou como um valor institucional positivo a ser perseguido por equipes econômicas e governos. Numa época em que os interesses financistas tentam controlar a política econômica, o sentido maior dessa influência é precisamente manter a taxa de câmbio e os gastos públicos e, mais genericamente, a definição do orçamento e sua distribuição, a serviço das demandas dos mercados especulativos e financeiros.

Um exemplo do caso brasileiro, que caracteriza muito bem o poder político e social contido nessa hierarquização dos instrumentos de política econômica, está nas práticas contidas para a orientação do gasto público. À parte suas justificativas morais ou mesmo a tradicional propensão do Brasil para tentar resolver seus graves problemas mediante a mera criação e aplicação de “leis certas e justas”, a prática disciplinadora dos gastos públicos não incluiu limite algum para os pagamentos de juros aos credores da dívida pública. O gestor público ou governante é incentivado a equilibrar ou sanear suas contas utilizando principalmente a contenção ou a redução dos gastos sociais (conforme será analisado no capítulo 7 deste volume). Estes automaticamente são contidos e caem nos limites impostos de “moralização” ou de “equilíbrio” das finanças públicas. Mas o generoso fluxo de juros pagos com os recursos fiscais extraídos das atividades empresariais e da grande maioria de assalariados está fora de qualquer limite. Trata-se de um caso claro de prática que aumenta ainda mais as possibilidades de subordinação das finanças públicas à lógica de uma economia de enriquecimento, mas sem produção, trabalho e com baixíssimo risco.

Na atual fase da economia mundial, a internacionalização e as finanças globalizadas dominam as FIs nacionais na maior parte das economias em desen-

volvimento. Há exceções como as configurações institucionais escolhidas pelos países asiáticos, que mostram a viabilidade de um tipo diferente de adesão aos mercados globais. Esta se torna a base para um modelo econômico alternativo à mera inserção passiva e subordinada à racionalidade da valorização dos capitais na circulação financeira mundial.

4.1 A política monetária: além do que é dito...

No caso do Brasil, a política monetária excessivamente restritiva prejudica a alocação de recursos nos setores diretamente produtivos, estimulando a preferência por ativos financeiros. É claro que a alegação conservadora de que o produto potencial não é afetado pelas altas taxas de juros carece tanto de fundamento teórico quanto empírico; pois, neste caso, as realocações de *carteiras de ativos* têm impactos diretos até mesmo nos fluxos de financiamento disponíveis para investimento. Mas, sobretudo, porque numa escalada de aumentos reais da taxa básica de juros, a rentabilidade básica de referência – aquela que orienta as expectativas do empresário investidor – vai aumentar e, deste modo, vários projetos de indubitável interesse social (devido aos empregos que geram) são descartados porque, dada a sua menor taxa de retorno, passam a ser economicamente inviáveis.

O ponto fundamental a ser destacado é que o regime de metas de inflação, diferentemente de outros países que o adotam, opera no Brasil sob taxas altíssimas de juros reais. Essa política tem elevados custos sociais e econômicos implícitos e que raramente são estimados e divulgados à sociedade. A economia brasileira é, portanto, um caso em que a estabilidade de preços deveria ser considerada em termos mais nítidos; seria necessário, por exemplo, computar-se o conjunto de custos implícitos em matéria de desemprego, instabilidade do potencial de crescimento econômico e concentração funcional e pessoal da renda. Afinal, os efeitos positivos da baixa inflação *obtida com essa estratégia* são acompanhados pelos efeitos negativos de uma economia com crescimento abaixo do seu potencial.

É possível considerar ainda que a política monetária brasileira focada nas metas de inflação tem efeitos que vão além da estabilidade de preços. Como na maioria dos países, as FIs de inserção internacional assumiram configurações nacionais subordinadas à racionalidade dos mercados financeiros globais. Este foi um fator fundamental que, segundo Drouin (2001), permitiu o surgimento de uma *economia mundial de especulação*. Combinando-se com essa configuração institucional, surge um regime monetário-financeiro cuja institucionalidade permite o seu controle por parte de interesses financistas (BRUNO, 2008, 2009). Essa configuração está, portanto, na base da subordinação dos bancos centrais dos países em desenvolvimento às prerrogativas do enriquecimento concentrador de renda e de riqueza, particularmente, às formas de valorização rentista-patrimonial. No caso do Brasil, isto resulta em taxas reais de juros e de câmbio determinadas pelas demandas dos especuladores-fincistas

em mercados globais, no controle e monitoramento permanentes sobre os rumos da política econômica, bem como no objetivo de estabilidade de preços como hierarquicamente superior aos demais objetivos públicos e sociais.

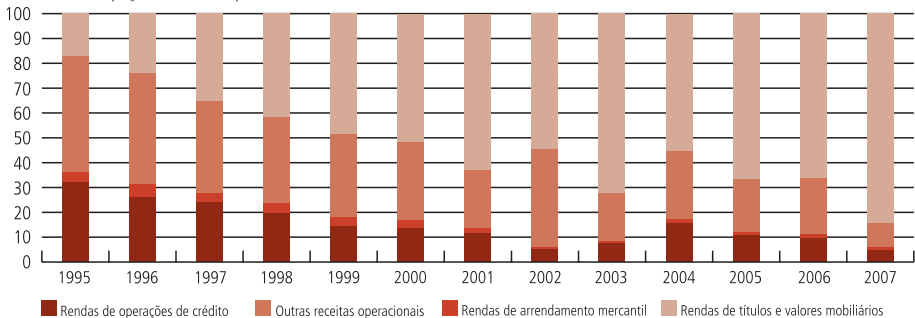
O meio que o Estado tem para complementar as FIs anteriormente descritas é transformar-se em um Estado frugal, na busca de superávits fiscais que, muitas vezes, são incompatíveis com o crescimento forte e sustentável, com ampliação dos mecanismos de proteção social e dos gastos públicos de investimento. Como subproduto direto tem-se a formatação de uma política econômica condizente com *uma macroeconomia voltada em grande parte para a estabilidade financeira e de preços*. Muito diferente da configuração do período pós-guerra em que claramente as economias nacionais podiam dispor, ou melhor, construir as bases para *uma macroeconomia voltada para o crescimento e o pleno emprego*, sem que a estabilidade monetária financeira fosse ameaçada (MARQUES-PEREIRA, 2008).

O gráfico 2 mostra que, para o ano de 2007, as operações com títulos e valores mobiliários (que incluem renda fixa, renda variável e derivativos) representaram cerca de 84% do total das receitas operacionais do sistema bancário-financeiro brasileiro, enquanto as operações de crédito responderam por menos de 10%.⁶ Trata-se de uma restrição de rentabilidade financeira que impõe limites endógenos à expansão da oferta de crédito aos setores produtivos, mantendo a razão crédito/PIB entre as mais baixas dos emergentes.

GRÁFICO 2

Composição da receita operacional do sistema bancário-financeiro brasileiro – 1995-2007

(Participação na receita operacional total, em %)



Fonte: Plano Contábil das Instituições do Sistema Financeiro (COSIF)/Banco Central do Brasil (BCB).

6. Deve-se atentar para o fato de que o gráfico 2 exibe a evolução das participações relativas dos principais componentes da receita operacional total do sistema bancário-financeiro brasileiro, em termos dos fluxos de renda que geram. Portanto, não reflete a evolução em termos de crescimento do volume desses componentes que são ativos do sistema financeiro. Por exemplo, atualmente os volumes de crédito e de títulos estão ambos em trajetórias de expansão, mas os fluxos de rendas gerados com títulos permanecem superiores aos gerados com crédito. Daí que a participação do primeiro na receita operacional total em termos de renda tende a subir e a do segundo cair.

4.2 A política cambial: fator essencial do sucesso das metas de inflação, mas também é mais do que isso...

Além de sua funcionalidade com relação à lógica do regime de metas de inflação, pois termina por exercer efeitos de redução dos preços domésticos, a política cambial formatada sob liberalização da conta de capital (e de mercados de derivativos ampliados) é claramente indutora da apreciação real da taxa de câmbio. Seus efeitos são neste caso negativos sobre a indústria de transformação brasileira, que tem sofrido um processo rápido de especialização regressiva. Os estudos empíricos já disponíveis mostram que cerca de 60% das exportações brasileiras são de *commodities*. Uma análise desagregada da formação bruta de capital fixo (FBCF) por ramos da indústria prova que, apesar do crescimento da taxa de investimento desde 2004, são precisamente as atividades intensivas em escala e em recursos naturais que mais investem. Os ramos baseados em ciência e tecnologia, de maior valor adicionado, vêm perdendo participação no PIB do Brasil. Esta parece ser uma estratégia de desenvolvimento que precisa ser redirecionada.

Tem-se então uma nítida contradição gerada pela atual política monetária ao subordinar a política cambial a seus objetivos. De um lado, há o efeito positivo sobre os preços internos e, de outro, a perda de valor agregado industrial pelo encolhimento dos ramos mais sofisticados. Portanto, a economia utiliza instrumentos para manter a estabilidade de preços ao elevado custo de uma regressão industrial. E isto sem considerar os outros efeitos socialmente adversos quanto à destruição de postos de trabalho de mais alta qualidade e o desmantelamento parcial de cadeias produtivas sofisticadas num país que ainda precisa completar a construção de sua base industrial.

Conseqüentemente, se para parte do capital produtivo industrial os efeitos são negativos, não o são para outros ramos da indústria de transformação e da indústria extrativa. A validade das hipóteses de desindustrialização relativa e de doença holandesa para o caso da economia brasileira atual não deve ser então descartada. O gráfico 3 mostra como evoluíram a taxa de câmbio real e a participação da indústria de transformação no PIB brasileiro no período 1980-2008. A partir de 1998, observa-se que a estrutura industrial remanescente do período pós-liberalização mostra-se pouco sensível à taxa de câmbio real após uma redução de mais de 50% da relação valor adicionado industrial/PIB até então. Isto ocorre devido à mudança de sua composição – a explicação para esse fato é que os produtos tecnologicamente mais sofisticados têm sua participação reduzida na relação VA industrial/PIB.

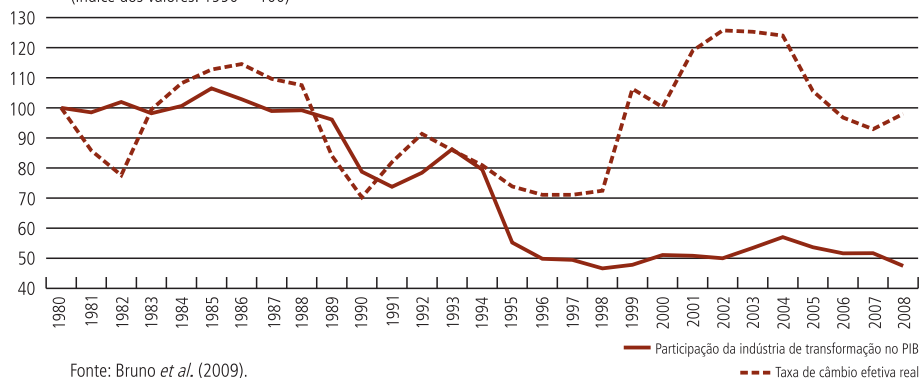
A defesa desse comportamento anti-industrial é também justificado por um discurso que tenta tornar convergentes os objetivos de valorização financeira e de valorização das atividades produtivas reais: o que é bom para os mercados financeiros é sempre considerado igualmente benéfico para a indústria, comércio e demais atividades econômicas produtivas – afinal, quem seria contrário ao objetivo explícito que é a esta-

bilidade da inflação? Assim, um discurso conservador pró-política monetária restritiva (o que corresponde a taxas de câmbio valorizadas) oculta os objetivos implícitos de garantia da rentabilidade real dos capitais aplicados em ativos financeiros especulativos, tanto no mercado doméstico quanto nas praças financeiras internacionais.

GRÁFICO 3

PIB da indústria de transformação e taxa de câmbio – 1980-2008

(Índice dos valores: 1990 = 100)

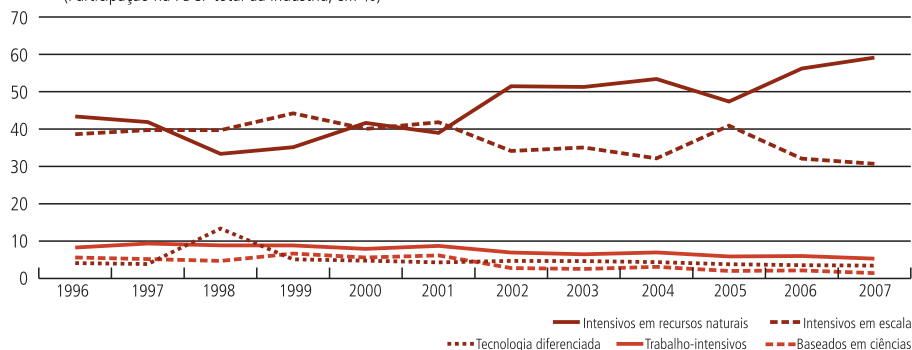


O gráfico 4 reforça a ideia de que o desenvolvimento industrial precisa ser redirecionado. Os ramos da indústria que mais investem são os intensivos em escala e em recursos naturais, em grande parte, voltados para a produção e exportação de *commodities*. Vê-se nitidamente que os ramos de maior valor agregado e com maior conteúdo em tecnologia e ciências permanecem com participações baixíssimas no PIB brasileiro, todos abaixo dos 10%.

GRÁFICO 4

FBCF por ramo da indústria – 1996-2007

(Participação na FBCF total da indústria, em %)



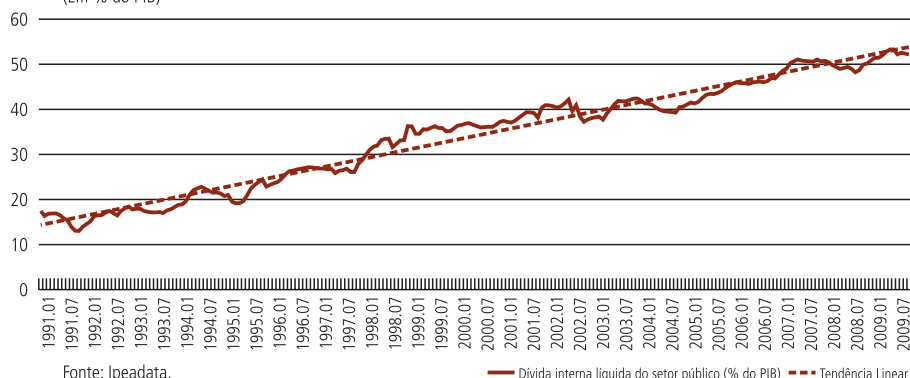
4.3 A política fiscal: permanentemente monitorada pela política monetária, perde força...

Como a política cambial, a política fiscal permanece parcialmente influenciada pelos objetivos da política monetária. Os mercados financeiros brasileiro e internacional tentam fazer da política fiscal outra peça de uma arquitetura institucional amplamente favorável aos seus ganhos. Ameaçada por essa hierarquização institucional, a formatação da política fiscal tenta evitar a visão axiomática de que os gastos públicos são necessariamente inflacionistas e responsáveis pelas elevadas taxas reais de juros.

O elevado custo fiscal de carregamento das reservas internacionais deveria ser considerado na estratégia atual de estabilização de preços. A autonomia da política monetária não tem como contrapartida a possibilidade de o Estado mobilizar seus recursos fiscais de maneira plena para a geração de emprego, para a aceleração do crescimento econômico e para a promoção de bem-estar. Um dos indicadores macroeconômicos deste fato é a baixíssima taxa de investimento público do período de governança neoliberal da administração fiscal.

GRÁFICO 5
Relação dívida pública interna/PIB – 1991-2009

(Em % do PIB)



Fonte: Ipeadata.

— Dívida interna líquida do setor público (% do PIB) - - - Tendência Linear

A trajetória da razão dívida pública interna/PIB é de crescimento contínuo desde o início da série em janeiro de 1991, com este indicador saltando de 18% em janeiro de 1991 para 50% em janeiro de 2009. O fator explicativo principal para essa tendência de crescimento é a evolução da taxa básica de juros⁷ real, conforme descreve o gráfico 6, onde se utilizou o fator acumulado para expressar a capitalização composta de juros reais sobre a dívida interna do governo.

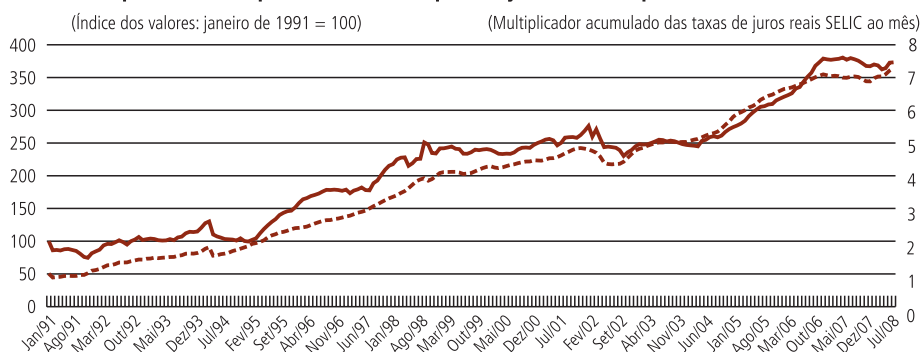
A hierarquia das FIs implica a subordinação das políticas cambial e fiscal à política monetária, impedindo que o Estado brasileiro possa mobilizá-las plenamente no

7. A taxa básica de juros da economia brasileira é determinada pelo Comitê de Política Monetária (Copom) do BCB. Ela consiste na taxa média dos financiamentos diários, com lastro em títulos públicos federais, apurados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), razão pela qual é conhecida como taxa Selic.

sentido de uma estratégia de desenvolvimento econômico e social. Por esta razão, as mudanças necessárias no regime de política econômica não são triviais, à medida que pressupõem também mudanças na arquitetura institucional. O quadro 2 reúne os principais argumentos do discurso corrente e da retórica midiática confrontando-os com a realidade que se pode acessar através das análises empíricas e dos dados sobre o desempenho macroeconômico numa perspectiva setorial e de ramos da indústria.

GRÁFICO 6

Estoque da dívida pública interna líquida e juros reais capitalizados – 1991-2009



Fonte: Ipeadata.

Nota: Utilizou-se o IGP-DI/FGV para obter as séries em valores reais.

— Estoque da dívida pública interna (esq.)
 - - - Fator acumulado da taxa SELIC real (dir.)

QUADRO 2

Visões convencional e alternativa da economia brasileira

Visão convencional	Visão alternativa
O Brasil recebeu o "grau de investimento" (<i>investment grade</i>), então isto prova que tanto o modelo econômico quanto a política econômica possuem a melhor configuração para o desenvolvimento do país.	A alta valorização financeira sob condições fiscais e institucionais amplamente favoráveis do mercado bancário-financeiro brasileiro torna o país benquisto e com grande "credibilidade" de sua política econômica.
A apreciação cambial não é prejudicial ao crescimento econômico. Desde 2004 que a taxa de investimento vem crescendo, sendo interrompida somente em razão da crise americana.	A indústria remanescente das transformações estruturais do período de abertura econômica é predominantemente intensiva em recursos naturais e em escala. Esses dois setores já representam 60% das exportações brasileiras, sendo os ramos que mais investem, enquanto os ramos de maior conteúdo tecnológico, intensivos em ciência e de maior valor agregado encolhem sua participação no PIB. Nesses ramos o investimento estagnou ou até mesmo caiu.
A política monetária com base no regime de metas de inflação (RMI) é bem-sucedida, possui credibilidade e não afeta o produto potencial, pois a moeda é neutra.	Como a inflação é pouco sensível a taxas de juros, o banco central deixa o câmbio apreciar e é este o principal instrumento de controle de preços. Além disso, a apreciação cambial reduz os custos de saída dos fluxos de capital, facilitando tanto o acesso a ativos externos em mercados globais quanto às remessas de lucros e dividendos.
Controles de capitais são desnecessários e ineficientes sob o regime de câmbio flutuante com abertura financeira profunda. Esta é a melhor configuração para o país.	Contrariamente à abordagem teórica convencional, a adoção do regime de câmbio flutuante não garante o ajuste automático do balanço de pagamentos e a autonomia da política monetária. Acentua sim a influência dos investidores globais na determinação da taxa de juros e da taxa de câmbio brasileiras.

(continua)

(continuação)

Visão convencional	Visão alternativa
A estabilidade de preços é um valor em si. Isso justifica a ênfase unitária no controle inflacionário.	A estabilidade de preços pode e deve ser alcançada por instrumentos combinados de política econômica e não apenas pela sobrecarga de uma política monetária restritiva. Como apresenta diversos custos sociais e econômicos implícitos, não pode ser um valor em si. A geração de emprego também pode ser considerada um valor em si.
A economia brasileira apresenta baixa vulnerabilidade externa, pois seu estoque de reservas internacionais é elevado e a política econômica tem grande credibilidade diante do investidor estrangeiro.	O equilíbrio do balanço de pagamentos atualmente depende fortemente do cenário internacional, pois a liberalização financeira é elevada, o mercado de derivativos profundo e a maior parte das reservas foi acumulada via capital especulativo de curto prazo e não via exportações. Outros indicadores de vulnerabilidade devem ser considerados além dos tradicionais.
A apreciação real do câmbio provoca choques positivos de produtividade na indústria e em toda a economia brasileira.	Os efeitos das apreciações cambiais devem ser analisados considerando as especificidades setoriais e por ramos da indústria. Tendem a ser diferenciados e até contraditórios.
A desnacionalização de plantas industriais não apresenta riscos para o desenvolvimento brasileiro, pois o importante é que os bens sejam produzidos mais eficientemente.	As remessas de lucros e dividendos dispararam no período de liberalização e recentemente tornaram-se um dos principais fatores de pressão sobre o equilíbrio externo.

Fonte: Elaboração própria.

5 CONSIDERAÇÕES FINAIS: AS PERSPECTIVAS DE MUDANÇAS INSTITUCIONAIS PARA UM NOVO REGIME DE CRESCIMENTO E DE POLÍTICA ECONÔMICA

A institucionalidade subjacente à política econômica é atualmente reconhecida como uma variável-chave tanto na análise de sua capacidade de atingir seus resultados como no que concerne a seus custos explícitos e implícitos. Por reduzir a economia real e as regularidades macroeconômicas a um agregado de comportamentos individuais coordenados por critérios essencialmente mercantis, a abordagem econômica convencional não se apresenta como a mais indicada para o tratamento das interações complexas entre mercados, instituições e política econômica. Contrariamente às hipóteses irrealistas das abordagens econômicas que supõem que todos os agentes terminam por conhecer a lógica de funcionamento do modelo econômico que rege suas interações, as abordagens em termos histórico-institucionalistas distinguem claramente a arquitetura de base do regime de crescimento vigente. Esta caracterização permite explicitar o comportamento de diversos atores que possuem conhecimento apenas parcial e local da realidade das interações que os condicionam.

Este capítulo orientou-se pela busca de uma compreensão maior das condições institucionais que permitam a transição de uma “macroeconomia voltada exclusivamente para a estabilidade financeira e de preços” a uma “macroeconomia para o crescimento, estabilidade e emprego”. Neste contexto, o papel determinante da instância política na emergência de novas FIs, base de uma nova regulação macroeconômica, não é o resultado de simples acidente histórico ou de uma ale-

atoriedade completamente inacessível aos tomadores de decisões fundamentais. Diversos modelos teóricos mostraram que os atores considerados individualmente podem se asseverar incapazes de alcançar formas de coordenação que lhes seriam mutuamente vantajosas.

Como a política monetária é hierarquicamente superior na arquitetura institucional que define o modelo econômico atual, ela subordina em graus variados as políticas cambial e fiscal, no sentido de que as formações dessas últimas políticas deveriam ser compatíveis ou complementares às prerrogativas da lógica e da natureza da “estratégia de estabilidade financeira e de preços”.

O encadeamento causal se dá da seguinte maneira: os objetivos de realização rentista-patrimonial, que não são outra coisa senão a expressão das demandas de rentabilidade real elevada e de valorização dos ativos financeiros privados nacionais e estrangeiros, estabeleceram uma convenção pró-conservadorismo (conforme visto no capítulo 1 deste volume). Esta convenção implica uma formação da política monetária que busca alcançar dois objetivos deste regime:

- o objetivo *declarado*: o combate permanente à inflação; e
- o objetivo *velado*: a garantia da alta rentabilidade real dos capitais alocados em ativos financeiros tanto no mercado especulativo doméstico quanto no externo.

Mas como esses objetivos são mutuamente compatíveis e seus custos implícitos e explícitos não são corretamente avaliados pelo conjunto da população, a legitimidade e a credibilidade da política monetária podem em algum nível ser alcançadas perante a sociedade brasileira e observadores internacionais.

Duas peças-chave foram, no entanto, acrescentadas à arquitetura institucional vigente: o regime de câmbio flutuante volátil e o sistema de metas de inflação. Com isso, esse modo de regulação fundado na especulação financeira ganhou o seu coroaamento, ou seja, atingiu o seu ponto culminante em termos de *acabamento institucional*. O sistema de metas de inflação permitiu legitimar tecnicamente os aumentos periódicos de juros e, se não for o caso, permite mantê-los nos patamares elevados segundo as prerrogativas e demandas de grupos específicos. O regime de câmbio flutuante volátil, conjugado com a liberalização financeira nos dois sentidos de entrada e saída de capitais, realimenta o circuito altamente lucrativo da alocação financeira em mercados globais. Daí a enorme dificuldade para a implementação de um novo regime de política econômica mais adequado às necessidades do desenvolvimento industrial como base do desenvolvimento nacional. Neste sentido, o quadro 3 resume as principais características da institucionalidade atual comparando-a com uma configuração alternativa.

O capítulo revela também que os compromissos políticos e ideológicos que resultaram numa inserção passiva aos mercados globais superestimam as vantagens

competitivas naturais do Brasil como base de seu desenvolvimento. A especialização em produtos primários aprofundou a dependência da indústria remanescente do processo de liberalização comercial e financeira com relação à evolução da demanda mundial de *commodities*. Por vezes, as três políticas (monetária, cambial e fiscal) têm efeitos contraditórios e adversos sobre vários ramos da indústria de transformação de maior conteúdo tecnológico e valor agregado, embora sejam benéficas nestas mesmas situações nos interesses rentistas.

A estabilidade de um regime de crescimento econômico depende também e, sobretudo, do compromisso distributivo que um dado regime de política econômica subentende e reproduz. Há ganhadores e perdedores com a atual institucionalidade e a política econômica que lhe corresponde. A análise, então, deve explicitá-los sob a perspectiva do que representam para o desenvolvimento econômico e social do país. Neste sentido, a questão econômica é também questão social. O discurso conservador em economia tende a separar o econômico do social, como se o social não fosse também parte indissociável e substrato do econômico. A distribuição de renda e a busca do pleno emprego não devem ser entendidas apenas como política de cidadania, paz social, justiça etc. Elas permitem compatibilizar demanda e produção como base do crescimento e do desenvolvimento socioeconômico.

QUADRO 3
Características do atual modo de regulação brasileiro e propostas para uma nova institucionalidade

Principais características Formas institucionais (FIs)	Institucionalidade do atual modo de regulação brasileiro	Proposta de institucionalidade para um novo modo de regulação
Forma institucional de inserção internacional (FI)	<ul style="list-style-type: none"> • Liberalização financeira não seletiva e com foco no capital especulativo. • Comércio exterior: grande peso das exportações de <i>commodities</i>. • Institucionalidade permissiva da apreciação cambial. 	<ul style="list-style-type: none"> • Liberalização financeira seletiva com foco no capital produtivo e investimento direto externo (IDE). • Comércio exterior: promoção dos ramos intensivos em ciência e tecnologia e de maior valor agregado. • Institucionalidade favorável a um câmbio competitivo.
Regime monetário-financeiro (RMF)	<ul style="list-style-type: none"> • Finanças a serviço dos detentores de capital e da acumulação rentista-patrimonial. • Metas de inflação e estabilidade financeira. • Banco Central com independência de fato, mas sem autonomia com relação aos mercados financeiros globais. • Sistema de crédito inadequado às necessidades de consumo e investimento produtivo. 	<ul style="list-style-type: none"> • Finanças a serviço da acumulação de capital produtivo. • Metas de crescimento, geração de emprego e estabilidade de preços. • Banco Central com autonomia em relação aos mercados financeiros e compatível com uma estratégia nacional de desenvolvimento. • Elevada relação crédito/PIB, em razão da menor importância das operações com títulos e derivativos.

(continua)

(continuação)

Principais características Formas institucionais (FIs)	Institucionalidade do atual modo de regulação brasileiro	Proposta de institucionalidade para um novo modo de regulação
Formas de concorrência (FC)	<ul style="list-style-type: none"> • Elevado grau de desnacionalização de plantas em setores estratégicos. • Estruturas de mercado fortemente oligopolizadas. • Norma de rentabilidade financeira comanda as decisões empresariais. 	<ul style="list-style-type: none"> • Readequação do capital estrangeiro às necessidades do desenvolvimento econômico nacional. • Defesa da concorrência em setores-chave e política industrial para ramos de maior valor agregado. • Norma de rentabilidade das atividades produtivas comanda as decisões empresariais.
Forma institucional do Estado (FE)	<ul style="list-style-type: none"> • Reduzida autonomia da política econômica. • Política monetária restritiva. • Políticas fiscal e cambial subordinadas às prerrogativas da acumulação financeira. • Ênfase no papel “regulador” do Estado. • Estado parcimonioso, tendência às políticas públicas focalizadas. • Dívida pública interna em tendência de crescimento e onerosamente financiada. 	<ul style="list-style-type: none"> • Maior autonomia da política econômica. • Política monetária compatível com o crescimento acelerado. • Políticas fiscal e cambial voltadas para uma estratégia de desenvolvimento industrial. • Ênfase no papel do Estado como agente indutor do desenvolvimento. • Fortalecimento das estruturas de proteção social e de bem-estar • Dívida pública estabilizada e refinanciada em melhores condições de prazos e de encargos
Forma institucional da relação salarial (RS)	<ul style="list-style-type: none"> • Ênfase na flexibilidade quantitativa e salarial. • Tendência à concentração funcional da renda em detrimento dos salários. • Emprego e salários como variáveis de ajuste no controle inflacionário. 	<ul style="list-style-type: none"> • Ênfase na flexibilidade dinâmica, em função da qualificação e das atividades produtivas • Reformas institucionais no âmbito das relações capital-trabalho para promover o emprego e a partilha dos ganhos de produtividade • Emprego e salários como base na demanda necessária ao crescimento econômico acelerado

Fonte: Elaboração própria.

REFERÊNCIAS

BILLAUDOT, B. **Régulation et croissance**: une macroéconomie historique et institutionnelle. Paris: La Harmattan, 2001.

BOYER, R. **Deux défis pour le XXI siècle**: discipliner la finance et organiser l'internationalisation. Paris: CEPREMAP, jan. 2000 (Working Paper, 0008).

_____. **Le politique a l'ère de la mondialisation et de la finance**: le point sur quelques recherches régulationnistes. Paris: CEPREMAP, nov. 1998 (Working Paper, 9.820).

_____. **Les institutions dans la théorie de la régulation**. Paris: CEPREMAP, mai. 2003 (Working Paper, 2003-08).

_____.; SAILLARD, Y. (Org.). **Théorie de la régulation**: l'état des savoirs. Paris: La Découverte, 2002.

BRUNO, M. Régulation et croissance économique au Brésil après la libéralisation : un régime d'accumulation bloqué par la finance. **Revue de la Régulation**: Capitalisme, Institutions, Pouvoirs, n. 3/4 - Normes et institutions de la finance, Paris, 2^o semestre 2008.

_____. Acumulação de capital e crescimento econômico no Brasil: uma análise do período 1950-2006. *In*: SICSÚ, J.; MIRANDA, P. (Org.). **Crescimento econômico**: estratégias e instituições. Rio de Janeiro: Ipea, 2009.

BRUNO, M. *et al.* Finance-led growth regime no Brasil: estatuto teórico, evidências empíricas e consequências macroeconômicas. *In*: ENCONTRO NACIONAL DE ECONOMIA POLÍTICA, 14., 2009, São Paulo, S.P. **Anais...** São Paulo: Sociedade Brasileira de Economia Política, jun. 2009.

BUNGE, M. **Epistemologia**. São Paulo: T. A. Queiroz, 1987.

CARDOSO JÚNIOR, J. C. **Crise e desregulação do trabalho**. Brasília: Ipea, 2001 (Texto para Discussão, n. 814).

DROUIN, M. **Le système financier international**. Paris: Armand Colin, 2001.

MARQUES-PEREIRA, J. Théorie et réalité des sorties de crise: une comparaison Argentine/Brésil. *In*: BAZIN, L.; OULD AHMED, P. (Ed.). **Argent des anthropologues, monnaie des économistes**. Paris: La Harmattan, 2008. p. 209-236.

MARQUETTI, A. **Nota metodológica sobre as informações estatísticas utilizadas na análise do padrão de progresso técnico na economia brasileira, 1950-1998**. Porto Alegre: Instituto de Economia/PUC, 2003.

SOLOW, R. M. Peut-on recourir à la politique budgétaire? Est-ce souhaitable? *Revue de l'OFCE*, Paris, out. 2002.

THÉRET, B. **Regimes économiques de l'ordre politique**. Paris: PUF, 1992.

BIBLIOGRAFIA CONSULTADA

ARAÚJO, E.; BRUNO, M.; PIMENTEL, D. **The Brazilian industry between the american crisis and the finance-led growth regime post-liberalization: a regulationist interpretation**. Paris: Forum de la Régulation, 2009.

BOYER, R. **À quelles conditions les reformes institutionnelles réussissent-elles**. Paris: CEPREMAP, 2004.

DELORME, R. **The state and economic development**. Paris: CEPREMAP, 1991.

GADELHA, S. R. B.; DIVINO, J. A. Dominância fiscal ou dominância monetária no Brasil? Uma análise de causalidade. *Economia Aplicada*, São Paulo, v. 12, n. 4, p. 659-675, out./dez. 2008.

LAUTIER, B.; MARQUES-PEREIRA, J.; SALAMA, P. **Régime de croissance, vulnérabilité financière et protection sociale em Amérique latine. Les conditions "macro" de l'efficacité de la lutte contre la pauvreté**. Santiago do Chile: Cepal, jan. 2004.

LAVOIE, M. **Les théories hétérodoxes ont-elles quelque chose en commun? Un point de vue postkeynésien**. Paris: Séminaire Hétérodoxies du MATISSE, 2004.

LIMA, E.; MAKI, A.; PUMAR, A. **The effects of fiscal policy and its interactions with monetary policy in Brazil**. Rio de Janeiro: Ipea, 2009.

LOPREATO, F. **O papel da política fiscal: um exame da visão convencional**. Campinas: IE/UNICAMP, 2006 (Texto para Discussão, n. 119).

LORDON, F. Théorie de la régulation et politique économique. *In*: BOYER, R.; SAILLARD, Y. (Ed.). **Théorie de la régulation: L'état des savoirs**. Nouvelle édition complétée. Paris: La Découverte, 2002.

_____. **La régulation et la politique économique: d'une négation originelle à une réintégration théorisée**. Paris: CEPREMAP, 1994. Mimeografado.

MARQUES-PEREIRA, J. **Monnaie, coordination et risque systémique dans la crise argentine de 2001/2002 et son issue**. Paris: UPMF-CRIISEA-CDC, 2007.

_____. Teoría económica y credibilidad de la política anti-cíclica. La distribución del ingreso y los límites al crecimiento económico. *In*: LO VUOLO, R. **La credibilidad social de la política económica**. Buenos Aires: Miño y Dávila/CIEPP/Institut CDC pour la Recherche, 2006. p. 145-199.

_____. **Money, as social fact, in the 2001/2002 Argentinean crisis – the ignorance of systemic risks in the fiction of money neutrality**. France: UPMF-CRIISEA – CDC, 2003.

_____. Crecimiento, conflicto distributivo y soberanía monetaria en Argentina. *In*: BOYER, R.; NEFFA, J. **Salida de crisis y alternativas de desarrollo, la experiencia argentina**. Buenos Aires: Miño y Dávila/CIEL/CIEPPE/Institut CDC pour la Recherche, 2007. p.177-207.

MOLLICK, A. V.; TORRES, R. C.; CARNEIRO, F. G. **Does inflation targeting matter for output growth? Evidence from industrial and emerging countries**. Washington, Dec. 2008 (Policy Research Working Paper, n. 4.791).

SICSÚ, J.; VIDOTTO, C. **Economia do desenvolvimento: teoria e políticas keynesianas**. Rio de Janeiro: Campus, 2008.

APÊNDICE

QUADRO A.1

Normas relativas à liberalização financeira brasileira

Mercado de capitais		
Resolução nº 1.289 do Conselho Monetário Nacional (CMN).	20/03/1987	Disciplina o investimento de não residentes mediante a instituição de três mecanismos: sociedade de investimento – capital estrangeiro (Sice), Anexo I/Resolução nº 1.289/1987; fundo de investimento – capital estrangeiro (Fice), Anexo II/Resolução nº 1.289/1987; carteira de títulos e valores mobiliários – capital estrangeiro (CTVM), Anexo III/Resolução nº 1.289/1987.
Resolução nº 1.832 do CMN - Anexo IV à Resolução nº 1.289 do CMN.	31/05/1991	Dá total liberdade a investidores estrangeiros quanto à composição ou diversificação de sua carteira e ao prazo mínimo de permanência de seus recursos, flexibilizando as normas previstas nos Anexos I, II e III (Resolução nº 1.289/1987); não foram admitidas transações no âmbito do mercado de balcão não organizado, nem aquisições de ações que representassem transferência de controle entre pessoas físicas residentes e pessoas físicas ou jurídicas não residentes.
Resolução nº 1.927 do CMN - Anexo V à Resolução nº 1.289 do CMN.	18/05/1992	Viabiliza a captação de recursos por empresas brasileiras em mercados internacionais mediante comercialização de certificados lastreados em ações ou outros valores mobiliários – DR's.
Resolução nº 2.689 do CMN.	26/01/2000	Permite que os recursos financeiros investidos no país por não residentes, institucionais ou individuais, disponham de possibilidades de aplicação em todos os instrumentos e modalidades de aplicação disponíveis no mercado para investidores residentes; prevê a liberdade de migração entre aplicações em renda fixa e variável e vice-versa, observadas as normas tributárias e de liquidação e custódia.
Mercado bancário		
Resolução nº 1.524 do CMN.	21/09/1988	Faculta aos bancos comerciais, bancos de investimento, bancos de desenvolvimento, sociedades de crédito imobiliário e sociedades de crédito, financiamento e investimento a organização opcional em uma única instituição financeira, com personalidade jurídica própria – banco universal.

QUADRO A.2

**Tributação de operações e ativos financeiros de não residentes
Imposto de Renda (IR) – investimentos previstos na Resolução nº 2.689/2000**

Período	Base de cálculo	Alíquota ¹
2000-2008	Diferença positiva entre o valor do resgate e o custo de aquisição da cota.	<p>Alíquota de 10% sobre ganhos líquidos em aplicações em fundos de ações, operações de <i>swap</i> e operações em mercado futuro, fora da bolsa.</p> <p>Alíquota de 15% sobre ganhos líquidos auferidos nas demais aplicações, inclusive juros sobre o capital próprio e rendimento de renda fixa.</p>

Fonte: Secretaria da Receita Federal (SRF).

Nota: ¹Regra especial: isenção de IR sobre ganhos de capital e lucros e dividendos distribuídos.

Obs.: O investidor não residente oriundo de países que não tributem a renda ou que a tributem a uma alíquota inferior a 20% se equipara a um investidor residente para fins de IR.

A alíquota do Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguro (IOF) é zero para investidores não residentes, quando estes realizam aplicações em bolsas de valores e em ofertas públicas iniciais de ações.

A Contribuição Provisória de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira (CPMF) não incide nos lançamentos em conta, de investidores não residentes, referentes à compra e à venda de ações realizadas em bolsa ou mercado de balcão organizado.

PARTE II

POLÍTICA MONETÁRIA

AValiação da Política Monetária sob o Regime de Metas de Inflação

1 INTRODUÇÃO

Neste capítulo é analisado o custo que a política monetária tem imposto à sociedade brasileira. Tal custo será medido em termos de retração do nível de atividade, valorização cambial e desequilíbrio das contas públicas. Na próxima seção é feito um breve retrospecto da condução da política monetária durante o Plano Real, no período de 1995 a 1998. Na seção 3 é analisada a implantação e o desempenho do regime de metas de inflação no Brasil, entre os anos de 1999 a 2008. Na seção 4, é feito um balanço dos custos e benefícios do controle da inflação. Finalmente, na última seção são apresentadas as conclusões.

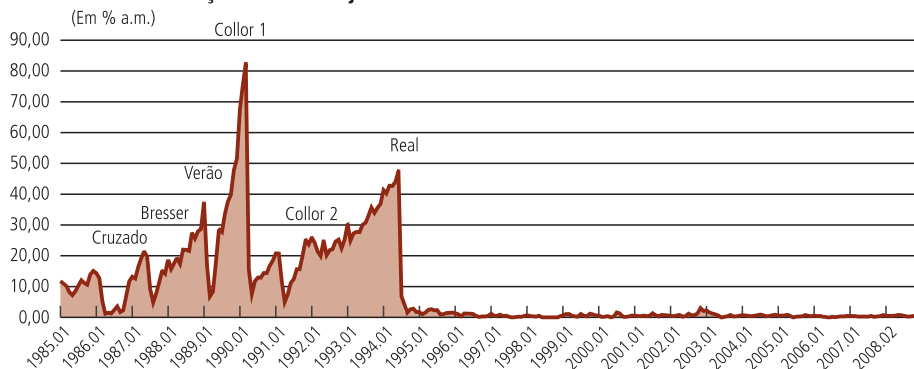
2 BREVE RETROSPECTO DA POLÍTICA MONETÁRIA DURANTE O PLANO REAL – 1995-1998

A adoção do Plano Real constitui um dos mais relevantes eventos da história econômica brasileira contemporânea, ao ter encerrado a sucessão de cinco tentativas fracassadas de combate à inflação que marcou a condução da política econômica do país por uma década: os planos Cruzado (1986), Bresser (1987), Verão (1989), Collor I (1990) e Collor II (1991). Somente em 1994, com o Plano Real, é que se interrompeu o longo processo de alta inflação crônica que se intensificou a partir de meados dos anos de 1980, como mostra o gráfico 1.

O Plano consistiu em uma estratégia de estabilização de preços implementada em três fases que caracterizaram a política econômica, entre 1993 e início de 1999. As etapas do Plano Real podem ser assim sumariadas: *i*) realização de ajuste fiscal – com a criação do Plano de Ação Imediata (PAI) e do Fundo Social de Emergência (FSE); *ii*) desindexação da economia por meio de uma reforma monetária – criando-se uma unidade de conta plenamente indexada, a Unidade Real de Valor (URV), posteriormente transformada em uma moeda plena, o real, que substituiu o cruzeiro real; e *iii*) utilização de âncora cambial – caracterizada pela manutenção do real artificialmente sobrevalorizado por parte do Banco Central do Brasil (BCB).

GRÁFICO 1

Taxa de variação do IPCA – jan./1985-dez./2008



A despeito do sucesso inequívoco do Plano no controle da inflação, e da preservação de um ambiente de estabilidade de preços nos anos subsequentes, o BCB permanece até hoje mantendo a taxa básica de juros em patamares elevados.¹ De tal modo que a política monetária, no Brasil, transformou-se, para muitos, em verdadeira anomalia, principalmente quando comparada com a experiência internacional: o país tem praticado as maiores taxas de juros reais do mundo.

Durante o período de implantação do Plano, a política monetária era conduzida com o objetivo de controlar o volume das reservas internacionais, mantendo a atratividade do país para capitais voláteis. As elevadas necessidades de financiamento do balanço de pagamentos (entre 1995 e 1998, a conta corrente acumulou déficit de cerca de US\$ 110 bilhões), somadas à fragilidade da recém-conquistada estabilidade de preços, eram frequentemente apontadas – notadamente, mas não apenas, pelo BCB – como as principais justificativas para a excessiva rigidez monetária.

Além disso, a política fiscal do primeiro governo do presidente Fernando Henrique Cardoso – marcada pela geração de déficits primários (ver tabela 5) era assinalada como uma das causas dessa rigidez.

A taxa básica de juros² –, em termos reais, aproximou-se de 30% a.a., nos anos de 1995 e de 1998, ficando acima de 16% a.a., durante toda a implementação do Plano (gráfico 2). No quadriênio de 1995 a 1998, a sua média foi superior a 22% a.a.

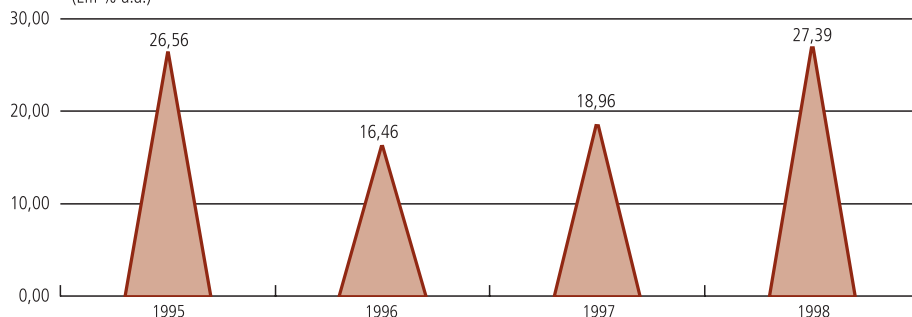
1. Não se propõe realizar aqui uma avaliação mais completa do Plano Real que, como qualquer plano de estabilização, apresentou elevados custos, dentre os quais se destacam a forte deterioração do saldo do balanço de pagamentos em conta corrente.

2. A taxa básica de juros da economia brasileira é determinada pelo Comitê de Política Monetária (Copom) do BCB. Ela consiste na taxa média dos financiamentos diários, com lastro em títulos públicos federais, apurados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), razão pela qual é conhecida como taxa Selic.

GRÁFICO 2

Taxa SELIC deflacionada pelo IPCA – 1995-1998

(Em % a.a.)



Fontes: BCB e Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

3 O REGIME DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL – 1999-2008**3.1 A implantação do regime**

A implantação do regime de metas de inflação (RMI) se consubstancia em: *i*) o anúncio de uma meta para a inflação; *ii*) a utilização da taxa básica de juros como instrumento de combate à inflação e, não, o controle da quantidade ofertada de moeda ou do nível de taxa de câmbio; *iii*) maior transparência na condução da política monetária, materializada em um esforço de aprimoramento dos canais de comunicação entre o banco central (BC) e os agentes econômicos, o que possibilita o monitoramento e a avaliação do desempenho da autoridade monetária; e *iv*) a autonomia de instrumentos por parte do BC – isto é, liberdade para determinar a trajetória dos instrumentos de política monetária, essencialmente a taxa de juros.

A lógica de funcionamento do RMI é de fácil compreensão. No caso brasileiro, ao BCB é delegada – pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) – a tarefa de cumprir uma meta para a taxa de variação anual do Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA). O BCB, por sua vez, utiliza-se fundamentalmente de um único instrumento para alcançar seu objetivo primordial: a taxa Selic.

3.2 A política monetária durante o regime de metas de inflação

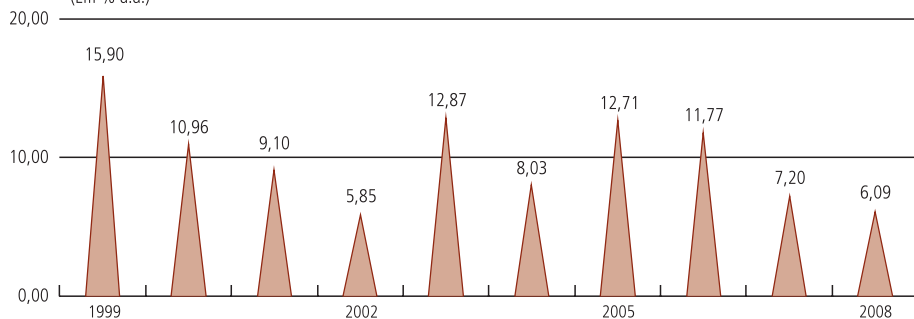
Após a consolidação da estabilidade de preços e o abandono da âncora cambial, esperava-se que a taxa Selic pudesse ser reduzida de forma significativa, aproximando-se das taxas contemporaneamente verificadas no resto do mundo. No entanto, isso não aconteceu, mesmo a despeito da expressiva inflexão na instância da política fiscal – com o cumprimento de metas de superávit primário de cerca de 4% do Produto Interno Bruto (PIB) (tabela 5) –, a partir de 1999.

No período de 1999 a 2008, a taxa Selic real média foi superior a 10% a.a., alcançando um pico de 16% a.a., em 1999 (ver gráfico 3).

GRÁFICO 3

Taxa SELIC deflacionada pelo IPCA – 1999-2008

(Em % a.a.)



Fonte: Elaboração própria com dados do BCB e do IBGE.

É verdade que a taxa Selic real caiu de forma não desprezível, sobretudo a partir do ano 2000. Todavia, a taxa básica ainda se encontra em um patamar que pode ser reduzido. Assim, a política monetária brasileira ainda constitui, para muitos, uma anormalidade, particularmente quando se compara a taxa Selic com as taxas de juros prevalentes no conjunto da economia internacional.

A tabela 1 permite a comparação do caso brasileiro com o dos países latino-americanos. No período de 1995 a 2008, a taxa básica de juros no Brasil foi, em média, maior do que a verificada nos principais países da América Latina.

Apesar de o país praticar uma taxa de juros superior àquelas empregadas por seus pares latino-americanos, a inflação no Brasil tem permanecido em patamares moderados. No gráfico 4, encontra-se a taxa de variação acumulada pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), entre os anos de 1995 e 2008. Durante todo esse tempo, a inflação manteve-se abaixo de 5% em apenas quatro ocasiões (em 1998, 2006, 2007 e 2008).

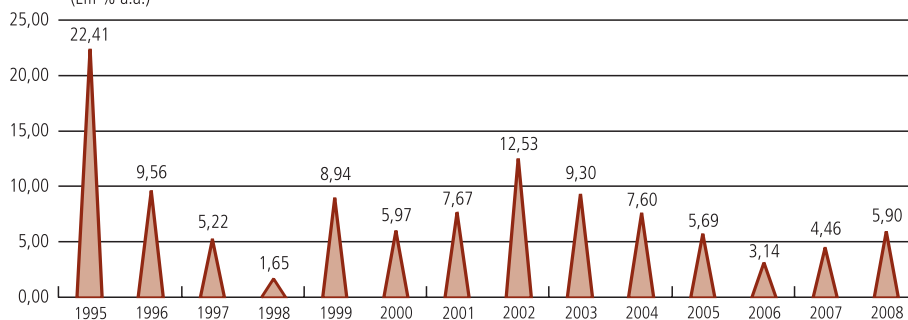
Na tabela 2, encontra-se o número de países por faixa de inflação, de um total de cerca de 30 nações latino-americanas. Entre 1980 e 2007, constata-se forte redução das taxas de inflação nos principais países da América Latina. Em 1980, em todos eles verificou-se inflação superior a 10% a.a. A partir do ano de 2000, na vasta maioria desses países a inflação foi igual ou inferior a 10% a.a. Em cerca da metade deles, a inflação foi menor que 5% a.a., no mesmo período.

TABELA 1
Taxa básica de juros: países da América Latina – 1995-2008
 (Em % a.a.)

Países	1995-1999	2000-2005	2006	2007	2008
Argentina	7,22	14,04	7,20	8,67	10,10
Bolívia	16,56	5,74	3,80	4,27	7,68
Brasil	32,34	18,82	15,30	12,00	12,40
Chile	-	4,85	5,02	5,36	7,11
Colômbia	25,68	7,92	6,49	8,66	9,72
República Dominicana	14,93	19,98	10,60	8,24	12,20
El Salvador	10,18	5,00	6,00	5,25	-
Guatemala	7,87	8,07	6,56	-	-
México	33,48	10,27	7,51	7,66	8,28
Panamá	-	2,19	5,06	5,05	-
Paraguai	17,42	9,00	8,33	3,93	4,25
Peru	14,50	4,53	4,51	4,99	6,54
Venezuela	13,82	11,76	5,26	8,72	11,10
Média (incluindo o Brasil)	17,64	9,40	7,05	6,90	8,94
Média (excluindo o Brasil)	16,17	8,61	6,36	6,44	8,55

Fonte: Elaboração própria com dados do *World Economic Outlook* e *International Financial Statistics*.

GRÁFICO 4
Taxa de variação do IPCA – 1995-2008
 (Em % a.a.)



Fonte: IBGE.

Na tabela 3, estão as taxas anuais de inflação por grupo de países da economia mundial. A inflação, no Brasil, mostra-se acima da média mundial, entre os anos de 1995 e 2007. No mesmo período, o índice de preços ao consumidor apresentou, no país, variação maior do que a verificada nas economias industrializadas, que ronda os 2%.

Com relação às economias em desenvolvimento, a inflação brasileira também se mostra mais elevada, notadamente a partir do ano de 2000. Entre os anos de 2000 e 2007, a inflação média do grupo dos países em desenvolvimento aproximou-se de 5,5% enquanto no Brasil, o IPCA registrou variação ligeiramente acima de 7%.

TABELA 2
Número de países por faixa de inflação: países latino-americanos – 1980-2008
 (Em % a.a.)

Variação % anual	28 países latino-americanos ¹										
	1980	1985	1990	1995	2000	2002	2004	2005	2006	2007	2008
Inflação ≤ 5	0	7	5	7	12	12	16	12	12	10	2
5 < Inflação ≤ 10	0	1	1	3	7	10	7	12	10	13	16
10 < Inflação ≤ 20	13	5	3	8	5	4	2	4	4	3	8
20 < Inflação ≤ 40	7	6	9	6	0	2	2	0	0	0	1
40 < Inflação ≤ 60	2	2	4	2	1	0	1	0	0	0	0
60 < Inflação ≤ 80	1	1	0	1	0	0	0	0	0	0	0
80 < Inflação ≤ 100	0	0	0	0	1	0	0	0	0	0	0
Inflação > 100	1	5	5	1	0	0	0	0	0	0	0
Total	24	27	27	28	26	28	28	28	26	26	27

Fonte: *World Economic Outlook e International Financial Statistics*.

Nota: ¹ Argentina, Aruba, Bahamas, Barbados, Belize, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, República Dominicana, Equador, El Salvador, Guatemala, Guiana, Haiti, Honduras, Jamaica, México, Antilhas, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru, Suriname, Trinidad e Tobago, Uruguai e Venezuela.

TABELA 3
Taxas anuais de inflação: grupos de países – 1995-2008
 (Em % a.a.)

Região	1995-1999	2000-2005	2006	2007	2008
Mundo	8,10	3,91	3,71	4,01	5,98
Industrializados	2,03	2,03	2,35	2,16	3,38
Em desenvolvimento	19,88	6,97	5,59	6,44	9,26
África	20,21	9,02	6,40	5,99	10,25
Ásia	46,03	16,22	5,93	6,05	8,08
Leste Europeu	7,44	2,91	4,17	5,40	7,46
Médio Oriente	9,56	5,58	8,29	11,21	15,04
Hemisfério Oeste	18,61	7,79	5,27	5,42	7,92
América Latina ¹	12,52	8,49	5,81	8,52	9,13
Brasil ²	9,56	8,13	3,14	4,46	5,90

Fonte: *World Economic Outlook e International Financial Statistics*.

Notas: ¹ Argentina, Aruba, Bahamas, Barbados, Belize, Bolívia, Brasil, Chile, Colômbia, Costa Rica, República Dominicana, Equador, El Salvador, Guatemala, Guiana, Haiti, Honduras, Jamaica, México, Antilhas, Nicarágua, Panamá, Paraguai, Peru, Suriname, Trinidad e Tobago, Uruguai e Venezuela.

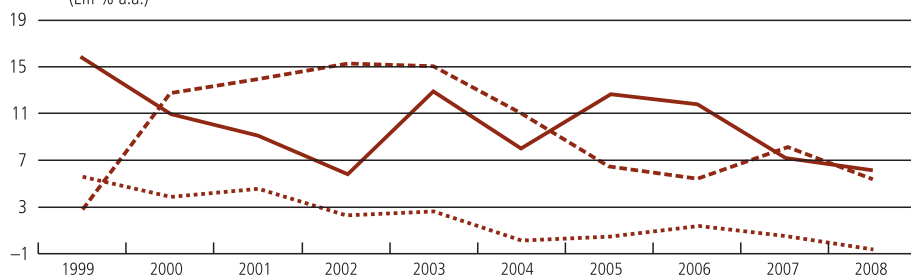
² Elaboração própria a partir do Ipeadata.

No gráfico 5, encontram-se as taxas básicas de juros, em termos reais, observadas no país, nas economias em desenvolvimento e na Turquia, que disputa com o Brasil o primeiro lugar no *ranking* das maiores taxas de juros. Nele vê-se, claramente, a distância do Brasil em relação ao grupo de países denominados *em desenvolvimento*.

No período de 1999 a 2008, a taxa de juros real no Brasil foi, sistemática e consideravelmente, superior à prevalente nos países emergentes (incluindo o Brasil). À exceção dos anos de 2001 e 2002, os juros no país foram absurdamente maiores que os verificados no grupo dos emergentes. Entre os anos de 1995 e 2007, a taxa de juros média no Brasil foi bastante superior à média da Turquia.

GRÁFICO 5

Taxa básica de juros real: Brasil, Turquia e países em desenvolvimento¹ – 1999-2008
(Em % a.a.)



Fontes: *World Economic Outlook* e *International Financial Statistics*.

Nota: ¹ Argentina, Brasil, Chile, China, Colômbia, República Tcheca, Egito, Hungria, Índia, Indonésia, Israel, Jordânia, Coreia, Malásia, México, Marrocos, Paquistão, Peru, Filipinas, Polônia, Rússia, África do Sul, Taiwan, Tailândia e Turquia.

— Brasil — Turquia Emergentes

3.3 O desempenho do regime de metas de inflação

Apesar do excesso de rigidez que marca a política monetária, o BCB não alcançou as metas de inflação nos anos de 2001, 2002 e 2003 (tabela 4).

TABELA 4

Metas para o IPCA e valores observados (taxa de variação acumulada) – 1999-2008
(Em %)

Ano	Meta	Verificado	Cumprimento da meta
1999	6,0 e 10,0	8,9	Sim, com desvio > 0
2000	4,0 e 8,0	6,0	Sim
2001	2,0 e 6,0	7,7	Não
2002	1,5 e 5,5	12,5	Não
2003	Ajustada* para 8,5	9,3	Não
2004	3,0 e 8,0	7,6	Sim, com desvio > 0
2005	2,0 e 7,0	5,7	Sim, com desvio > 0
2006	2,5 e 6,5	3,1	Sim, com desvio < 0
2007	2,5 e 6,5	4,5	Sim
2008	2,5 e 6,5	5,9	Sim, com desvio > 0

Fonte: BCB.

O BCB descumpriu as metas de inflação por três anos seguidos – entre 2001 e 2003 –, a despeito das altas taxas de juros praticadas (gráfico 1). Essa baixa sensibilidade da inflação à taxa de juros indica existência de problemas no mecanismo

de transmissão política monetária – ou a forma pela qual uma variação na taxa de juros afeta a inflação. Não se pretende aprofundar o tema aqui, mas cabe destacar uma das razões frequentemente apontadas para isto: a alta participação de preços administrados – que são determinados por contratos ou por algum órgão público e, portanto, insensíveis à política monetária – na composição do IPCA, ou seja, de cerca de um terço.

BOX 1

Os preços administrados e a baixa eficácia da política monetária

É elevada a participação dos preços administrados no IPCA, que remonta a cerca de 30% desse índice. Os principais preços determinados no âmbito das administrações municipal e estadual são: gás encanado, imposto predial e territorial urbano (IPTU), taxas de emplacamento e licenciamento de veículos, taxa de água e esgoto, transporte público (tarifas de ônibus urbanos e intermunicipais, metrô e táxi). Os preços determinados no âmbito federal são: derivados de petróleo – incluindo gasolina, óleo combustível para veículos e gás de botijão (GLP) –, álcool combustível, tarifas de energia elétrica de consumo residencial, tarifas de telefonia e correios, transporte público (incluindo passagens de avião e de ônibus interestaduais) e planos e seguros de saúde.

Os preços administrados, são aqueles que “de alguma forma [são] determinado[s] ou influenciado[s] por um órgão público; variam independentemente das condições vigentes de oferta e demanda” (BCB, 1999b, p. 102). Na medida em que não são determinados pela interação da oferta agregada e da demanda, os preços administrados se tornam insensíveis à taxa de juros. Por isso, estão completamente fora do controle do BCB. Ou seja, parcela significativa do IPCA não é afetada pela taxa de juros, o que reduz a eficácia da política monetária no combate inflacionário.

Fonte: Modenesi (2005).

4 CUSTOS E BENEFÍCIOS DO COMBATE À INFLAÇÃO

4.1 Teoria

O RMI é uma estratégia de condução da política monetária marcada pelo compromisso institucional da autoridade monetária em adotar a estabilidade de preços como a principal meta da política monetária – à qual se subordinam os demais objetivos macroeconômicos, inclusive o crescimento econômico.

Os proponentes do RMI justificam a ênfase à estabilidade de preços, que caracteriza esse regime, com base em um suposto consenso contrário à utilização de políticas monetárias discricionárias com o intuito de reduzir o desemprego – como propõe a tradição keynesiana, segundo a qual a moeda não é *neutra* e, portanto, a política monetária pode ser utilizada para estimular o emprego e a renda.

BOX 2

A neutralidade da moeda

Diz-se que a moeda é *neutra* quando a política monetária não exerce impacto sobre os níveis de emprego e renda. Esta é uma das hipóteses subjacentes à adoção do RMI, como destaca o próprio BCB: “Ao longo dos últimos anos começou a se formar um consenso, entre os economistas e bancos centrais, de que o objetivo principal da política monetária deve ser a obtenção e manutenção da estabilidade de preços (...) é importante notar que a política monetária produz efeitos reais apenas no curto e médio prazos, ou seja, no longo prazo a moeda é neutra. O único efeito existente no longo prazo é sobre o nível de preços da economia” (BCB, 1999a, grifos nossos).

Fonte: Modenesi (2005).

A identificação dos custos da inflação – bem como dos canais por meio dos quais a inflação reduz o nível de utilidade dos agentes econômicos e, portanto, de bem-estar social – é, historicamente, tema recorrente de abordagens conservadoras. Essa literatura é muito vasta, e suas origens remontam ao período mercantilista. Destaca-se a contribuição de Bailey (1956), que define a perda de bem-estar social da inflação como o excedente do consumidor que seria gerado caso a taxa de juros nominal se reduzisse a zero. Lucas (2000), inspirado em Bailey (1956), estima para a economia americana que “(...) a redução da taxa anual de inflação de 10% para zero gera um ganho equivalente a algo ligeiramente inferior a 1% do PIB real”.

Em linha com essa literatura, os defensores do RMI ressaltam que economias com elevadas taxas de inflação apresentam os seguintes problemas: *i*) superdimensionamento do sistema financeiro; *ii*) suscetibilidade a crises financeiras – tendo em vista a maior fragilidade de seu sistema financeiro com relação às economias que têm preços estáveis; *iii*) deterioração do sistema de impostos – dado que usualmente não são indexados –, originando consequências negativas como, por exemplo, o chamado efeito Tanzi;³ *iv*) ocorrência de efeitos distributivos, pois os mecanismos de indexação não protegem perfeitamente os rendimentos dos diferentes grupos econômicos; *v*) custos de *menu* ou de remarcação de preços; e *vi*) mau funcionamento dos mercados e alocação ineficiente de recursos – em face de uma sinalização imperfeita realizada pelo sistema de preços –, o que diminui a produtividade dos fatores de produção e, portanto, compromete o crescimento econômico.

Este último ponto é especialmente relevante, na medida em que dele se deriva a concepção de que a estabilidade de preços é condição para o crescimento econômico conforme, por exemplo, evidência apontada por Fischer (1993) para a economia norte-americana. Bernanke *et al.* (1999) também destacam que a inflação

3. O efeito Tanzi prevê a existência de uma relação positiva entre inflação e déficit público: uma elevação da taxa de inflação determina um aumento do déficit.

compromete a eficiência econômica, mostrando-se prejudicial ao crescimento. Segundo eles, a estabilidade de preços é, pois, condição necessária para que o sistema econômico funcione eficientemente contribuindo, assim, para a consecução dos demais objetivos macroeconômicos. Essa é uma das principais razões para a adoção do RMI que, para os autores, se justificaria, também, porque: *i*) a meta de inflação atua como uma âncora nominal; e *ii*) a moeda é neutra com o passar dos anos.

É amplamente difundida na sociedade brasileira a crença de que reduzidos níveis de inflação são pré-condição para a sustentabilidade do crescimento econômico. De acordo com essa ideia, a estabilidade de preços é absolutamente prioritária e deve, então, ser perseguida. De fato, grande parte dos economistas incorporou essa boa crença transformando-a em uma síntese que busca igualar controle inflacionário a uma única possibilidade, o RMI.

A convenção a favor do conservadorismo na condução da política monetária se apóia em um *consenso* em torno dos benefícios do controle inflacionário. O fato de o país ter experimentado um longo período de alta inflação crônica contribui para a aceitação, quase que incondicional, dessa visão por boa parte da academia, dos formadores de opinião e de parte da sociedade. Desse modo, tem sido dada pouca atenção aos custos derivados da adoção do RMI. É, justamente, esse o objetivo desta seção: chamar a atenção para os custos da atual política de estabilização de preços conforme descrito a seguir.

Uma elevação da taxa de juros (i) diminui o nível de bem-estar social (S) por diferentes canais, a seguir sumariados.

- 1) Desestimula o investimento privado (I), reduzindo a demanda agregada e, portanto, diminuindo a taxa de crescimento do PIB (ΔPIB).
- 2) Ao tornar mais rentáveis os ativos financeiros domésticos, estimula a entrada de capitais externos (K) e, assim, diminui a taxa de câmbio (e) ou valoriza o real, reduzindo a competitividade das exportações ($Comp$) o que, por sua vez, ao desestimular as exportações (X), deteriora o saldo total do balanço de pagamentos (BP).
- 3) Aumenta as despesas com o serviço da dívida (Div) ou deteriora as contas públicas, limitando os gastos de custeio e de investimento do governo.⁴

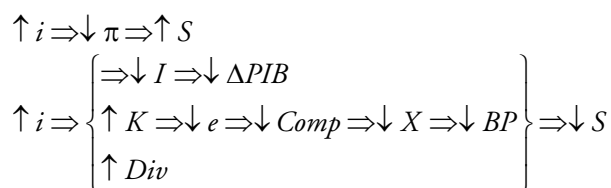
Por essas três razões, uma ampliação da taxa de juros diminui o nível de bem-estar social. Registre-se que, de forma alguma, se pretende esgotar os potenciais

4. Um aumento da taxa Selic amplia o estoque da dívida pública de duas formas: *i*) diretamente, visto que parcela expressiva da dívida é composta por Letras Financeiras do Tesouro (LFT), indexadas à taxa básica; e *ii*) indiretamente, dado que, diante de um aumento da taxa Selic, os demandantes de títulos tendem a pedir prêmios mais elevados para comprarem papéis prefixados. Assim, uma elevação da taxa básica, em geral, aumenta o custo de todo o estoque da dívida.

impactos negativos de uma elevação da taxa de juros sobre a economia. Por exemplo, a política monetária pode gerar efeitos distributivos perversos, ao ampliar os ganhos das camadas de renda mais altas que podem fazer aplicações em títulos públicos. Todavia, para os objetivos deste capítulo, os três efeitos são suficientes.

Tomando-se como válida a concepção de que a inflação (π) é prejudicial, o resultado líquido sobre o nível de bem-estar social de uma elevação da taxa de juros é, a princípio, indeterminado, como se sintetiza no diagrama 1. Se, por um lado, uma elevação da taxa de juros reduz a inflação, gerando uma ampliação de bem-estar social, por outro, um aumento dos juros diminui o nível de bem-estar, uma vez que: *i*) desaquece a economia; *ii*) valoriza o real; e *iii*) piora as contas públicas.

DIAGRAMA 1

Custos e benefícios do combate à inflação

Fonte: Elaboração própria.

Em suma, as teorias conservadoras enfatizam os custos da inflação. A adoção do RMI é, em larga medida, fundamentada na crença de que a inflação é prejudicial ao crescimento econômico e, conseqüentemente, a estabilidade é o principal objetivo a ser alcançado pela política monetária. Entretanto, pouca relevância é dada aos custos da busca e/ou manutenção da estabilidade de preços, tratados no próximo item.

4.2 A experiência brasileira: um balanço

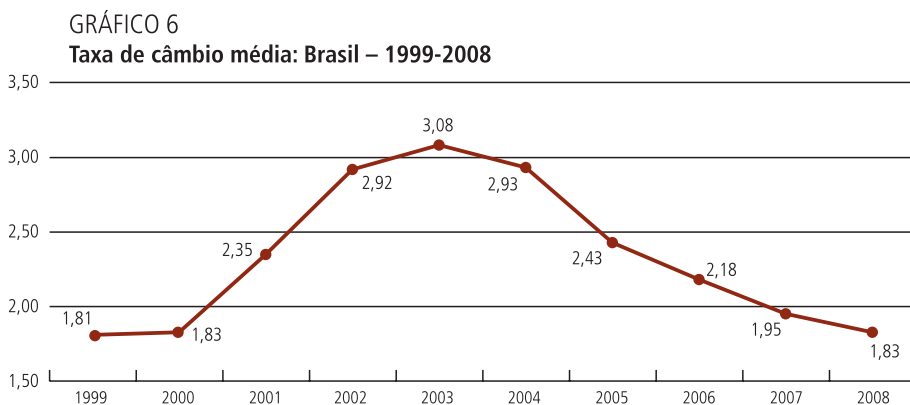
O RMI não se tem mostrado totalmente adequado e tem gerado um alto custo para a economia brasileira. Como será visto, o balanço entre os custos e benefícios do atual regime de política monetária suscita dúvidas. Neste sentido, trata-se de uma estratégia de estabilização que pode estar comprometendo o desenvolvimento do país.

O que mais chama a atenção é a baixa sensibilidade da inflação à taxa de juros. Ou seja, uma elevação da taxa Selic tem reduzido impacto de desinflação. Esta constatação é séria, pois, no RMI, a taxa de juros é o principal instrumento de combate à inflação (visto na seção 3). Como a taxa Selic é pouco potente para conter os preços, o BCB precisa mantê-la em níveis excessivamente elevados para que as metas de inflação sejam cumpridas. Dessa forma, o ganho de bem-estar –

em termos de uma redução da inflação –, decorrente de um regime de elevadas taxas de juros, mostra-se pequeno.

Já o efeito de um aumento da taxa Selic sobre o nível de atividade é claramente negativo. Em resposta a um aumento nos juros, a economia se desacelera e o desemprego aumenta. Assim, a rigidez que marca a política monetária no país é uma das razões – ainda que não a única – para que o desempenho da economia brasileira esteja ainda abaixo do seu potencial. De fato, o PIB real cresceu abaixo de 6,0% em todos esses anos, tendo ficado acima de 5,0% em apenas três ocasiões, nos anos de 2004, 2007 e 2008.⁵

A taxa de câmbio também se reduz em resposta a um aumento na taxa Selic. O excesso de rigidez na política monetária – ao criar um elevado diferencial entre a taxa de juros doméstica e a externa – é um dos fatores a contribuir para o expressivo processo de valorização do real, verificado a partir de 2003. Assim, o real é uma das moedas que mais se valorizaram recentemente: no ano de 2008, a taxa de câmbio média aproximou-se do valor verificado em 1999 (gráfico 6).



Fonte: Elaboração própria com dados do BCB.

Finalmente, a evolução das contas públicas tem sido fortemente influenciada pela política monetária. É inequívoco o impacto negativo da política monetária sobre as contas públicas: a despeito da obtenção de superávits primários robustos, da ordem de 4,0% do PIB, em média, verificaram-se déficits nominais entre 1,5% e 5,8% do PIB entre os anos de 1999 e 2008 (tabela 5). Ou seja, a despesa com o pagamento de juros da dívida pública foi, sistemática e consideravelmente, superior aos superávits verificados nas contas primárias do setor público. Nesse

5. É verdade que a economia brasileira não cresce de forma sustentável há cerca de três décadas. Não se pretende fazer uma discussão deste problema, cujas raízes não se limitam à política monetária.

sentido, tem ocorrido uma espécie de dominância monetária: a política monetária tem impactado fortemente e de maneira negativa as contas públicas (este ponto será mais desenvolvido no capítulo 7).

A dominância monetária é exacerbada por uma peculiaridade da dívida pública brasileira, a existência de títulos indexados à taxa básica de juros. As chamadas LFTs são títulos pós-fixados que evoluem de acordo com a taxa Selic. Na medida em que as LFTs constituem parcela relevante do estoque da dívida pública mobiliária federal interna – até ultrapassando a metade do total como, por exemplo, em dezembro de 2005, quando alcançou 52,0% –, a manutenção da taxa Selic em níveis muitos elevados resulta em um custo financeiro igualmente elevado: a despesa com o pagamento de juros da dívida pública foi, em média, igual a 7,4% do PIB, no período de 1999 a 2008, tendo alcançado o pico de 9,4%, em 2003 (tabela 5).

TABELA 5

Indicadores selecionados das contas públicas – 1999-2008

(Em % do PIB)

Ano	DLSP	Superávit primário	Despesa de juros	Déficit nominal
1999	44,5	3,3	9,1	5,8
2000	45,5	3,5	7,1	3,6
2001	48,4	3,7	7,2	3,5
2002	50,5	4,0	8,3	4,3
2003	52,4	4,3	9,4	5,1
2004	47,0	4,2	6,6	2,4
2005	46,5	4,4	7,3	3,0
2006	44,7	3,9	6,9	3,0
2007	42,7	4,0	6,2	2,2
2008	36,0	4,1	5,6	1,5

Fonte: BCB.

Resumindo, por um lado, uma elevação da taxa Selic gera um ganho de bem-estar relativamente pequeno: um aumento da taxa de juros tem impacto pouco expressivo sobre a inflação.

Por outro lado, uma ampliação da taxa Selic reduz o nível de bem-estar social, notadamente ao implicar uma redução do nível de atividade econômica – com um correspondente aumento no desemprego – e uma deterioração das contas públicas. Além disso, uma elevação da taxa Selic causa uma valorização do real que, ao prejudicar a competitividade do setor produtivo doméstico, desestimula as exportações, o que tende a deteriorar as contas externas e a comprometer, ainda mais, a atividade econômica. Em suma, a experiência recente indica que o balanço entre custos e benefícios da política monetária é, francamente, desfavorável.

5 CONCLUSÃO

A conclusão é que a política monetária tem imposto uma elevada taxa de sacrifício à sociedade brasileira. O custo de uma redução da inflação – dado por uma retração do nível de atividade, valorização cambial e uma piora nas contas públicas – tem sido muito alto. Desse modo, a política monetária tem constituído um obstáculo ao desenvolvimento do país.

A estabilização monetária – iniciada em meados de 1994, com o Plano Real – somente se concluirá de forma definitiva com a reversão da situação aqui descrita. A primeira fase desse processo – a eliminação da alta inflação crônica e a consequente estabilização dos preços – foi alcançada com sucesso há uma década e meia. Entretanto, o alto custo que a sociedade brasileira vem pagando com o RMI dificulta que essa conquista – uma das mais relevantes de nossa história econômica contemporânea – se torne perene ou politicamente sustentável.

Falta, ainda, a última etapa do processo de estabilização: a flexibilização da política monetária e a utilização de outros instrumentos de controle da inflação. A redução da taxa de juros para patamares mais próximos ao verificado no resto do mundo é o grande desafio a ser cumprido pela economia brasileira. Já não é mais suficiente controlar a inflação praticando as maiores taxas de juros do mundo. A política anti-inflacionária tem resultado em elevada taxa de sacrifício – medida não apenas pelo desemprego e o relativo desaquecimento da economia, mas, também, pelo enorme custo fiscal da política monetária. A estabilidade somente estará consolidada – tanto do ponto de vista econômico quanto político – quando o controle da inflação estiver associado a uma política monetária menos rígida e, portanto, sustentável. Daí a importância de se adotar uma nova estratégia de condução da política monetária, que seja compatível com o desenvolvimento do país.

REFERÊNCIAS

- BAILEY, M. J. Welfare cost of inflationary finance. **Journal of Political Economy**, v. 64, p. 93-110, 1956.
- BERNANKE, B. S. *et al.* **Inflation targeting**: lessons from the international experience. Princeton: Princeton University Press, 1999.
- BCB. Banco Central do Brasil. **Relatório de Inflação**, v. 1, n. 1, p. 89, jun. 1999a.
- _____. **Relatório de Inflação**, v. 1, n. 3, p. 102, dez. 1999b.
- FISCHER, S. **The role of macroeconomic factors in growth**. Dec. 1993 (NBER Working Paper, 4.565).
- LUCAS, R. E. Inflation and welfare. **Econometrica**, v. 68, n. 2, p. 247-274, Mar. 2000.
- MODENESI, A. M. **Regimes monetários**: teoria e a experiência do real. Barueri: Manole, 2005.

BIBLIOGRAFIA CONSULTADA

- ARIDA, P.; BACHA, E.; LARA-RESENDE, A. Credit, interest and jurisdictional uncertainty: conjectures on the case of Brazil. *In*: GIAVAZZI, F.; GOLDFAJN, I.; HERRERA, S. (Org.). **Inflation targeting, debt, and the Brazilian experience**: 1999 to 2003. Cambridge: MIT Press, 2003.
- CARVALHO, F. J. C. Controle de capitais e recuperação da iniciativa em política econômica. *In*: PAULA, J. A. de. **A economia política da mudança**: os desafios e os equívocos do início do governo Lula. Belo Horizonte: Autêntica, 2003. p. 235-244.
- _____. Teoria e política monetárias: uma visão pessoal sobre uma relação difícil. **Econômica**, v. 6, n. 2, p. 315-334, 2004.
- _____. Uma contribuição ao debate em torno da eficácia da política monetária e algumas implicações para o caso do Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 25, n. 4, p. 323-336, 2005.
- DELFIN NETTO, A. Déficit nominal zero. **Economia & Tecnologia**, Ano 1, v. 2, 2005.
- DEQUECH, D. Conventions, conformity, and deviation: a preliminary discussion. *In*: INTERNACIONAL POST KEYNESIAN CONFERENCE, 10., 2008. **Anais...** Kansas City, 2008.

ERBER, F. Development projects and growth under finance domination – the case of Brazil during the Lula years (2003-2007). **Review Tiers Monde**, 194, 2008a. No prelo.

_____. **The evolution of development conventions**. In: ISS CONFERENCE, 12. Rio de Janeiro: Instituto de Economia/Universidade Federal do Rio de Janeiro, jul. 2008b.

FIGUEIREDO, F. M. R.; FERREIRA, T. P. **Os preços administrados e a inflação no Brasil**. Banco Central do Brasil, 2002 (Trabalhos para Discussão, n. 59).

PARREIRAS, M. A. **A estrutura institucional da dívida pública brasileira e seus impactos sobre a gestão da política monetária: uma análise empírica do regime de metas para a inflação**. 2007. Dissertação (Mestrado) – Universidade Federal de São Paulo, USP, São Paulo, 2007.

PAULA, L. F. de.; OREIRO, J. L.; SILVA, G. J. C. Fluxos e controle de capitais no Brasil. In: SICSÚ, J.; OREIRO, J. L.; PAULA, L. F. de. **Agenda Brasil: políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços**. Barueri: Manole, 2003. p. 65-116.

PIRES, M. C. **Interação entre política monetária e fiscal no Brasil em modelos robustos a pequenas amostras**. Tese (Doutorado) – Universidade de Brasília (UnB), Brasília, 2008.

SAYAD, J. **Dívida pública: quarenta anos de frustrações**. A Dívida Pública no Brasil. Brasília: Câmara dos Deputados, 2005 (Cadernos de Altos Estudos, n. 2).

SICSÚ, J. Flutuação cambial e taxa de juros no Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 22, n. 3, p. 132-137, 2002.

_____.; OLIVEIRA, S. C. Taxa de juros e controle da inflação no Brasil. In: SICSÚ, J.; OREIRO, J. L.; PAULA, L. F. de. (Org.). **Políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços**. Barueri: Manole, 2003. p. 29-64.

CONFLITO DISTRIBUTIVO E INFLAÇÃO NO BRASIL: UMA APLICAÇÃO AO PERÍODO RECENTE

1 ASPECTOS TEÓRICOS DO DEBATE INFLAÇÃO DE CUSTOS *VERSUS* INFLAÇÃO DE DEMANDA

O debate sobre as causas da inflação é, certamente, tão antigo quanto a própria economia, ou dependendo da datação escolhida, vem desde quando os fenômenos econômicos passaram a ser estudados de forma sistemática. Já no século XVIII, James Steuart afirmava que os preços em geral subiriam e desceriam de acordo com os custos e com a competição entre produtores e nunca com base na quantidade de moeda (HUMPHREY, 1998). Essa abordagem teórica teve seu primeiro eco em termos de política econômica na virada do século XVIII para o XIX, quando se estabeleceu a polêmica a respeito das causas da inflação no período das guerras napoleônicas. Um grupo de economistas colocava a responsabilidade pela inflação da época nos problemas de safra, na ruptura do comércio internacional e, também, nas desvalorizações cambiais, ocorridas justamente por causa da guerra. Já seus adversários teóricos, tendo à frente ninguém menos que David Ricardo, defendiam que a inflação era causada pelo excesso de emissão monetária em consequência da suspensão da conversibilidade da libra em ouro.

Historicamente, ficam assim claramente demarcados os campos teóricos que desde então passariam a disputar a explicação para o fenômeno inflacionário: de um lado a abordagem de custos, que privilegia o comportamento dos componentes básicos de custos de produção, como salários nominais, taxas de juros nominais, câmbio e rendas/*commodities* e, de outro lado, a que destaca o papel do excesso de demanda causado pela generosa oferta monetária.¹

Ainda no campo da história econômica, outro momento em que a divisão entre dois campos de interpretação sobre inflação teve um reflexo muito grande na política econômica ocorreu durante a hiperinflação alemã do pós-Primeira Guerra Mundial.² Enquanto os aliados insistiam, inclusive através do relatório do comitê

1. Essa diferença ficará mais clara quando definirmos a dinâmica do comportamento das variáveis de custo segundo um paradigma teórico não ortodoxo.

2. Para uma breve resenha dessa reflexão, ver Bastos (2001).

de *experts*, que o processo hiperinflacionário era consequência do desequilíbrio fiscal e do descontrole monetário, as próprias autoridades alemãs identificavam no desequilíbrio externo, resultado da pressão das reparações de guerra oriundas do Tratado de Versalhes, a fonte de uma crise cambial de tal intensidade que terminou por gerar a hiperinflação. Obviamente, cada interpretação trazia implicitamente um conjunto de medidas de política econômica para combater a inflação. A interpretação quantitativista dos aliados tinha como medida principal de combate à inflação a redução do déficit público e, conseqüentemente, de seu financiamento monetário, enquanto os alemães defendiam a necessidade de renegociar os acordos do Tratado de Versalhes com uma substancial redução das reparações de guerra pagas aos aliados.³

O embate entre tradições analíticas sobre o fenômeno inflacionário, e suas implicações nas políticas anti-inflacionárias a serem adotadas, tem no pós-guerra um reflexo importante na América Latina com o surgimento do pensamento heterodoxo neste continente, ligado, principalmente, à Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (Cepal). Os economistas ligados à tradição cepalina passaram a se filiar à tradição da inflação de custos, ou seja, interpretavam que a elevação persistente de preços no caso da América Latina não poderia ser explicada, exclusivamente, pelo persistente excesso de oferta monetária, cuja origem seria um (também persistente) desequilíbrio fiscal. As formulações dos autores latino-americanos estão longe de se constituírem em um corpo teórico sólido e inteiramente consistente,⁴ mas tiveram o inegável mérito de fornecer uma alternativa analítica à ortodoxia quantitativista que se opunha ao processo de industrialização acelerada em curso desde os anos 1950 até a crise da dívida da década de 1980. Vale destacar também que esta não foi uma originalidade latino-americana; mesmo nos Estados Unidos a ideia de inflação de custos subsistiu por boa parte do século XX. Também nunca é demais lembrar, agora no *front* da política econômica, que, em 15 de agosto de 1971, o presidente Nixon decretou um congelamento total de preços e salários por 90 dias, posteriormente transformado em uma política de controle de preços que perdurou até o primeiro trimestre de 1974, adotando uma política que tem ligação inquestionável com um diagnóstico de inflação de custos. Mais curioso ainda é notar que tal medida contou com forte apoio não só popular como também dos políticos de sólida estirpe republicana. Ainda a respeito

3. É interessante notar a posição defendida por Keynes, como homem público, neste debate: ele apoiava a redução das reparações de guerra, mas explicava sua posição para a inflação segundo um mecanismo de causalidade bastante convencional. A razão para a hiperinflação seria o desajuste fiscal, mas este, por sua vez, era resultado do pagamento pelo Estado alemão das reparações de guerra.

4. Um exemplo de como nem sempre tal abordagem é inteiramente consistente pode ser encontrado na utilização generalizada da hipótese da existência de poupança forçada no Brasil nos anos 1950 e 1960, sendo que tal fenômeno ocorre justamente pela existência de um gasto em investimento que é superior à poupança agregada de plena capacidade, ou seja, a existência de um excesso de demanda generalizado na economia.

dos anos 1970, autores influentes como Alan Blinder⁵ defendiam que a aceleração da inflação do período, que chegou a patamares de dois dígitos, altamente atípicos para o padrão histórico da economia americana, poderia ser explicada por componentes de choques de custo e não por desajuste entre demanda e oferta. Os três componentes desses choques seriam os choques nos preços de energia, de alimentos e o processo de liberalização que se segue à experiência de controle de preços empreendida pelo governo Nixon entre 1971 e 1974.

Entretanto, a retomada conservadora/ortodoxa nos planos teórico e ideológico que se iniciou nos anos 1980 pendeu a balança analítico-interpretativa sobre o fenômeno inflacionário para interpretações e prescrições de política econômica, que, de maneira geral, se encontram no campo ortodoxo quantitativista. Alegou-se que essa perda de interesse em interpretações menos ortodoxas deve-se à dificuldade empírica de se distinguir entre uma inflação de custos e de demanda. Entretanto, este não é um bom argumento já que, independente das eventuais dificuldades empíricas inerentes a qualquer teste ou experimento econômico, é na distinção teórica entre as duas abordagens que se deve procurar sua diferença central.

Com fins didáticos, separaremos a análise em dois estágios, mas que, como ficará claro no decorrer deste capítulo, estão intrinsecamente relacionados.

Um ponto central que distingue as duas abordagens, tendo como referencial a abordagem ortodoxa ou quantitativista, seria o suposto caráter setorial, não agregado, da teoria da inflação de custos. Autores que seguem a tradição quantitativista (desde Hume no século XVIII até Friedman no século XX e seus herdeiros atuais) entendem que se alguns preços sobem em razão da elevação exógena de seus custos, quase automaticamente, outros terão que se reduzir mantendo o nível de preços agregados inalterado. Milton Friedman, quando criticou a ideia de inflação de custos originária dos choques dos anos 1970, afirmou que “as condições especiais que elevaram os preços de combustível e alimentos elevariam, também, o que é gasto com estes” (FRIEDMAN *apud* BALL; MANKIW, 2005, p. 161-162). Assim, enquanto esses preços se elevariam, outros, dada uma renda nominal, teriam que, obrigatoriamente, se reduzir em proporção idêntica. Dessa forma, para esses autores, a abordagem da inflação de custos pode ser no máximo uma teoria dos preços relativos, ou de alguns preços específicos, mas jamais dos preços agregados. O argumento da inflação de custos, por essa interpretação, é falacioso, ou seja, uma “confusão” entre preços relativos e absolutos (ou agregados).

5. Alan Blinder, além da experiência acadêmica, é professor de Princeton e publicou 17 livros, além de uma série de artigos, possui uma longa experiência como *policy maker*, tendo sido de 1994 a 1996 vice *chairman* do conselho de governadores do Federal Reserve System (Fed). Blinder também foi, de 1993 a 1994, membro do conselho de assessores do presidente Clinton (ver BLINDER, 1979, 1982).

Entretanto, esse tipo de afirmação revela, apenas, a incapacidade de tais autores de perceber diferenças centrais em abordagens analíticas distintas que coexistem no campo da teoria econômica.

A suposição por trás do argumento central dos críticos ortodoxos da teoria da inflação de custos é que a economia tende para, ou oscila em torno, da plena capacidade/pleno emprego.⁶ Assim, caso haja uma queda de poder de compra como resultado da elevação de preço em determinado setor, o excesso de oferta de outros setores (não ou menos atingidos por tais aumentos) levaria à queda de seus preços. Tais quedas compensariam, no agregado, as elevações, resultando numa taxa de inflação agregada inalterada.

Fica claro nessa discussão que os autores que acham que uma inflação de custos é apenas um fenômeno setorial supõem, ou melhor, seguem uma abordagem na qual qualquer excesso de oferta em algum mercado é eliminado pela variação nos preços, que é função inversa desse excesso de oferta.

Essa noção foi criticada de forma bastante radical tanto no nível empírico como no teórico.⁷ Há um grupo também muito grande de economistas, certamente maior que o de críticos radicais da ortodoxia econômica, que admite a existência de algum tipo de rigidez nominal, que impede o bom funcionamento do mecanismo supostamente “normal” de mercado. Apesar de não abandonar o referencial da teoria do valor marginalista ortodoxa, reconhece a existência de rigidez no mundo real, impedindo o seu perfeito funcionamento. A rigidez impede que haja uma redução de alguns preços na exata proporção da elevação dos outros e que tal compensação permita que demanda e oferta se equilibrem, sempre, ao nível de pleno emprego.

Mas se a economia não tende a um equilíbrio de pleno emprego através da variação dos preços, ou seja, uma vez que se abandona a abordagem marginalista (ou da Lei de Say no caso dos clássicos) da determinação do produto, é necessário se desenvolver uma teoria da determinação dos custos básicos de produção distinta do que impõe o equilíbrio de pleno emprego nos mercados de fatores através do mecanismo de substituição neoclássico ou do equilíbrio de plena capacidade da teoria clássica.

6. A distinção é que pleno emprego supõe que toda força de trabalho se encontra empregada ou que exista apenas um desemprego friccional natural em economias de mercado, enquanto plena ocupação da capacidade produtiva se refere à ocupação da capacidade produtiva instalada que pode, eventualmente, deixar parte da força de trabalho desocupada, uma vez que a tecnologia existente, dado o estoque de bens de produção, pode ser incapaz de ocupar toda a força de trabalho.

7. Os três principais autores contemporâneos que criticam a noção marginalista de que a economia tende ao pleno emprego e que esta tendência seja garantida pelo mecanismo de preços são John Maynard Keynes, Michal Kalecki e Piero Sraffa. Os dois primeiros propuseram um mecanismo alternativo de determinação do produto, o Princípio da Demanda Efetiva. Assim, o nível de produto e emprego seria determinado pelas decisões autônomas de gasto e não pela eliminação de eventuais excessos de oferta, seja de fatores de produção ou, em termos macroeconômicos, de poupança através da variação da remuneração dos fatores de produção ou da taxa de juros, respectivamente. Já Piero Sraffa demonstrou que as inconsistências lógicas na determinação do valor do capital impedem que o mecanismo de preços, através do princípio da substituição, seja capaz de levar a economia ao pleno emprego.

Neste ponto, é importante fazer uma distinção entre tais mecanismos de determinação, não marginalista, de preços e a ideia de choques de custo. Autores ortodoxos, como, por exemplo, Alan Blinder, consideram as elevações de preços de oferta que independem da interação entre oferta e demanda como choques exógenos. Por exemplo, a oscilação dos preços nos anos 1970 é explicada pelos supracitados choques de custos de alimentos, de energia e de “descongelamento/liberalização” (BLINDER, 1982). Mas essa é uma situação particular em que os preços se distanciam da *inflação normal* ou *baseline* sobre a qual a *inflação efetiva* tende a flutuar. Mesmo para esse autor, dados os fundamentos de sua análise, a inflação normal é determinada pelas forças fundamentais de equilíbrio de mercado de pleno emprego.

Assim, choques de custos são eventos aleatórios, ou não explicados pelas forças centrais da abordagem marginalista, quais sejam, os mecanismos de preços, que levam ao equilíbrio dos mercados através da eliminação de qualquer excesso de oferta. Em realidade, uma vez assumido o instrumental de uma Curva de Phillips expandida com expectativas adaptativas, por exemplo, os choques exógenos têm que ser aleatórios.⁸ Caso isso não ocorra, a inércia inflacionária causaria a perpetuação de tal choque por infinitos períodos subsequentes e teríamos um caso no qual existiria inflação permanente mesmo na ausência de qualquer excesso de demanda persistente no mercado de fatores, ou mais especificamente, no mercado de trabalho. Certamente, uma situação como essa estaria em desacordo direto com as formulações básicas ortodoxas para as quais inflação persistente é resultado de “muita moeda comprando poucos bens” e não uma persistente e irreversível inércia na economia.

Assim, fazendo-se essa importante distinção e seguindo uma teoria alternativa de determinação dos preços de produção, é necessário entender como se formam os preços básicos, ou custos básicos da economia, e como estes se relacionam para gerar um certo nível de preços agregados. Tais preços, ou custos centrais, são as variáveis distributivas básicas de uma economia aberta, quais sejam: os salários, os juros, a taxa de câmbio, os tributos e as rendas (que, no caso, acabam se expressando principalmente através dos custos das *commodities* básicas).⁹

Um exemplo histórico citado acima ilustra essa dinâmica de interação dos custos básicos de uma economia. Ao final da Primeira Guerra, os aliados impuseram

8. A Curva de Phillips na versão aceleracionista de Friedman-Phelps foi uma relação funcional proposta por autores monetaristas para relacionar diretamente excesso de demanda no mercado de trabalho e elevação dos preços, ou seja, uma relação teórica que explicitava o caráter da inflação como resultando de um excesso de demanda no mercado de fatores.

9. Supõe-se aqui que a extração de recursos naturais ou da produção agrícola incorpora uma renda aos proprietários das minas e terras, que pode, inclusive, variar com a qualidade e a produtividade de cada uma destas. A elevação do preço de uma *commodity* representará, então, tudo o mais constante, uma elevação da renda dos proprietários de tais recursos naturais. Na elevação do preço do petróleo, por exemplo, elevam-se as rendas pagas aos proprietários dessa riqueza ainda que, dado um preço único de venda, este valor seja diferenciado para cada produtor particular, com ganhos mais expressivos daqueles que possuem jazidas que produzem a custo muito baixo.

à Alemanha uma pesada carga de reparações de guerra. Para cumprir tais obrigações, pagas em moeda forte internacional, os alemães teriam que gerar expressivos superávits comerciais, hipoteticamente alcançáveis, apenas mediante fortes desvalorizações cambiais. Estas tornariam os produtos deste país mais competitivos nos mercados externo e interno (frente às importações). Entretanto, essa desvalorização teria como consequência uma redução do salário real, ocorrida como decorrência da inflação cambial. Os salários reais, por sua vez, já se encontravam deprimidos em virtude da inflação do período da guerra, o que gerava um processo de resistência, ou tentativas de reposição, por parte dos trabalhadores e dos sindicatos. O que temos aqui, então, não são propriamente “choques eventuais” de variáveis de custos e sim a mudança das condições estruturais de funcionamento da economia, e mesmo da sociedade, alemã colocando em andamento uma dinâmica aceleracionista dos preços.

Essa é uma dinâmica de preços que depende exclusivamente de movimentos dos custos básicos da economia como salários e câmbio e que, por contingências históricas específicas, apresentam valores virtualmente incompatíveis, ou irreconciliáveis, independente do maior ou menor nível de demanda na economia. Assim, passaremos a examinar mais de perto na próxima seção a questão da determinação e da dinâmica dos componentes básicos de custo na economia e como sua interação resulta num nível agregado de preços mais ou menos elevado.

2 DINÂMICA DOS CUSTOS EM UMA ABORDAGEM HETERODOXA

2.1 A determinação das variáveis de custos

A abordagem heterodoxa clássica do valor e da distribuição não possui uma visão unificada e consistente para a determinação dos valores de todas as variáveis centrais distributivas. Algumas variáveis, como os salários, parecem apresentar uma visão mais homogênea ou, pelo menos, não contraditória entre os autores não marginalistas, ainda que importantes distinções de ênfase e nuance estejam presentes entre estes. Num sentido analítico muito simples, a variável salário nominal é tomada como exógena, ou seja, como determinada exogenamente ao *core* da teoria do valor e preço e dependente de variáveis tanto econômicas quanto sociopolíticas. A dinâmica desta determinação pode ser mais ou menos complexa, envolvendo uma série de fatores que influenciam o poder de barganha dos trabalhadores. Este último depende da natureza das instituições e do arranjo político a cada momento histórico. A esses componentes se juntam elementos especificamente econômicos como as condições, mais ou menos aquecidas, do nível de atividade, resultando em maior ou menor desemprego na economia. O desemprego teria um impacto negativo sobre a posição de barganha dos trabalhadores, mas, como se observa historicamente, também pode ter um impacto indireto através da sua influência na evolução das próprias estruturas sociais e políticas relacionadas à determinação

dos salários na economia.¹⁰ Essas mediações são importantes, mas, seguindo a abordagem do presente trabalho, não caracterizam uma segunda etapa de ajuste entre salário e emprego como na teoria marginalista, na qual os salários cairiam até o nível compatível com o pleno emprego, eliminando o excesso de oferta no mercado de trabalho. Ou seja, nesta abordagem o mercado de trabalho seria mais um mercado onde seu equilíbrio estaria garantido pela variação de preços.

Ainda que reconhecendo a natureza complexa das relações sociopolítico-econômicas da determinação dos salários, para os objetivos deste trabalho, é necessário definir alguma relação direta ou funcional entre as variáveis econômicas e a dinâmica destas variáveis. Neste caso, o critério para a definição de análises concretas de curto prazo é basicamente empírico, ou seja, testam-se estatisticamente algumas variáveis que se relacionam teoricamente com a dinâmica do salário nominal. De acordo com a significância desses testes define-se o conjunto de variáveis relevantes. No caso dos salários, foram testados os impactos de algumas variáveis selecionadas sobre a variação dos salários nominais. Foram utilizados um indicador de índice de atividade, o hiato de aspiração, a inflação de preços passada, a variação nominal do salário mínimo (SM) e a própria inflação salarial defasada, como será visto na seção 3.

A segunda variável da formação básica dos preços é a taxa de juros. Há que se fazer aqui duas considerações importantes sobre ela: em primeiro lugar, a influência ou a participação da mesma em algum mecanismo de formação de preços; em segundo, definir teórica/empiricamente como e por quem os juros são determinados.

A abordagem a ser adotada neste capítulo é a do chamado canal de custo da política monetária.¹¹ A ideia básica por trás dessa abordagem é a de que as taxas de juros nominais são um custo de oportunidade para qualquer capital investido na produção, emprestado ou não. Assim, as taxas de lucro se moveriam em simpatia com as taxas nominais de juros ainda que, em situação normal, sempre em níveis

10. Na abordagem clássica a análise da relação entre o desemprego e o salário real é mais sofisticada do que uma relação mecânica inversa entre o poder de barganha dos trabalhadores e o desemprego (ver STIRATI, 2001). Em primeiro lugar, existem outros fatores sociopolíticos que afetam o poder de barganha dos sindicatos. Além disso, na verdade, é apenas uma parte do salário real que estará mais diretamente determinada pelo poder de barganha dos trabalhadores, que é a parte adicional ao salário de subsistência, podendo ser encarada como a parte do excedente que os trabalhadores vão conseguir barganhar em benefício próprio. O salário de subsistência, por sua vez, será determinado pelo padrão de vida de uma sociedade, sendo aquele que viabilize um nível de consumo mínimo necessário para os trabalhadores viverem em sociedade. Esse nível estabelecerá um mínimo abaixo do qual, em geral, nem mesmo os empregadores tenham interesse de ultrapassar. Em segundo lugar, na abordagem clássica o desemprego que afeta o salário real é o desemprego persistente enquanto variações de curto prazo podem não ter influência, de forma que os salários podem até apresentar padrão anticíclico. Um período longo de desemprego baixo pode causar um fortalecimento tal dos sindicatos que, mesmo que o desemprego volte a subir, o salário real não caia imediatamente e sim somente depois de um longo período. Nesse caso, pode ocorrer também um aumento do salário de subsistência com a incorporação de novos hábitos de consumo, que passaram a ser considerados "necessários" pela sociedade, de forma que um aumento do desemprego não irá diminuir o salário real além daquele novo "mínimo".

11. Para um resumo sobre os diferentes modelos de inflação que são compatíveis com essa abordagem, ver Lima e Setterfield (2008). Para uma apresentação original do argumento, ver Pivetti (1991).

mais altos, já que sobre a remuneração básica do capital há que se adicionar o risco particular e inerente a cada setor da atividade econômica.¹²

Assim, haveria uma relação positiva entre taxas de juros nominais e nível de preços, ou entre variação dessas e as taxas de inflação. De novo, seguindo este arcabouço teórico mais amplo, a definição de uma relação funcional/quantitativa entre juros nominais, via alterações do *mark up*, ou margem de lucro, nominal, e preços dependerá de características teórico-empíricas específicas desenvolvidas na seção três deste trabalho.¹³ Dentro deste fundamento teórico mais amplo é possível que, no que tange a considerações de curto prazo, tal relação não seja diretamente observada nos dados empíricos, como analisado na seção 3.

O segundo ponto relevante aludido antes diz respeito à definição das taxas de juros nominais. Adota-se aqui a hipótese de que a autoridade monetária é capaz de fixar de forma independente os juros de curto prazo e que os juros de longo prazo, relevantes para a discussão do custo de oportunidade do capital, seguem, em média, os movimentos da taxa de curto prazo, respeitado o fator de risco associado. As taxas de longo prazo refletiriam assim a percepção dos agentes econômicos sobre a trajetória da taxa de juros determinada pelo Banco Central do Brasil (BCB). Os agentes econômicos tentam antecipar os movimentos da taxa básica de acordo com as expectativas que formulam acerca da economia e, além disso, se ajustam, mais cedo ou mais tarde, aos seus movimentos não esperados, corrigindo eventuais erros de expectativas.

A próxima variável relevante para determinação dos custos normais de produção é a taxa de câmbio. O câmbio entrará como um fator de custo na equação de preço, influenciando os preços de insumos importados e *tradeables*. Para que seu valor possa ser utilizado numa equação de determinação de preços, é fundamental definir como esta variável é determinada, ou quais variáveis econômicas e quais relações funcionais entre tais variáveis determinam a trajetória do câmbio nominal. Mais uma vez, essa é uma pergunta que implica a combinação de hipóteses comportamentais teóricas e observações empíricas.¹⁴

O debate teórico e empírico da determinação da taxa de câmbio é um dos mais controversos dentro da economia. E aqui as divergências não se alinham se-

12. Vale lembrar que, seguindo a abordagem marginalista, haveria um sentido de causalidade inversa, ou seja, da taxa de lucro para a taxa de juros monetária nominal. A primeira seria determinada na sua taxa natural pela escassez do fator capital e a segunda no longo prazo seguiria a primeira. Desajustes persistentes entre a taxa natural e a taxa nominal causariam efeitos inflacionários/deflacionários sobre a economia e a autoridade monetária deveria perseguir a natural como meta de taxa de juros nominal, para manter a economia sem inflação, perto de sua taxa natural de desemprego.

13. Para uma avaliação sobre o regime de metas de inflação seguindo essa abordagem, ver Serrano (2010).

14. Vale a pena salientar que o nível do *mark up* pode estar diretamente relacionado ao patamar da taxa de câmbio, influenciando, por este canal, os custos de produção e, conseqüentemente, os preços.

gundo um critério de maior ou menor aproximação com a ortodoxia marginalista. Os testes empíricos, seguindo os supostos teóricos desta tradição, têm dado pouca sustentação aos mesmos. Com base em uma abordagem heterodoxa, é razoável afirmar que no longo prazo a taxa de câmbio vai representar o diferencial de custos de produção dos distintos países. Entretanto, para os propósitos deste capítulo, ou seja, a relação entre câmbio e inflação, deve-se levar em conta que a determinação da primeira variável no curto prazo é fortemente afetada pelas condições dos fluxos financeiros. A condição das contas externas e a inserção do país na economia internacional serão tomadas como dadas neste trabalho. Porém, testar-se-á como a parte dos fluxos que se destinam à renda fixa interfere na flutuação da taxa de câmbio, através das alterações na taxa básica de juros.

Finalmente, o último componente dos preços básicos da economia são as *commodities* ou, pensando em termos de variáveis distributivas, as rendas a serem pagas aos proprietários de recursos como terras e minas. É um desafio extremamente complexo tentar avançar alguma formulação teórica, expressa em uma relação funcional testável empiricamente sobre tais preços. Apenas a título de ilustração pode-se observar a amplitude na oscilação de curto prazo do preço do petróleo entre 2007 e 2009, ainda que supostamente, segundo vários autores, houvesse uma tendência subjacente de elevação. Assim, quando da análise de inflação tendo como foco o comportamento das variáveis de custo, a única estratégia viável a ser adotada é assumir certas trajetórias exógenas para os custos das *commodities* básicas, ainda que tais hipóteses apriorísticas busquem incorporar ao máximo as informações históricas recentes.

A relação entre preços de *commodities* e inflação é bastante direta e intuitiva: a elevação dos custos básicos das matérias-primas acarreta uma elevação dos preços na proporção em que tais insumos participem do total dos produtos. Além disso, os preços dos bens exportados também sofrem influência dos preços internacionais, seja porque se constituem de *commodities* (como o caso das *commodities* metálicas e agrícolas no Brasil) seja por causa da lei do preço único, que faz com que, pela opção de exportar em vez de vender no mercado interno, haja um ajuste dos preços, devido ao custo oportunidade de exportar.

2.2 A inter-relação entre variáveis de custo e a dinâmica inflacionária

Uma vez explicitada a formação das variáveis de custo e seu impacto nos preços, passa-se a entender como a dinâmica nominal dessas variáveis se relaciona e, de forma simplificada, como esta correlação afeta o nível geral de preços e o valor real das mesmas. Partindo da hipótese teórica de que o conflito distributivo, ou seja, a pressão pela elevação de cada uma das variáveis distributivas destacadas acima, esteja no centro do movimento ascensional dos preços, pode-se perceber que há uma relação inversa entre tais variáveis.

Inicialmente suponhamos, para simplificar, que numa economia fechada ocorra uma elevação do salário nominal. Tudo o mais constante, a elevação do salário nominal tem como consequência, num primeiro momento, tanto uma elevação dos preços (inflação) como dos salários reais (ainda que numa taxa menor que a elevação do salário nominal), e, mantidas as taxas de juros nominais, uma redução do *mark up* e câmbio reais. Esse resultado depende, deve-se ressaltar, da adoção da abordagem do mecanismo de transmissão monetária da inflação, ou seja, as firmas não podem elevar seus *mark up* nominais independentemente, e quando o fazem, seguem o custo de oportunidade do capital dado pela taxa de juros fixada pela autoridade monetária. Entretanto, essa é apenas uma situação de transição, já que à medida que os preços dos insumos mais elevados sejam incorporados à produção, novas rodadas de inflação irão ocorrer. Essas taxas de inflação serão, entretanto, cada vez menores até desaparecerem. À medida que o salário for elevado e aí mantido fixado em termos nominais, a inflação declinante que se segue reduzirá paulatinamente os salários reais aos seus valores iniciais, retornando a taxa de juros (e consequentemente lucros) reais ao seu nível original.

A pressão dos trabalhadores pela elevação dos salários nominais revela uma pressão deles pela elevação de sua remuneração real. Assim, poder-se-ia argumentar que os trabalhadores procurassem a cada negociação salarial elevar seus salários nominais, resultando numa elevação dos salários reais e uma taxa de inflação constante e menor que a elevação dos salários (logo resultando em ganhos reais para os trabalhadores) e perdas para os capitalistas.

Se no caso anterior o BCB quisesse evitar a queda dos lucros em razão da inflação, poderia elevar a taxa de juros nominal. Num caso hipotético em que o BCB acertasse a inflação futura, uma elevação nominal dos salários resultaria em uma taxa de inflação constante e nenhuma mudança na distribuição de rendas, ou seja, no salário e nos lucros reais.¹⁵

Suponhamos agora que a inflação nasça de um conflito distributivo não resolvido. Essa é uma situação em que as demandas das classes sociais sobre as parcelas da renda são incompatíveis. Nesse caso, pode-se supor que os trabalhadores incorporarão às suas demandas sociais, refletidas na elevação dos salários nominais, além de uma parcela nominal que procure antecipar a inflação futura, um componente de ganho real. Nesse caso a inflação futura elevar-se-á a um valor acima daquela que é esperada, implicando reações tanto dos trabalhadores quanto da autoridade monetária. Esse tipo de processo tem como resultado uma

15. Caso os juros nominais sejam corretamente ajustados à inflação, a taxa de variação do salário nominal será igual a esta última, gerando exatamente uma situação de inflação constante e manutenção da distribuição de renda com as três variáveis nominais (salários nominais, juros nominais e preços) crescendo à mesma taxa. Essa, aliás, é a hipótese usual dos modelos estruturalistas de inflação que assumem uma taxa de *mark up* real constante. As alterações dos salários nominais são assim inteiramente eliminadas pela elevação dos preços.

aceleração do processo inflacionário. A velocidade desse processo e os ganhos ou perdas incorridos por cada variável distributiva dependerão da velocidade relativa de reajuste nominal de juros e salários.

Examinemos agora o caso de uma economia aberta onde ocorra alguma mudança das relações de troca, ou seja, uma desvalorização cambial e/ou queda dos preços relativos do país frente aos preços externos.¹⁶ Tudo o mais constante, ou seja, mantidas as taxas de juros nominais e os salários nominais, o que irá ocorrer é um processo inflacionário que aos poucos irá arrefecer até se extinguir gerando, ao seu final, uma perda salarial e uma redução da relação dos termos de troca para um patamar inferior à situação pré-mudança das condições internas. Assim os termos de troca ficariam mais deteriorados que a situação pré-mudança, porém menos que os valores iniciais do processo.

Essa situação, entretanto, é uma hipótese teórica com sérias limitações para ser tomada como um resultado plausível do ponto de vista empírico. Em primeiro lugar, a relação de oposição entre deterioração dos termos de troca – seja em consequência de mudança dos preços exteriores seja pela desvalorização cambial – e salário real pode ensejar uma reação dos trabalhadores, insatisfeitos com sua perda salarial. Tal reação, que se materializaria numa pressão pela elevação dos salários nominais, pode gerar uma espiral inflacionária câmbio-preços-salários, e não uma solução de elevação apenas temporária da inflação, hipoteticamente apresentada anteriormente. Nesse caso, o processo efetivamente desencadeado por uma mudança nas condições externas vai depender tanto da dimensão dessa mudança (maior ou menor desvalorização dos termos de troca e/ou desvalorização cambial), como da maior ou menor insatisfação/poder de barganha dos trabalhadores, ou seja: o quanto as mudanças externas afastaram os salários dos trabalhadores dos patamares iniciais e a capacidade de reação dos trabalhadores dada sua insatisfação com relação ao novo nível de salário real. Novamente, para ilustrar esse caso, basta lembrar o exemplo dado acima da hiperinflação alemã no pós-Primeira Grande Guerra. Um conjunto de três fatores foram as principais causas de tal situação: a drástica alteração nas condições externas, os baixos níveis salariais *vis-à-vis* aqueles observados no período pré-Primeira Guerra e, finalmente, a instabilidade política na Alemanha, que não conformava um ambiente dos mais favoráveis à imposição de um componente de repressão às demandas do movimento trabalhista. O resultado de demandas distributivas tão inconsistentes foi um dos mais extremos casos de inflação já registrados na história. Drama semelhante, aliás, foi vivido pelos países da América Latina, e dramaticamente, no Brasil, na década de 1980. A crise da dívida (detonada com a moratória do México em 1982) desse período, que trouxe o fim do financiamento

16. Podem ocorrer também os dois fenômenos em simultâneo, sendo este até o caso mais plausível. A uma deterioração dos preços dos produtos exportados *vis-à-vis* os importados pode se seguir uma deterioração da balança comercial que, como consequência, pode gerar uma desvalorização cambial.

voluntário em dólares, representou uma mudança radical das condições externas para o continente, gerando como resultado uma onda quase sincronizada de altas/hiperinflações. Do mesmo modo que surgiram, essas inflações se foram nos anos 1990 com a volta do continente ao mercado financeiro internacional.

Até o momento, as variáveis distributivas foram tratadas tomando-se uma dada estrutura produtiva. Nessa estrutura se relacionam certo nível de salário e de lucros reais que, dado um nível de produtividade do trabalho, resultam numa determinada competitividade externa da economia.

Entretanto, num contexto dinâmico, entra em cena uma variável importantíssima para tornar possível uma eventual compatibilização entre demandas decorrentes de conflito distributivo latente: o crescimento da produtividade do trabalho.¹⁷ Tal crescimento permite que os trabalhadores tenham ganhos reais de salário, em consequência de elevações dos salários nominais, sem pressionar diretamente a taxa de lucro dos empresários. O mesmo vale para a variável câmbio: a combinação de ganhos de produtividade e a elevação dos salários nominais são compatíveis com a manutenção de uma taxa de câmbio nominal estável.

Conseqüentemente, uma forma possível de compatibilização de demandas distributivas incompatíveis seria exatamente a elevação da produtividade do trabalho que, de acordo com uma abordagem que segue a Lei de Verdoon, ocorre quando a economia apresenta taxas agregadas de crescimento elevadas, devido aos ganhos de escala, economias de aprendizado e externalidades positivas em geral, ou seja, essas variáveis caminham juntas com o próprio crescimento econômico. Nesse caso, o crescimento elevado não é apenas compatível com a estabilidade de preços, mas uma condição necessária para ele.

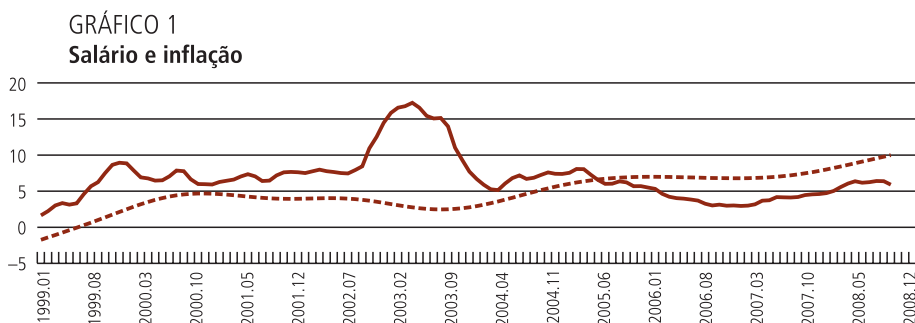
Finalmente, é importante destacar que as metas de taxas de juros nominais que têm papel central, tanto na dinâmica da inflação quanto na determinação da distribuição de renda da economia, também têm um papel decisivo na determinação da taxa de câmbio. Assim essa variável assume um caráter múltiplo ao influenciar tanto direta como indiretamente a distribuição de renda. Direta, através da referência que estabelece para o *mark up* nominal das firmas, e indireta ao influenciar a taxa de câmbio que por sua vez coloca em movimento um processo de elevação de preços. Esse movimento de elevação de variáveis nominais envolvendo câmbio, preços, salário e juros, como visto anteriormente, pode obedecer dois padrões: limitado, arrefecendo após certo período de tempo e implicando acomodação de perdas entre os agentes econômicos, ou persistente, tornando-se então inercial, e, finalmente, ascendente, gerando um processo de aceleração da inflação.

17. Historicamente o caso mais notável de um movimento como este se observou na chamada Era de Ouro do Capitalismo, na qual foram combinados alto emprego (e crescimento econômico), elevação dos salários nominais e baixíssima inflação graças a uma forte e persistente elevação da produtividade do trabalho. Esse notável exemplo histórico de alto crescimento dentro de um amplo pacto social, neste caso explicitamente na Europa, começou a se romper no final dos anos 1960, quando os salários nominais começaram a crescer a taxas superiores às da produtividade do trabalho.

3 INFLAÇÃO E SUAS COMPONENTES DE CUSTO NO BRASIL NO PERÍODO DE 1999 A 2008

3.1 Salário e produtividade

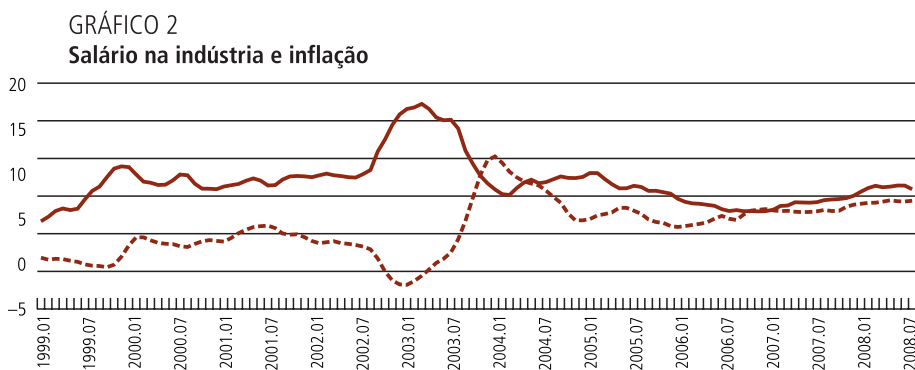
Desde o ano de 1999 até 2004, os salários nominais cresceram abaixo da inflação – medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) –, com média de 3,2% ao ano (a.a.). Somente a partir de 2005 a variação dos salários nominais ficou acima da inflação geral, passando a crescer 7,5% a.a. em média.



Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Elaboração própria.
 Notas: Os salários nominais foram obtidos a partir da série de rendimento médio habitualmente recebido pela população ocupada da Pesquisa Mensal do Emprego (PME). A série foi suavizada pelo filtro Hodrick-Prescott. Ambos os indicadores são variações acumuladas em 12 meses.

— Inflação ao consumidor (%)
 - - - Variação dos salários nominais (%)

Para o setor industrial, em particular, os salários nominais apresentaram recuperação a partir de 2003. Ainda assim, a evolução ficou continuamente abaixo da inflação ao consumidor, mesmo nos anos mais recentes.



Fonte: IBGE. Elaboração própria.
 Notas: Ambas as séries são variações acumuladas em 12 meses. Os salários nominais foram obtidos a partir da série de *Folha Salarial por Trabalhador da Indústria* da Pesquisa Mensal do Emprego na Indústria. Série suavizada pelo modelo Tramo-Seats.

— Inflação ao consumidor (%)
 - - - Variação do salário nominal na indústria (%)

Testamos o impacto de algumas variáveis sobre a variação percentual mensal dos salários nominais. Foram considerados a taxa de desemprego ou, alternativamente, um indicador de nível de atividade econômica (o excesso de capacidade produtiva), o assim denominado hiato de aspiração, a variação nominal do SM e a inflação passada como *proxy* para expectativa de inflação por parte dos trabalhadores. Devido à mudança metodológica realizada pela PME no cálculo dos salários, as estimativas ficaram restritas ao período de 2003 a 2008.

De acordo com as estimativas, os salários nominais apresentaram movimento pró-cíclico no período estudado. O indicador de atividade econômica se mostrou estatisticamente representativo: quando o nível de utilização da capacidade sobe 1 ponto percentual (p.p.) acima do nível médio, a variação dos salários nominais aumenta em cerca de 0,20 p.p. No caso específico do setor privado formalizado (empregos com carteira assinada), esse coeficiente é de 0,32. O impacto da taxa de desemprego sobre os salários também foi testado no lugar do indicador de atividade econômica. Tudo o mais constante, quando a taxa de desemprego aumenta em 1 p.p. os salários *diminuem* em 0,23 p.p. e os salários no setor privado formalizado diminuem em 0,33 p.p.

A produtividade na indústria (medida como a produção industrial por número de horas pagas) apresentou queda de crescimento, passando de 3,9% a.a., em média, de 1999-2003, para 3,0% nos anos seguintes. Essa desaceleração aconteceu mesmo com um aumento do ritmo de crescimento da produção industrial e se deveu ao crescimento do número de horas pagas, que passou de negativo para positivo (ver tabela 1). Dessa forma, a característica de crescimento com maior incorporação de mão de obra explica a pequena queda do crescimento da produtividade nos últimos anos.

TABELA 1
Produtividade do trabalho

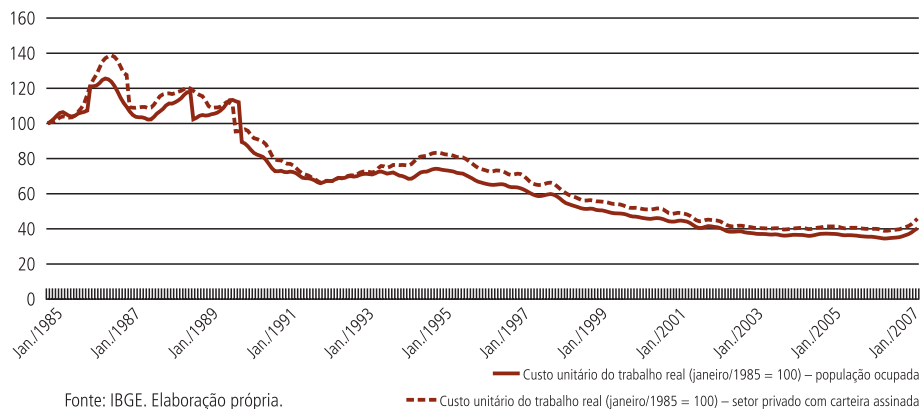
	Produção industrial	Horas pagas	Produtividade
	Taxa de crescimento (% a.a.)		
1999-2008	3,3	-0,2	3,4
1999-2003	2,1	-1,8	3,9
2004-2008	4,4	1,4	3,0

Fonte: IBGE. Elaboração própria.

Podemos considerar agora a evolução do poder de compra dos salários (salários reais) *vis-à-vis* a evolução da produtividade. O custo unitário do trabalho, variável que representa a razão entre o salário real dividido pela produtividade (ver a descrição no apêndice), apresentou queda desde 1999 até 2003. A partir de 2004 essa variável apresenta-se em patamar aproximadamente invariante. Isto significa que os salários reais do setor privado e público (ou mesmo somente dos trabalhadores de carteira assinada no setor privado) não acompanharam o crescimento da produtividade na indústria até 2003. De 2004 a 2009, contudo, eles cresceram

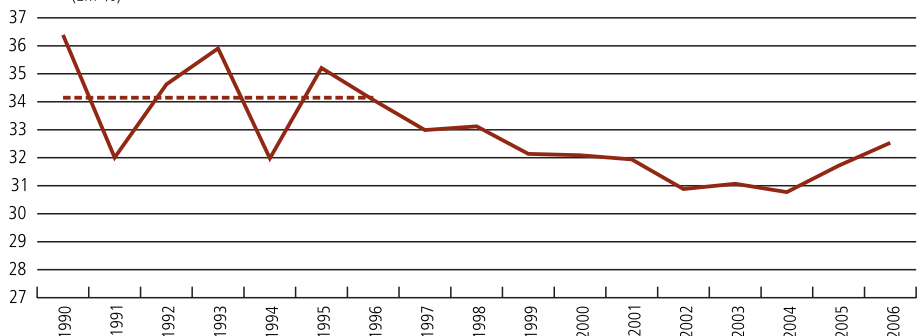
no mesmo ritmo. A análise retroativa a um passado ainda mais distante indica que esta variável está estabilizada, porém em um patamar baixo, especialmente quando comparada aos níveis de meados dos anos 1980.

GRÁFICO 3
Custo unitário real do trabalho



O custo unitário do trabalho, quando considerada a economia como um todo, é uma *proxy* para a parcela salarial na renda. É importante ressaltar algumas diferenças importantes entre essas duas variáveis. Em primeiro lugar, a parcela salarial, que pode ser medida pelas Contas Nacionais, leva em consideração o comportamento do Produto Interno Bruto (PIB) como um todo e não fica restrita ao setor industrial. Além disso, o PIB é medido como valor adicionado enquanto a produção industrial, não. Essa última diferença pode ser importante em caso de setores industriais verticalmente integrados.

GRÁFICO 4
Participação dos salários na renda
(Em %)



Não existem dados para a parcela dos salários na renda para antes de 1990 nem para os últimos anos (2007 e 2008). A comparação entre o comportamento dos dois indicadores só é possível, portanto, para o período 1990-2006. Nota-se que o indicador de custo unitário real apresenta queda bem mais intensa do que a parcela salarial. Essa parcela oscilou no patamar de 34%¹⁸ na primeira metade da década de 1990 quando iniciou queda até atingir 31% em 2002, voltando a se recuperar a partir de 2004.

Ainda assim, os dados apresentam algumas semelhanças: em ambos os casos, para o período de 1990 a 2006, 1990 é o ano de máximo e 1995 marca o início de uma trajetória de queda.

Independente da forma como é medido, o fato é que podemos caracterizar que, *grosso modo*, houve um aumento do hiato de aspiração dos trabalhadores (distância entre a parcela efetiva dos salários na renda e da parcela desejada pelos trabalhadores). Tal aumento do hiato de aspiração, contudo, não foi uma variável importante para a explicação da inflação salarial no período recente. As estimativas apontam que o coeficiente de resposta dos salários a variações do hiato de aspiração apresenta sinal contrário ao esperado, mostrando que o aumento do hiato de aspiração não pressionou para cima os salários nominais. Isso pode ser interpretado como um indício do baixo poder de barganha dos trabalhadores no período analisado, que não conseguiram pleitear aumentos salariais maiores, o que pode ser uma consequência de um longo período de baixo crescimento médio do emprego, iniciado na década perdida, 1980, que continuou baixo na década seguinte.

O SM, por sua vez, cresceu em termos reais no período como um todo (4,6% a.a., de 1999 a 2008), acelerando este ritmo a partir de 2003 (quando passa a crescer na média 6,6% a.a.).¹⁹ Contudo seus efeitos sobre os salários médios ainda não são visíveis, que decresceram em termos reais 1,6% a.a., de 1999 a 2008, e cresceram 2,3% a.a. no período mais recente (de 2003 a 2008). Os testes indicam que essa variável não é estatisticamente representativa para a explicação dos salários médios. Isso significa que a política de recuperação do poder de compra dos SMs não teve efeito considerável sobre os salários médios. Tal falta de representatividade estatística pode ser atribuída à pouca abrangência no mercado de trabalho e reduzido papel indexador do SM, embora tal fato não reduza a importância deste para a diminuição da pobreza e recuperação do poder de compra da aposentadoria de muitos brasileiros.

A inflação passada também não se mostrou uma variável importante na explicação dos salários nominais, confirmando a pouca relação entre essas duas variáveis observada a partir dos gráficos.

18. Esse número inclui apenas os salários dos trabalhadores empregados, não levando em conta, portanto, o rendimento dos trabalhadores autônomos.

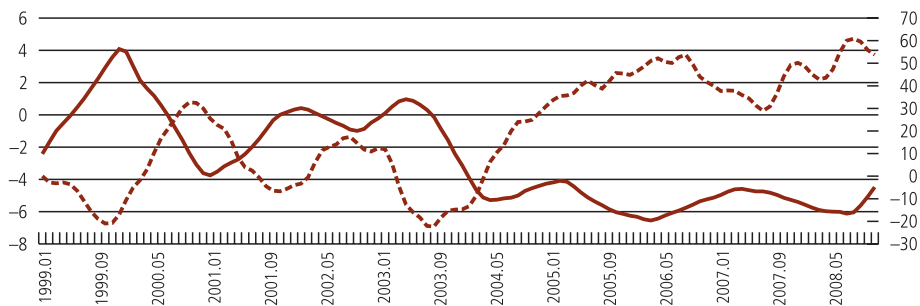
19. Essa taxa refere-se ao crescimento de dezembro de 2008 em relação a dezembro de 2002. O primeiro número foi obtido pela comparação entre dezembro de 1998 e dezembro de 2008.

A interação entre salários e inflação foi analisada de forma mais aprofundada a partir de um modelo para testar o impacto dos salários nominais sobre a inflação. Também nesse caso foi considerado o período de 2003 a 2008. Alternativamente, foram realizadas estimativas para o período de 1999 a 2008 a partir de uma série de salário que foi obtida pelo encadeamento da série antiga com a nova série (o procedimento está descrito no apêndice).

As estimativas confirmam a nossa percepção a partir da análise dos gráficos de que os salários não tiveram impacto de pressionar a inflação para cima no período de 1999 a 2008, pois a variação salarial não apresenta efeito significativo robusto estatisticamente nas equações da inflação, variando conforme o modelo e o indicador de salário utilizado.

Por outro lado, existe um fator fundamental para o entendimento do comportamento do valor real dos salários, que é a forte relação inversa entre salários reais e taxa de câmbio na maior parte do período pós-1999. Anos de valorização cambial foram acompanhados de crescimento dos salários reais enquanto anos de desvalorização cambial foram acompanhados de queda dos mesmos. Não é por outro motivo que os salários nominais aumentaram abaixo da inflação ao consumidor no período 1999 a 2004, conforme foi descrito acima, uma vez que houve duas grandes desvalorizações do real nesses anos. Por outro lado, os anos seguintes podem ser caracterizados por uma moeda doméstica valorizada, quando os salários apresentaram trajetória de crescimento mais acelerada. Tal relação inversa caracteriza uma importante dimensão do “conflito distributivo” da economia brasileira, que acontece entre aqueles cuja renda principal é o salário e aqueles cuja renda aumenta quando há desvalorização cambial, seja no âmbito do processo produtivo, seja devido a atividades puramente especulativas.

GRÁFICO 5
Salário e câmbio



Fonte: IBGE. Elaboração própria.

Notas: A série da taxa de câmbio foi suavizada através da média móvel 12 meses.

A série de salário médio real é o rendimento médio real habitualmente

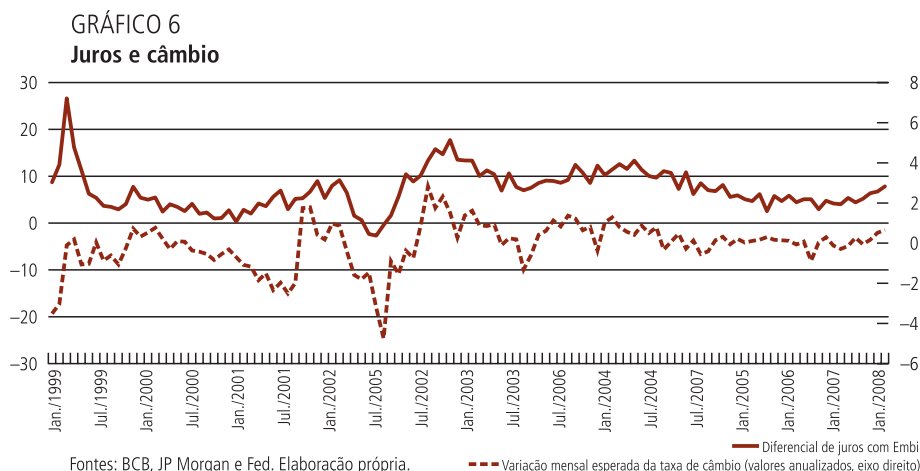
recebido da população ocupada. Foi suavizada através do procedimento Tramo-Seats.

--- Salário médio real (variação % em 12 meses)

— Taxa de câmbio (variação % em 12 meses)

3.2 Taxa de câmbio, taxa de juros e inflação

O comportamento da taxa de câmbio é fortemente condicionado ao comportamento da taxa de juros. Expectativas de variação cambial são diretamente afetadas pelo diferencial de juros, definido pela diferença entre a taxa básica de juros interna e a taxa básica de juros externa,²⁰ somado ao risco-Brasil. Cada 1 p.p. de aumento da taxa Selic aumenta a diferença entre a expectativa da taxa de câmbio para o mês seguinte em relação à taxa nominal observada no período corrente em 0,08 p.p., quando são mantidos constantes os outros fluxos de divisas – que não são diretamente afetados pelo diferencial de juros, como a conta-corrente e o investimento direto estrangeiro (IDE) – e capitais em renda variável, a taxa externa e o risco país. Esse aumento se dá como uma reação a uma valorização da taxa de câmbio no tempo corrente. Isso significa que a taxa de câmbio valoriza-se em 0,08 p.p. Essa relação é bastante sistemática e altamente representativa estatisticamente, como fica evidente no gráfico 6.



Variações na taxa de câmbio, por sua vez, são bastante significativas para a explicação da inflação. Mantidos os preços internacionalmente denominados em dólares constantes, um aumento de 10% na taxa de câmbio leva a um aumento de 1 p.p. da inflação.

Esses dois elos constituem-se no “canal de câmbio” da política monetária, que descreve, portanto, uma relação inversa entre inflação e taxa de juros: tudo o mais constante, quando a taxa de juros aumenta a inflação diminui por causa da valorização da moeda.

20. A taxa básica de juros da economia brasileira é determinada pelo Comitê de Política Monetária (Copom) do BCB. Ela consiste na taxa média dos financiamentos diários, com lastro em títulos públicos federais, apurados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), razão pela qual é conhecida como taxa Selic. A taxa básica de juros externa refere-se à *Fed Funds Rate*, que remunera os títulos de longo prazo do governo norte-americano.

O assim denominado “canal de custo” da política monetária também pode ser testado. Diferentes modelos que levam em consideração esse canal geram diferentes formas funcionais para a relação entre a inflação e a taxa de juros. A forma mais adequada, segundo os testes estatísticos, é aquela em que a variação da taxa de juros entra como determinante direto na equação da inflação. O resultado é que essa variável é significativa (tem coeficiente associado diferente de zero), exceto no ano de 1999, quando a taxa sofreu uma oscilação muito forte.²¹ O coeficiente de impacto de um aumento de 1 p.p. na variação da taxa Selic é um aumento da inflação em 0,45 p.p.

Porém, o teste de causalidade indica que as variações da taxa de inflação antecedem temporalmente variações na taxa de juros. Portanto, a relação positiva entre a taxa de juros e a inflação não pode ser caracterizada como efeito direto desse canal, mas sim da própria política monetária, que reage às alterações na taxa de inflação.

Nos modelos ortodoxos de política monetária, variações da taxa Selic se definem como resposta à distância entre a inflação esperada e a meta estabelecida pelo governo. Ainda que a inflação passada não entre explicitamente nesse tipo de equação, empiricamente é possível observar que expectativas de inflação são bastante influenciadas pelo comportamento da inflação no passado recente. Dessa forma, a própria política monetária é afetada pelo que aconteceu com a inflação.

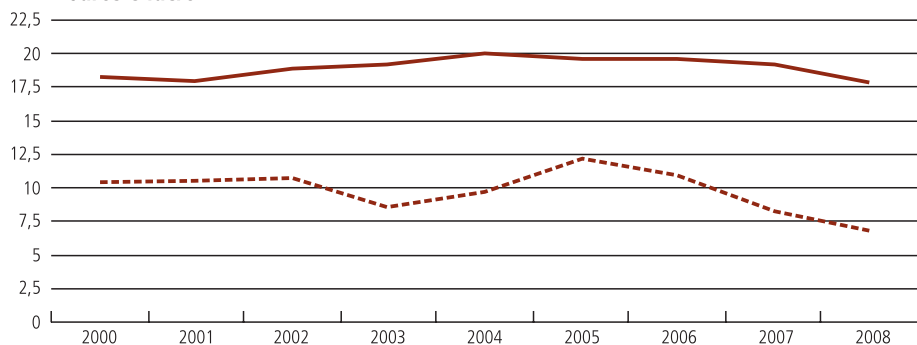
As estimativas da assim chamada Regra de Taylor na literatura confirmam nosso argumento. Muitos autores estimam que o coeficiente de resposta da taxa de juros à variação da inflação é maior do que a unidade no curto prazo, de forma que a taxa de juros reage fortemente a um choque inflacionário positivo (ver BARBOSA; SOARES, 2006). Outros autores enfatizam a falta de reação da política monetária em casos de períodos de inflação baixa, afirmando que o BCB incorporou a convenção de que há um elevado piso para a taxa Selic que não deve ser ultrapassado para baixo (MODENESI, 2008). De fato, em períodos de inflação baixa, sempre surgem no debate econômico aqueles que defendem uma diminuição da meta de inflação em vez de reduções mais significativas da taxa de juros.

De acordo com nossas estimativas, a consequência dessa reação da política monetária é que, tudo o mais constante, em média, pelo menos, cerca de 89,0% do valor real da taxa de juros são preservados diante de algum choque que eleve a inflação.

Entre 2000 e 2008, a taxa de juros real oscilou muito pouco, apresentando média de 9,8% e desvio-padrão de 2,2 p.p. (ver gráfico 7). Somente nos últimos dois anos (2007 e 2008) que apresentou trajetória mais consistente de queda, passando a oscilar num patamar de 7,5%. Como a taxa básica de juros define um piso para o valor das margens de lucro, conclui-se que a própria política monetária tem contribuído para a manutenção de um valor real das margens de lucro num prazo mais longo.

21. Devido a esse comportamento muito atípico, o ano de 1999 foi suprimido das análises estatísticas e, portanto, não influenciou os resultados apresentados.

GRÁFICO 7
Juros e lucro



Fontes: IBGE, BCB e Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea).

— Taxa real de lucro (%) - - - Taxa real de juros (%)

No gráfico 7 apresentamos uma *proxy* para a taxa de lucro real média da economia brasileira nesse período em termos anuais (a descrição do cálculo utilizado está no apêndice). Esta flutuou em torno de 19,0%, patamar cerca de 9 p.p. acima da taxa de juros. Os dados indicam que a taxa real de lucro flutua menos que a taxa real de juros; porém, ainda assim, parece compartilhar de tendência semelhante. Nos últimos anos, a taxa real de lucro diminuiu levemente, acompanhando a trajetória de queda da taxa real de juros.

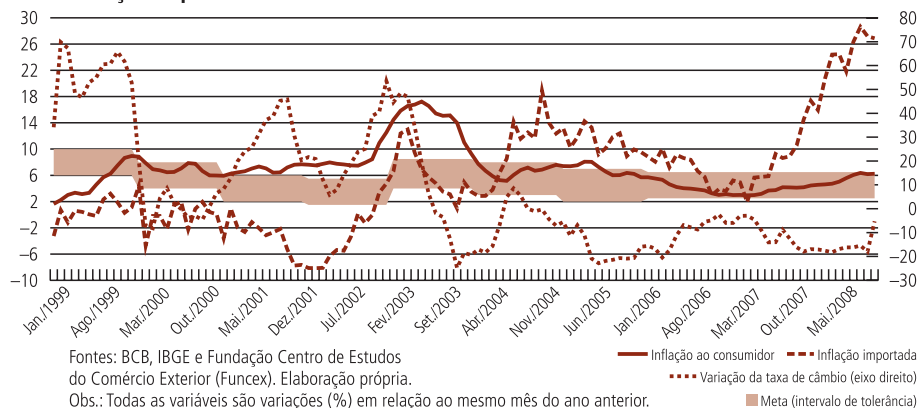
3.3 Preços internacionais

Os preços internacionais também se mostraram bastante significativos para a explicação das variações da inflação. Para dada taxa de câmbio, um aumento de 10 p.p. dos preços em dólares dos insumos importados aumenta a inflação em 1 p.p.

O gráfico 8 mostra a evolução do índice dos preços importados medidos em dólares, a taxa de câmbio e a inflação (com a meta representada pela área cinza). Em geral, pode-se verificar que de 1999 a 2003 a inflação foi pressionada pelas desvalorizações cambiais. Nesse período, até meados de 2002, os preços internacionais em dólares estavam em queda de forma que inflação importada estava negativa. A partir de então, a inflação importada iniciou uma trajetória ascendente e passou a pressionar a inflação doméstica.

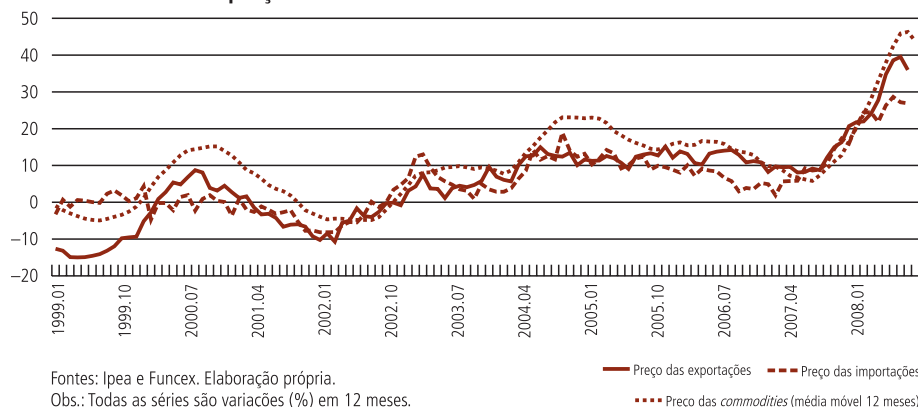
Dessa forma, *grosso modo*, o primeiro período pode ser caracterizado por uma inflação causada pelas variações cambiais enquanto o segundo por uma inflação causada por inflação importada. Enquanto um fator estava atuando em uma direção o outro atuava ao contrário, o que ajudava a não provocar uma aceleração da inflação. O único período em que os dois fatores atuaram conjuntamente foi final de 2002/início de 2003, o que explica o alto patamar da inflação alcançado ao longo do ano de 2003.

GRÁFICO 8
Inflação importada e câmbio



O gráfico 9 mostra que a inflação dos preços dos produtos exportados teve correlação positiva com a inflação importada. Os preços dos bens exportados seguiram a trajetória de longo prazo dos preços das *commodities*. Os preços dos bens importados, cujo conteúdo tecnológico é mais elevado, embora tenham se descolado em alguns anos e não sofram de volatilidade tão intensa, ainda assim, no agregado, não apresentaram comportamento de longo prazo (isto é, tendencial) tão diferente dos preços das *commodities*.

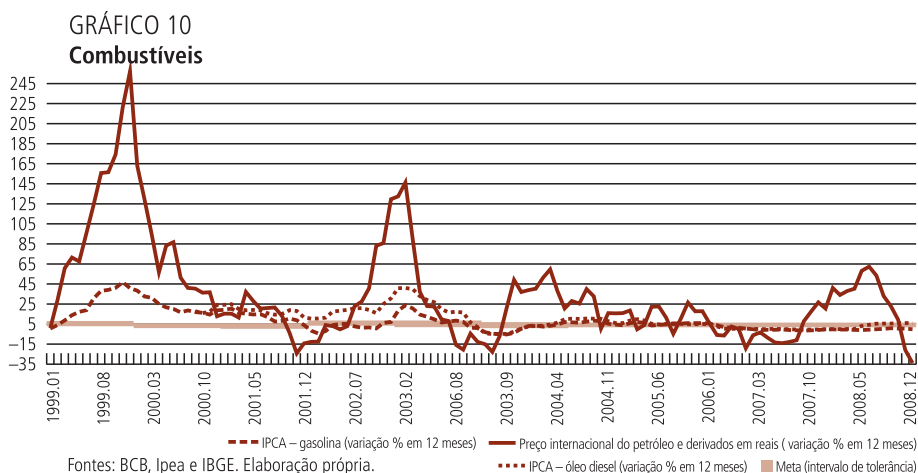
GRÁFICO 9
Commodities e preços dos bens transacionáveis



Como aconteceu com as *commodities* em geral, o impacto sobre os preços das variações do preço internacional do petróleo é intermediado pelas variações da taxa de câmbio quando convertido na moeda local. Os aumentos do preço internacional do petróleo de 1999 e, posteriormente, de 2002, foram exacerbados pela desvalorização do real. Em 1999, o aumento de 150% em dólares significou um

aumento de 250% em reais. Em 2002, a variação de 65% em dólares se transformou em uma variação de quase 150% em reais. Por outro lado, o aumento do período 2004-2006 e o mais intenso, em 2007-2008, foram parcialmente amortecidos pela valorização do real (diminuindo no primeiro caso do patamar de 40% para 20% e no segundo caso, de 60% para 40%).

Além disso, o impacto do preço do petróleo sobre a inflação também pode ser alterado de acordo com a política de reajuste da Petrobras e do governo federal. Um exemplo marcante disso ocorreu nos anos recentes, quando a variação de cerca de 40% do preço do petróleo em reais ocorrida em 2007-2008 não foi inteiramente repassada ao preço dos combustíveis. Os preços da gasolina e do diesel nas refinarias permaneceram inalterados desde o final de 2005 até maio de 2008, quando houve reajuste de 10% no caso da gasolina e 15% no caso do diesel. O impacto sobre o consumidor do reajuste da gasolina, no entanto, foi nulo (a componente gasolina do IPCA variou em 0,0% no acumulado em 12 meses, apresentando até mesmo leve queda nos anos de 2007 e de 2008 como um todo) uma vez que foi compensado pela diminuição do imposto sobre os combustíveis – Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (Cide). Já o abatimento da Cide sobre o diesel não teve o mesmo efeito; porém, ainda assim, a variação ocorrida a partir de maio de 2008, no acumulado em 12 meses, respeitou o limite superior do intervalo da meta de inflação (ver gráfico 10).



Naturalmente, dentro da perspectiva da teoria da inflação de custo, o preço dos combustíveis tem grande impacto sobre a inflação. O peso dos combustíveis no índice IPCA foi de cerca de 5,0% em 2008. Além disso, há o impacto indireto sobre o transporte público, nos custos dos fretes rodoviários e em todo o custo de transporte em geral (que, contando com os combustíveis, tem peso de cerca de

20,0% sobre o IPCA), com a ampla difusão de reajustes que pode provocar sobre todos os bens e serviços da economia em geral.

4 SUGESTÕES DE POLÍTICAS ANTI-INFLACIONÁRIAS

É inegável que o Plano Real, lançado em 1994, foi muito bem-sucedido em realizar seu objetivo, que era eliminar o regime de inflação alta e crônica. Hoje temos apenas taxas moderadas de inflação. Contudo, a atenção sobre o controle dessa variável continua sendo crucial para o sucesso de qualquer estratégia de desenvolvimento nacional. Há amplas evidências de que taxas de inflação superiores a 10% ou 15% a.a. criam riscos consideráveis para a estabilidade da economia. Esses riscos podem gerar um ambiente de desesperança empresarial, favorável à fuga de capitais e à retomada de regras de indexação.

Deve-se reconhecer que existe um amplo consenso anti-inflacionário na sociedade brasileira que, em certa medida, dificultaria a volta de um cenário de descontrole inflacionário. Mas consensos, para serem sólidos e duráveis, devem se apoiar em fatos objetivos, instituições seguras e estratégias político-econômicas bem definidas.

O governo tem buscado manter a inflação sob controle, delegando ao BCB a tarefa única de controlar essa variável. Para tanto, lhe concede autonomia para determinar a taxa de juros. A ideia é simples e o instrumento eficaz. Diante de um choque de oferta (uma elevação dos preços dos insumos importados, ou da taxa de câmbio), o BCB eleva a taxa de juros para impedir que o aumento de custos seja repassado aos preços. No curto prazo, uma taxa de juros elevada e permanente, como tem sido o caso brasileiro, permite que investidores obtenham ganhos muito maiores na aplicação de recursos no mercado financeiro do que na realização de investimentos em plantas e equipamentos, de sucesso muito mais incerto. Nas condições brasileiras, em especial, em que essas elevadas taxas de juros são pagas principalmente por títulos públicos, livres de riscos de mercado e liquidez, o investimento privado é particularmente prejudicado. Uma taxa de juros mais elevada reduz, portanto, a taxa de crescimento da demanda, via redução dos planos de investimento e, mesmo, da atividade produtiva.

A insuficiência de demanda pode constranger as decisões empresariais de reajuste de preços. Apesar de terem sofrido aumentos de custos, se a demanda é restrita pela política monetária, os empresários terão dificuldade de repassar o aumento de custos aos preços, comprimindo as margens de lucro. Porém, como mostramos na seção anterior, o que aconteceu ao longo do período de vigência do Regime de Metas de Inflação foi uma preservação das margens de lucro mesmo diante dos choques de custos – pressionados em determinados anos por elevações da taxa de câmbio e, em outros, por elevações dos preços internacionais em dólares (afetando o preço dos insumos importados e o preço de alguns produtos exportados e que são também vendidos no mercado interno).

Foram os salários que acomodaram tais choques na maior parte do período. Somente a partir de 2006 que os salários nominais reagiram a aumentos da inflação. Porém, não pressionaram a inflação ainda mais para cima, de forma a causar uma espiral positiva entre preços e salários, porque cresceram em termos reais, quando muito, no ritmo de crescimento da produtividade.

São esses aumentos da produtividade, e o fato de os salários nominais não terem conseguido recompor patamares mais elevados de parcela salarial na renda que vigoravam no passado, os fatores principais que explicam por que a inflação não teve uma tendência a acelerar no Brasil no período do Regime de Metas de Inflação. Apenas no período entre 2002 e 2003 a inflação apresentou um comportamento altista com maior velocidade. O que ocorreu nesses dois anos foi uma pressão tanto por parte dos preços internacionais denominados em dólares quanto da própria desvalorização cambial.

O que acontece, não é demais repetir, é que a política monetária anti-inflacionária opera não somente pela redução da taxa de crescimento da demanda. A taxa de juros elevada também atrai capitais financeiros para o país, o que valoriza a taxa de câmbio. Uma taxa de câmbio valorizada também contribui para manter os preços sob controle. Primeiro, porque reduz o preço de insumos importados. Segundo, porque facilita as importações de produtos que concorrem via preços com os produtos domésticos (tal como ocorreu durante os primeiros anos do Plano Real). Em terceiro lugar, porque reduz a demanda externa dos setores exportadores, o que, por sua vez, reduz a sua demanda interna devido à redução de compra de insumos nacionais e a diminuição do número de trabalhadores contratados. Finalmente, as tarifas públicas que foram parcialmente indexadas ao dólar americano, como parte do processo de privatização da década passada, sofrem menor pressão à alta quando a moeda doméstica é valorizada.

O instrumento utilizado é, portanto, eficaz na obtenção de seu limitado objetivo: manter a inflação brasileira nos patamares desejados. Os custos dessa estratégia, no entanto, têm sido muito elevados e, provavelmente, continuarão a sê-lo, porque a política aplicada sobrecarrega a taxa de juros como instrumento. Ao tratar toda pressão inflacionária como um problema de demanda agregada, a política ataca de forma inadequada as pressões de custos pelos seus resultados em vez de atacar suas raízes.

A utilização de instrumentos mais variados de combate à inflação pode, assim, reduzir a responsabilidade da taxa de juros na repressão às pressões inflacionárias. Com isso, poder-se-ia promover elevações mais moderadas da taxa de juros, implicando menor redução da taxa de crescimento da demanda, menor desemprego e uma taxa de câmbio que não prejudique a competitividade dos produtos internamente produzidos.

Se, por um lado, a taxa de juros pode e deve ser utilizada em situações emergenciais como instrumento anti-inflacionário, por outro, deve ter sua importância bastante reduzida em um cenário que exiba uma arquitetura mais ampla, permanente e consistente de busca da estabilidade de preços (ver SICSÚ, 2003). A inflação deve ser mantida sob controle através da utilização de diversos mecanismos como, por exemplo: *i*) a proibição de contratos de indexação de preços (particularmente, as tarifas públicas); *ii*) a utilização de políticas indicativas de distribuição de ganhos de produtividade entre o capital, os consumidores e os trabalhadores; e *iii*) a implementação de políticas tarifárias para a contenção do impacto de variações dos preços internacionais do petróleo e seus derivados.

O cuidado com a inflação deve ser meticuloso. Cada item deve ser analisado a cada momento e políticas anti-inflacionárias específicas para cada foco devem ser desenvolvidas com o objetivo de constituir um leque de instrumentos que devem, ao longo do tempo, formar a base de uma arquitetura de estabilidade monetária. O desenvolvimento, a aplicação e a avaliação de desempenho desses instrumentos são tarefas permanentes. Este leque de instrumentos deve ser desenvolvido tanto para manter a estabilidade de preços livres como a dos preços administrados.²²

4.1 Políticas de estabilização de preços administrados

Os preços administrados exerceram uma forte pressão sobre a inflação ao consumidor até 2005, especialmente devido ao preço dos combustíveis, da energia elétrica e das tarifas de telefonia.

Pelas regras impostas durante o processo de privatização, que tentavam preservar o valor das receitas em dólar dos novos proprietários, alguns desses itens acabaram por atrelar esses preços de uma forma indireta aos movimentos da taxa de câmbio. Tais regras permitiram que esses preços tivessem reajustes muito acima da média da inflação durante o período de desvalorização cambial. Esse aumento pode ser caracterizado por uma “inflação de grau de monopólio” e refere-se ao lucro acima daquele que ocorre sob condições de concorrência.

Especificamente, no caso da energia elétrica uma parcela da componente da fórmula de reajuste (encargos tarifários) foi referenciada ao Índice Geral de Preços do Mercado (IGP-M), que é mais sensível às variações cambiais do que o IPCA. A influência da variação cambial é sentida também de forma direta, uma vez que a energia gerada

22. Preços administrados são aqueles cuja sensibilidade a movimentos de oferta e demanda é praticamente nula, insensíveis, portanto, a variações da demanda induzidas por mudanças na taxa de juros. Esses preços variam, por exemplo, de acordo com cláusulas contratuais de indexação ou quando autorizados por esferas do governo. Incluem alguns impostos e taxas – Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA), Imposto sobre a Propriedade Predial e Territorial Urbana (IPTU) e taxa de água e esgoto – e as tarifas dos serviços de utilidade pública (telefonia, energia elétrica, planos de saúde e pedágios). Além disso, incluem também itens sujeitos a acompanhamento por parte de órgãos do Estado, como medicamentos, passagens aéreas e derivados de petróleo.

por Itaipu é determinada em dólares. Em 2004, ocorreu uma mudança do marco regulatório, de forma que racionalizou a compra da energia pelas distribuidoras pelo preço mais baixo disponível no mercado, através de leilões, evitando que distribuidoras comprassem ao preço cobrado por usinas termelétricas com ela relacionadas.

Além disso, para os leilões de energia nova o indexador de reajuste passou a ser o IPCA. Tais mudanças se fizeram sentir a partir de 2006, uma vez que em 2005 houve um reajuste extraordinário justificado pelo repasse de componentes financeiros (o chamado passivo regulatório).

Cabe ainda ressaltar que a redução da variação no índice de energia elétrica do IPCA coincidente com o início da alteração no marco regulatório foi uma evidência de que a estratégia de investimento em hidrelétricas (mesmo a fio d'água) é claramente superior à de termelétricas, pois evita o custo marginal mais elevado. Como nesse exemplo, a opção por tecnologias adequadas nas estratégias de desenvolvimento do governo pode se tornar políticas auxiliares no combate à inflação.

No caso dos contratos dos serviços telefônicos, houve uma alteração na regulação em janeiro de 2006, depois do vencimento em 2005 dos contratos das empresas privatizadas. A primeira mudança foi a substituição do Índice Geral de Preços-Disponibilidade Interna (IGP-DI) por um Índice de Serviços de Telecomunicação (IST), composto por uma combinação de outros índices, dentre eles o IPCA, o Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC), o IGP-DI e o IGP-M. A mudança do índice atuou no sentido de amortecer as fortes oscilações do IGP-DI e foi benéfica especialmente no ano 2008 quando o IGP-DI aumentou 11,2%, o IPCA, 5,9% e o IST, 6,6%. Além disso, a Anatel alterou a regulação, no momento da reformulação contratual, no sentido de redução do teto tarifário. A parcela denominada *X* passou da regra *price-cap* para uma regra (denominada *yardstick competition*) de repasse parcial da produtividade, de forma que parte dos ganhos seja também compartilhada com os consumidores.

A alteração contratual foi refletida nos preços. O grupo de comunicações do IPCA mostrou uma clara mudança de comportamento nos meses de reajuste (julho) a partir de 2006. A partir desse ano, a variação do índice ficou muito aquém da meta inflacionária.

Desta forma, nesses setores as seguintes linhas gerais devem nortear a elaboração de novos contratos ou futuras revisões contratuais: *i*) a preferência por regras de indexação baseadas nas variações de índices setoriais próprios, que reflitam corretamente a composição dos custos; *ii*) os custos devem ser recompostos apenas parcialmente para que haja permanente estímulo ao controle de custos por parte das empresas; *iii*) ganhos de produtividade devem ser utilizados para compensar eventuais elevações específicas de custos e/ou para reduzir tarifas; e *iv*) planos de

investimentos bem definidos poderão ter como fonte parcial de financiamento o aumento do *mark up*, ou seja, o aumento de tarifas.

No caso dos combustíveis, a experiência recente mostra também que a combinação de autossuficiência em petróleo, combinada à propriedade majoritariamente estatal da Petrobras, adiciona um grau de liberdade à política anti-inflacionária brasileira. Este componente esteve ausente, por exemplo, nas crises dos anos 1970 e início dos anos 1980 com impactos graves sobre a trajetória da inflação nesses períodos. A atuação da Petrobras no sentido de estabilizar o preço do combustível, mesmo num ambiente internacional altamente especulativo e volátil, foi extremamente eficiente, ainda mais se lembrarmos que a política de metas de inflação brasileira tem como indicador a inflação cheia e não apenas o núcleo (*core*) – índice de preços expurgado dos efeitos de preços voláteis como combustíveis e alimentos.

Aliado a essa política, a flexibilização da cobrança da Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (Cide) combustível é uma demonstração de que a política tributária também pode ser utilizada como política auxiliar no combate à inflação. Uma mudança tributária no sentido de tornar a sistema mais progressivo, diminuindo a carga dos impostos indiretos substituindo-os por um peso maior relativo dos impostos diretos, pode contribuir para a estabilidade dos preços.

No caso do setor de transporte, os reajustes de tarifas de ônibus urbanos são estabelecidos por autorizações concedidas pelas prefeituras municipais. São levados em conta o custo da distância percorrida e o número médio de passagens por quilômetro. O custo do quilômetro rodado seria calculado a partir de um conjunto de custos, como o de combustível, com pessoal, de desgaste de peças etc. Para o cálculo do IPCA é feita uma coleta de variação de valores de tarifas de ônibus em 11 capitais: Recife, Fortaleza, Belém, Curitiba, Salvador, São Paulo, Belo Horizonte, Rio de Janeiro, Goiânia, Porto Alegre e Brasília.

É bem possível que, nas grandes cidades brasileiras, o maior número de veículos motores transitando nas ruas, o que gera engarrafamentos de grandes proporções, esteja reduzindo a produtividade média do transporte de ônibus (além do surgimento do transporte coletivo informal). Nessas condições, o investimento público federal e/ou a abertura de linhas especiais de crédito de instituições financeiras públicas para sustentar o investimento a ser realizado por estados, municípios e pelo próprio setor privado, especialmente para a construção de rodoanéis e metrô, visando o fim dos engarrafamentos, representam não apenas medidas de aumento de bem-estar da população a médio e longo prazo, como também medidas de redução de pressões inflacionárias. O fim dos engarrafamentos aumentaria os ganhos de produtividade do setor que poderiam ser divididos entre trabalhadores, consumidores e empresários. Somente com investimentos maciços haveria aumento da produtividade

e, posteriormente, uma pressão favorável à manutenção da estabilidade dos preços das tarifas do transporte de ônibus, devido à redução do custo médio do quilômetro rodado.

Ademais, para esse segmento, devem ser elaborados índices próprios em cada cidade que orientem a negociação do poder público local. O reajuste anual de tarifas deveria ser com base nas seguintes linhas: *i*) custos devem ser recompostos apenas parcialmente para que haja permanente estímulo ao controle de custos, como no caso dos setores de energia e telefonia; *ii*) ganhos de produtividade devem ser utilizados para compensar eventuais elevações específicas de custos e/ou para reduzir tarifas; e *iii*) planos de investimento (renovação da frota, por exemplo) poderão ter como fonte parcial de financiamento o aumento do *mark up*, ou seja, o aumento de tarifas.

No caso do transporte de carga, o custo médio vigente no Brasil ainda é considerado muito alto para padrões internacionais. A melhoria das malhas rodoviária e ferroviária e a ampliação dos portos são imprescindíveis para a geração de importantes ganhos de produtividade e consequentes reduções nos custos de transporte e distribuição dos produtos agrícolas e industriais. Assim como no transporte nas cidades, somente um grande aumento dos investimentos é que poderá trazer ganhos de produtividade para este segmento.

4.2 Políticas de estabilização e a importância dos ganhos de produtividade

Nas primeiras seções deste capítulo, apresentamos a possibilidade teórica da inflação como um fenômeno ligado a pressões de custo, considerando a formação destes não diretamente vinculados à obtenção de um equilíbrio de pleno emprego ou de plena capacidade da economia.

Essa plena capacidade/emprego, ou produto potencial máximo, quando apresentada em termos dinâmicos, tem como representação uma taxa de crescimento máxima ou um valor supostamente “sustentável”, no sentido de ser não inflacionário.

Uma leitura estática ou dinâmica da análise teórica tradicional leva sempre à interpretação de que a elevação dos preços surge como um fenômeno de excesso da demanda sobre a capacidade produtiva máxima da economia. Segue diretamente deste referencial teórico uma política de combate à inflação com linhas gerais bem definidas: qualquer desvio da trajetória de crescimento, ou do nível de produto potencial, deve ser imediatamente combatido com as necessárias medidas monetárias contracionistas.

Entretanto, dentro de uma abordagem que tem o princípio da demanda efetiva como elemento analítico central para explicar o nível de produto no curto prazo e

sua taxa de crescimento no longo, existe uma flexibilidade no sistema econômico suficiente para fazê-lo transitar na direção de uma taxa de crescimento mais elevada via aceleração do investimento e uma reação endógena da poupança.

Assim, uma vez que se interpreta a inflação como um fenômeno primordialmente ligado a pressões de custo e não a excesso de demanda, não há nenhuma razão teórica em se associar inflação a crescimento mais acelerado da economia no longo prazo. Deste diagnóstico diverso, seguem-se outros remédios, ou medidas preventivas, para evitar que surjam pressões de custos, que não a contenção de demanda.

Nunca é demais lembrar que a inflação é indesejada por várias razões, sendo a principal delas a possibilidade real de resultar em uma redução das rendas contratuais, entre as quais a mais importante é o salário.

Como visto nas seções teóricas, as fontes de pressão podem advir da evolução das principais variáveis nominais, como câmbio, salário, juros e preços das *commodities*. A manutenção e/ou ampliação deste estímulo inicial estará ligada à dinâmica de interação entre tais variáveis.

Na parte empírica deste estudo, mostramos que a inflação brasileira nos últimos anos foi determinada principalmente pela evolução da taxa de câmbio e dos preços dos insumos importados em dólares, enquanto os salários não tiveram papel de pressão sobre os custos. Mostramos também que alterações na taxa de juros surtiram efeito sobre a inflação através principalmente das alterações que provocaram sobre a taxa de câmbio e que o valor real das margens de lucro permaneceu preservado.

Uma vez que isto é observado empiricamente, podemos levantar alguns cenários em que a devida e permanente preocupação com a questão inflacionária não se choca com uma ênfase na aceleração do processo de desenvolvimento econômico.

Inicialmente, vale reforçar a ideia de que, apesar de pró-cíclico, o comportamento do salário na economia brasileira tem sido relativamente moderado. Em termos econômicos isto significa que a política de controle de demanda pode ser mais flexível, na medida em que uma diminuição da taxa de desemprego, ou aumento do emprego associado a um maior nível de produto, teria uma reação limitada em termos de pressão de custos. Além do mais, a trajetória salarial no período estudado aponta para a existência de um razoável espaço de recuperação da parcela salarial na renda.

Deve-se destacar que em modelos que explicam o crescimento econômico através do princípio da demanda efetiva (ou modelos keynesianos/kaleckianos) é natural que exista uma oscilação do nível de atividade econômica em torno de algum nível normal desejado. Esse nível se situa, na indústria, em torno de 80%

da capacidade instalada, ou seja, na média entre períodos de aceleração e desaceleração da atividade econômica a demanda ocuparia cerca de 80% da capacidade máxima produtiva. A operação abaixo do máximo é uma característica desejada pelos produtores que assim contam com uma capacidade ociosa planejada para fazer frente, exatamente, a eventuais elevações da demanda agregada. Logo, em períodos de aceleração do crescimento é inelutável que tal utilização da capacidade ociosa se eleve. No mecanismo normal de crescimento econômico puxado pela demanda, o próprio investimento, ao reagir a maior demanda, cria capacidade produtiva mais elevada em períodos seguintes. Porém, no período em que é realizado, o crescimento econômico se constitui em um elemento de elevação da demanda sobre uma capacidade produtiva dada.

Assim, uma reação automática de política monetária contracionista, frente à elevação da utilização da capacidade produtiva nessa fase de aceleração da demanda, com objetivo de combater uma suposta inflação de demanda, pode abortar um processo de crescimento econômico de longo prazo. A não compreensão do fenômeno do crescimento econômico como dependente do comportamento de demanda pode terminar por travar o próprio processo de crescimento, já que este, através do efeito da demanda sobre crescimento do investimento, leva inexoravelmente, no curto prazo, a uma elevação da utilização da capacidade produtiva. Particularmente, no caso brasileiro onde a resposta do custo do trabalho é moderada em relação ao crescimento da demanda, a pressão de custo de uma aceleração do crescimento tende a ser bastante limitada.

Se, por um lado, o crescimento não causa, segundo as observações empíricas, grande pressão inflacionária, por outro, pode servir, no longo prazo, para absorver tal movimento altista de certos custos, caso se manifeste. Crescimento econômico elevado *per capita* duradouro reflete, normalmente, ganhos de produtividade do trabalho. Tais ganhos podem absorver elevações do salário nominal sem pressionar a margem de lucro das empresas, tendo o efeito adicional benéfico de reforçar a formação de um mercado de consumo mais amplo. O alargamento da demanda agregada permite a captação de ganhos de escala e de aprendizado, melhorando o próprio desempenho das empresas. Vale repetir que esta não é apenas uma construção teórica plausível, tendo sido a marca registrada do crescimento europeu nas décadas de 1950 e primeira metade de 1960. Mesmo nos dias de hoje, pode-se registrar no caso da China uma economia de alto crescimento, baixa inflação e, recentemente, expressivos ganhos salariais.

Finalmente, crescimento econômico que leve a ganhos de produtividade é crucial para ganhos de competitividade externa. Só assim é possível combinar estabilidade cambial, fundamental para a estabilidade de preços, e crescimento salarial.

Até este ponto tratou-se a questão do crescimento e da inflação de uma maneira macroeconômica, ou seja, da compatibilidade ou mesmo da complementariedade de crescimento e baixa inflação, dadas certas condições sobre mercado de trabalho/conflito distributivo e do cenário e posicionamento externo da economia brasileira (termos de troca e financiamento). Entretanto, esse processo virtuoso também depende de estratégias microeconômicas adequadas, tais como: políticas industriais específicas, políticas de incentivo à inovação tecnológica, políticas de garantia de acesso ao crédito pelas empresas e o investimento em infraestrutura. Mais uma vez, estas políticas fundamentais só são possíveis através de uma intervenção estatal eficiente e que, para tanto, não pode ser alvo de descontinuidades e interrupções ao sabor de impactos indiretos de medidas de política monetária anti-inflacionárias restritivas.

Sabe-se que políticas monetárias restritivas, operando através de elevação da taxa básica de juros, ao elevar a carga de juros paga pelo governo acabam gerando como contrapartida uma necessidade de elevação do superávit primário, limitando a capacidade dos gastos públicos direcionados aos investimentos. Essas medidas teriam, assim, um efeito direto de restrição à aceleração do crescimento, via desincentivo à demanda agregada no momento ascendente do ciclo econômico e indireto, pela influência negativa e eventual descontinuidade nos gastos públicos fundamentais para ganhos de produtividade microeconômicos.

5 OBSERVAÇÕES FINAIS

Como visto nos estudos empíricos, a taxa de câmbio tem sido central para explicar a trajetória da inflação, sendo inclusive assim utilizada de forma persistente pelo BCB. Este, através de sua política de juros elevados, busca valorizar o câmbio com objetivos deflacionistas. Tal grau de liberdade esteve ausente na década de 1980, quando a interrupção dos fluxos internacionais ao país impossibilitou que tentativas de contenção do processo inflacionário no país fossem exitosas. Tanto isto é verdade que a retomada do capital externo foi um dos fatores fundamentais para explicar o sucesso do Plano Real na década de 1990, que teve como elemento central a utilização de uma âncora cambial.

Entretanto, é importante notar que o fato de não existir uma âncora cambial formal no atual regime não impede que a taxa de câmbio continue sendo utilizada de forma indireta, através da política de juros pelo BCB para a manutenção da estabilidade de preços.

Independente dos resultados positivos específicos de tal política, há efeitos colaterais sobre outras variáveis da economia que apontam para os limites de sua utilização. A valorização cambial tem impacto negativo sobre a competitividade das exportações e importações industriais. O segundo efeito é usualmente menos notado que o primeiro porque a valorização cambial tende a subestimar o aumento

do coeficiente de importação quando medido na moeda do país (importações dividido sobre o PIB), mascarando o impacto do câmbio sobre as quantidades importadas medidas em termos reais. Os dados mostram que desde 2004, quando o câmbio começou a sofrer um processo de valorização nominal e real, o índice real de coeficiente de importações cresceu significativamente (mais de 60% de 2004 a 2008).

Em relação às exportações, para os setores de *commodities*, o efeito da valorização cambial pode ser compensado por uma elevação dos preços das *commodities*, que são formados em mercados externos, denominados em dólares. Ou seja, seu impacto não é tão relevante. Entretanto, este efeito pode ser extremamente nocivo para as exportações industriais. Assim, somado ao efeito sobre as importações, com a penetração no mercado interno de bens industrializados, a valorização cambial ameaça a própria sobrevivência de setores mais dinâmicos da indústria.

A mensagem então é que, no curto prazo, políticas auxiliares no combate a inflação mencionadas nas últimas seções são muito importantes para gerar um precioso grau de liberdade para uma compatibilização entre uma taxa de câmbio competitiva e um aumento da parcela salarial. No longo prazo, a solução mais virtuosa para eventuais pressões de custo é exatamente os ganhos de produtividade. Para tal, é fundamental a política de investimento público em infraestrutura, em particular, e todas as políticas de desenvolvimento econômico, em geral, com estratégias microeconômicas com ênfase nas políticas industriais específicas, políticas de incentivo à inovação tecnológica e políticas de garantia de acesso ao crédito pelas empresas.

REFERÊNCIAS

- BALL, L.; MANKIW, G. Relative price changes as aggregate supply shocks. **Quarterly Journal of Economics**, p. 161-193, Feb. 1995.
- BARBOSA, F.; SOARES, J. Regra de Taylor no Brasil: 1999-2005. *In*: ENCONTRO NACIONAL DA ANPEC, 34. **Anais...**, ANPEC, 2006.
- BASTOS, C. P. Inflação e estabilização. *In*: FIORI, J.; MEDEIROS, C. (Ed.). **Polarização mundial e crescimento**. Petrópolis: Vozes, 2001.
- BLINDER, A. **Economic policy and the great stagflation**. New York: Academic Press, 1979.
- _____. The anatomy of double-digit inflation. *In*: HALL, R. (Ed.). **Inflation: causes and effects**. Chicago: University of Chicago Press, 1982.
- HUMPHREY, T. M. Historical origins of the cost-push fallacy. **Federal Reserve Bank of Richmond Economic Quarterly**, v. 84, n. 3, p. 53-74, 1998.
- LAIDLER, D.; PARKIN, M. Inflation: a survey. **The Economic Journal**, v. 85, p. 741-809, Dec. 1975.
- LIMA, G. T.; SETTERFIELD, M. Pricing behaviour and the cost-push channel of monetary policy. *In*: ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA, 1. **Anais...** UNICAMP, Campinas, 2008.
- MODENESI, A. **Convenção e rigidez na política monetária: uma estimativa da função de reação do BCB – 2000-2007**. Ipea, 2008 (Texto para Discussão, n. 1.351).
- PIVETTI, M. **An essay on money and distribution**. London: Macmillan, 1991.
- SERRANO, F. Taxa de juros, taxa de câmbio e o sistema de metas de inflação no Brasil. **Revista de Economia Política**, v. 30, p. 1, 2010.
- STIRATI, A. Inflation, unemployment and hysteresis: an alternative view. **Review of Political Economy**, Oct. 2001.
- SICSÚ, J. Políticas não-monetárias de controle da inflação: uma proposta pós-keynesiana. **Análise Econômica**, Ciências Econômicas da UFRGS, 2003.

APÊNDICE

Dados

A série para medir os salários nominais é o rendimento nominal médio habitualmente recebido pela população ocupada da PME do IBGE. Tal variável tem a limitação de se restringir às principais regiões metropolitanas do país: Rio de Janeiro, São Paulo, Salvador, Belo Horizonte, Recife e Porto Alegre. Devido à mudança metodológica realizada pela pesquisa em 2003, quando foram consideradas estimativas para o período de 1999 a 2008, a série foi encadeada com a série do rendimento nominal médio recebido pela população ocupada da PME – Antiga Metodologia. Para as estimativas foi realizado um tratamento de ajuste da sazonalidade da série antiga visando compatibilizar as duas séries.

O indicador de atividade foi construído a partir do dado de grau de utilização da capacidade na indústria, da Fundação Getulio Vargas (FGV). A variável representa o desvio do grau de utilização em relação a sua média no período de 1999 a 2008 (80,7%). Essa média foi normalizada para se igualar a 100% de forma que valores superiores a 100 representem excesso de demanda e valores inferiores a 100, excesso de oferta.

O custo unitário do trabalho é o salário real dividido pela produtividade. Para essa variável foi utilizado o rendimento médio real habitualmente recebido pela população ocupada da PME, encadeado com a série rendimento médio real recebido pela população ocupada da PME – Antiga Metodologia. A medida de produtividade se refere à produtividade na indústria que é obtida como a produção industrial dividido pelo número de horas pagas. A produção industrial é medida pelo índice da Pesquisa Industrial Mensal-Produção Física (PIM-PF) do IBGE, cuja abrangência geográfica é: Pernambuco, Ceará, Bahia, Minas Gerais, Espírito Santo, Rio de Janeiro, São Paulo, Paraná, Santa Catarina e Rio Grande do Sul. O número de horas pagas na indústria tem como fonte a Pesquisa Industrial Mensal de Emprego e Salário (Pimes) que abrange as mesmas regiões que a PIM-PF.

O hiato de aspiração é a distância entre a parcela efetiva dos salários na renda e a parcela desejada pelos trabalhadores. A parcela salarial efetiva foi medida a partir do custo unitário real do trabalho. A parcela considerada a “desejada” foi o máximo alcançado no período 1999 a 2008, que se localizou temporalmente no início do período.

A taxa real de lucro foi calculada a partir da razão entre a massa real de lucros, deflacionada pelo Deflator Implícito do PIB (IBGE), e o capital fixo produtivo do ano anterior. O capital produtivo é o estoque de capital fixo de máquinas e equipamentos, líquido de depreciação, somado ao estoque líquido de capital fixo da construção não residencial, ambos indicadores calculados pelo Ipea. A massa

de lucros foi obtida a partir da diferença entre o PIB líquido de impostos sobre produtos e a massa salarial ampliada, que abrange, além dos salários, os rendimentos de autônomos e as contribuições sociais. Estes dados têm como fonte as Contas Nacionais, que só estão disponíveis para os anos de 2000 a 2006. Para 2007 e 2008 a massa de salários foi obtida supondo que teve crescimento em igual ritmo ao da massa dos rendimentos efetivamente recebidos da PME do IBGE. Para a massa de rendimento de autônomos a hipótese é que esta tenha crescido no mesmo ritmo da massa de rendimento daqueles que trabalham por conta própria, indicador também calculado pela PME. Para as contribuições sociais, foi suposto que esta cresceu em ambos os anos no ritmo da média anual de crescimento de 2000 a 2006.

PARTE III

POLÍTICA CAMBIAL

A GESTÃO DO REGIME DE CÂMBIO FLUTUANTE NO BRASIL

1 INTRODUÇÃO

A escolha do regime cambial – que se refere à forma de determinação da taxa de câmbio – constitui uma decisão estratégica de política econômica para os países periféricos em desenvolvimento, que se inseriram no processo de globalização financeira a partir dos anos 1980. As políticas de câmbio administrado (fixo ou bandas cambiais), que prevaleceram nesses países até meados da década de 1990, tiveram o mérito de garantir a estabilidade da taxa de câmbio nominal, um dos preços-chave das economias capitalistas, mas se revelaram extremamente suscetíveis à apreciação da taxa de câmbio real e a ataques especulativos, que culminaram em sucessivas crises financeiras na segunda metade daquela década, dentre as quais a crise cambial brasileira de 1998-1999.

Após essas crises, aquelas políticas cederam lugar aos regimes de câmbio flutuante. Contudo, apesar de a maioria dos países em desenvolvimento adotar *de jure* este regime, *de facto* as respectivas autoridades monetárias procuram, de forma geral, deter os movimentos da taxa de câmbio mediante intervenções ativas nos mercados cambiais. Em outras palavras, o regime cambial predominante no período pós-crise constitui, na realidade, o regime de flutuação suja, com graus diferenciados de intervenção, nos quais a presença dos bancos centrais (BCs) é a regra e não a exceção. Nos termos de Calvo e Reinhart (2003), esses países teriam o chamado “medo de flutuar”.

O “medo de flutuar” decorre, principalmente, de algumas características estruturais desses países, dentre as quais: a maior volatilidade dos fluxos de capitais; a menor dimensão dos mercados de câmbio e financeiros *vis-à-vis* esses fluxos; o descasamento de moedas, associado ao acúmulo de passivos externos e internos denominados em moeda estrangeira; o coeficiente de repasse mais elevado das variações cambiais aos preços; e a menor capacidade de ajuste do setor externo a essas variações, devido, por exemplo, à menor diversificação das pautas de exportação (GRENVILLE, 2000; MOHANTY; SCATIGNA, 2005).

A predominância deste regime cambial, intermediário entre as soluções polares (câmbio fixo ou flutuação pura) também estaria associada ao chamado “motivo mercantilista”, ou seja, à manipulação da taxa de câmbio para viabilizar

uma estratégia de crescimento liderada pelas exportações. As intervenções constantes e, em alguns casos, expressivas, dos BCs nos mercados de câmbio mediante a compra de divisas estariam vinculadas, igualmente, à ampliação da capacidade potencial de sustentação da liquidez externa em momentos de reversão dos fluxos de capitais por meio do aumento no estoque de reservas oficiais, ou seja, à chamada “demanda precaucional” por reservas. Entre 1998 e 2002, tal padrão foi mais nítido nos países do Sudeste Asiático; após 2003, beneficiadas pela alta dos preços das *commodities*, várias economias da América Latina passaram a replicar a estratégia asiática de acumulação de reservas, a partir de superávits em transações correntes e da absorção de fluxos de capitais. Para Rodrik (2006), a manutenção de reservas elevadas é o preço a ser pago pelos governos dos países em desenvolvimento que não desejam ou são incapazes de regular os fluxos de capitais, devido, entre outras razões, aos interesses financeiros contrários a esta segunda alternativa.

Apesar de alguns analistas defenderem que a “demanda precaucional” e não o “motivo mercantilista” seria o determinante mais geral da política de acúmulo de reservas pelos países asiáticos e, em menor medida, os latino-americanos, esses objetivos estão estreitamente vinculados e se autorreforçam. Isto porque essa manipulação é fundamental para a obtenção de superávits em conta corrente e, assim, de um ingresso líquido de divisas genuinamente obtidas pelos países. Não há dúvida de que reservas acumuladas com base nesses superávits (e nos fluxos de investimento externo direto) são mais robustas do que aquelas obtidas a partir do ingresso de fluxos de capitais voláteis (investimento de portfólio e empréstimos bancários de curto prazo).

Apesar da adoção quase generalizada do regime de câmbio flutuante nos países em desenvolvimento no contexto pós-crise – que se combinou, na maioria dos casos, com políticas monetárias de metas de inflação, constituindo o binômio “câmbio flutuante-metas de inflação” – não existe um padrão ou modelo geral utilizado. Pelo contrário, os países se diferenciam em relação ao *modus operandi* da sua política de flutuação cambial.

No caso brasileiro, o regime de câmbio flutuante foi instituído em janeiro de 1999, em substituição ao regime de câmbio administrado de “bandas cambiais” vigente desde março de 1995. Este último regime foi colocado em xeque pelo ataque especulativo contra o real ao longo do segundo semestre de 1998, que resultou no virtual esgotamento das reservas cambiais e, portanto, na incapacidade de a autoridade monetária sustentar o limite superior (teto) da faixa estreita de flutuação.

Este capítulo pretende avaliar a gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil. Os argumentos estão organizados da seguinte forma. Na seção 2, o formato institucional e os condicionantes do regime de câmbio brasileiro são tratados. A seção 3 dedica-se à análise do regime de flutuação cambial desde a sua implementa-

ção, em janeiro de 1999, até dezembro de 2008. Após a quarta seção, que sintetiza as conclusões, seguem-se três apêndices, que apresentam, respectivamente: aspectos conceituais e analíticos relacionados ao tema, um panorama geral sobre a gestão do regime de câmbio flutuante nos países em desenvolvimento e as características do mercado doméstico de derivativos cambiais.

2 FORMATO INSTITUCIONAL E CONDICIONANTES DO REGIME CAMBIAL BRASILEIRO

O regime de câmbio flutuante foi instituído pelo Comunicado nº 6.565, de 18 de janeiro de 1999, do Banco Central do Brasil (BCB), mediante o qual a autoridade monetária informou à sociedade que, a partir daquela data, “deixaria que o mercado definisse a taxa de câmbio, nos segmentos livre e flutuante, vindo a intervir, ocasionalmente, com o objetivo de conter movimentos desordenados da taxa de câmbio”. Apesar de o termo “ocasionalmente” sugerir a vigência de um regime de flutuação cambial *de facto*, que se aproximaria da “flutuação limpa”, o Brasil optou na prática por uma política cambial de flutuação suja, assim como os demais países em desenvolvimento após as crises financeiras dos anos 1990.

Dois comentários se fazem importantes. Primeiro, conforme o comunicado, o BCB será a instituição responsável pela definição do regime cambial no Brasil, de suas metas e de sua gestão. Segundo, a sua entrada em vigor precedeu temporalmente a instituição formal do regime de metas de inflação, que ocorreu em 21 de junho de 1999, mediante o Decreto nº 3.088 da Presidência da República.

O terceiro aspecto relevante, que também diz respeito ao formato institucional, refere-se à instituição proprietária das reservas internacionais. No Brasil, essas reservas pertencem formalmente à União, ao contrário dos demais países em desenvolvimento – onde elas são propriedade dos respectivos BCs (ver apêndice B). Contudo, a sua administração é atribuição do BCB, instituição responsável pela definição e condução da política cambial. Os resultados (positivos ou negativos) do balanço do BCB, associados a essa administração, convertem-se semestralmente em receitas ou despesas da União.

Apesar da precedência no tempo, o regime de câmbio flutuante, de atribuição do BCB, possui um *status* institucional claramente inferior ao regime de metas de inflação – instituído por decreto presidencial e subordinado ao Conselho Monetário Nacional (CMN) no que diz respeito às metas e aos indicadores monitorados – no arranjo de política econômica vigente desde 1999, que também inclui como um dos seus pilares as metas de superávits primários. Duas informações adicionais reforçam esta afirmação.

Os documentos oficiais referentes ao regime de câmbio flutuante e sua gestão são escassos. Mais do que isso, uma breve incursão no *site* do BCB revela que não

existe nenhum *link*/seção referente ao regime e/ou política cambial, em contraste com a ampla seção dedicada ao Sistema de Metas de Inflação. Ao navegar pela seção com o título sugestivo Câmbio e Capital Estrangeiro, além de não encontrar nenhuma menção aos termos procurados, o pesquisador se defronta com uma frustração adicional: o relatório trimestral, *Análise do Mercado de Câmbio*, – que incluía um item específico sobre a política cambial, além de fornecer um amplo conjunto de dados sobre o mercado de câmbio – foi extinto, sendo a sua última edição do último trimestre de 2003.

Além disso, os escassos documentos disponíveis, incluindo o Comunicado nº 6.565, não definem os objetivos macroeconômicos gerais desse regime. Esse comunicado, por exemplo, define a meta a ser perseguida pela política cambial – a atenuação da volatilidade cambial de curto prazo –, mas não explicita o objetivo macroeconômico subjacente. Como destaca Moreno (2005), essa meta pode estar subordinada a diferentes objetivos, não excludentes: o controle da inflação; a sustentação da competitividade externa; e a manutenção da estabilidade financeira. É possível levantar algumas hipóteses sobre esses objetivos a partir da leitura das atas do Comitê de Política Monetária (Copom) e dos *Relatórios de Inflação* do BCB. As referências aos impactos da taxa de câmbio sobre a evolução dos índices de preços internos em alguns desses documentos (que fazem parte do Sistema de Metas de Inflação) revelam que, além da preservação da estabilidade financeira, um objetivo adicional da gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil (nem sempre explicitado) consiste no controle da inflação.

A opacidade ou pouca transparência em relação aos objetivos do regime de câmbio flutuante no Brasil não parece decorrer de uma estratégia explícita de ampliar sua eficácia (já que há total transparência em relação às intervenções do BCB no mercado de câmbio), nem das menores exigências de prestação de contas *vis-à-vis* a política monetária, mas sim da sua subordinação à instância da política monetária. Defende-se aqui a hipótese de que os objetivos macroeconômicos do regime de câmbio flutuante são implícitos e coincidem, em grande medida, com aqueles do regime de metas de inflação, quais sejam: estabilidade de preços e do sistema financeiro. Contudo, a capacidade de a política cambial atingir esses objetivos não foi constante ao longo do tempo, mas variou em função de um condicionante mais geral da gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil, a fase do ciclo de liquidez internacional.

A partir de 2004, as condições favoráveis vigentes nos mercados financeiros globais e a evolução favorável da balança comercial brasileira possibilitaram ao BCB perseguir a estratégia de acúmulo de reservas associada não só à minimização de riscos de instabilidade financeira, mas também à chamada demanda precaucional – como observado em vários países emergentes (ver apêndice B) –, que tem sido considerada

uma estratégia racional das autoridades monetárias desses países no contexto das finanças globalizadas e liberalizadas. Esse objetivo, por sua vez, não é contraditório com os objetivos do regime de metas de inflação, mencionados acima. Pelo contrário, seus efeitos diretos, em termos de redução da vulnerabilidade externa, e indiretos – melhora da avaliação do risco de crédito do país pelas agências de classificação de risco (*rating*) –, contribuem para o alcance daqueles objetivos (ver apêndice B). Mas, em contrapartida, reforçam a tendência de apreciação cambial, comprometendo a competitividade externa do país.

A evidente hierarquia entre os regimes monetário (determinante) e cambial (subordinado) no arranjo institucional da política econômica não constitui uma especificidade em si da experiência brasileira. Pelo contrário, o *repassé* mais elevado do câmbio para a inflação nos países emergentes e/ou a sua maior vulnerabilidade à instabilidade dos fluxos recentes de capital faz com que, em vários desses países que adotam o binômio “câmbio flutuante-metas de inflação”, o controle da inflação e a estabilidade dos seus respectivos sistemas financeiros constituam objetivos macroeconômicos do regime cambial (ver apêndice B). Assim, na realidade, essa hierarquia reflete o papel fundamental da evolução da taxa de câmbio para o funcionamento virtuoso do regime de metas de inflação nesses países e não sua irrelevância.

A principal singularidade desse binômio no Brasil é a não explicitação desses objetivos, mesmo num ambiente em que o BCB é a instituição responsável pela gestão desses dois regimes, o que minimiza a possibilidade de problemas de coordenação de política – observados nos países onde a política cambial é de atribuição do governo (ver apêndice B). Por exemplo, alguns países que adotam aquele binômio reconhecem explicitamente que estabilizar a inflação requer o manejo da taxa de câmbio em função da presença de graus elevados de abertura comercial e *repassé cambial*.

É importante examinar, igualmente, os condicionantes internos (estruturais e macroeconômicos) do regime de câmbio flutuante no Brasil. A fase do ciclo de liquidez internacional influencia a gestão deste regime nas economias emergentes e, em particular, na economia brasileira devido ao seu grau elevado de abertura financeira.¹ Enquanto esse ciclo constitui o principal condicionante externo da política cambial no Brasil, o grau de abertura financeira pode ser considerado seu principal condicionante interno estrutural.

O processo de abertura financeira da economia brasileira iniciou-se no final dos anos 1980 e foi aprofundado ao longo dos anos 1990 nos governos Collor, Itamar Franco e no primeiro mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso (FHC).

1. Para maiores detalhes sobre a relação entre regime cambial e grau de abertura financeira, ver apêndice A.

As mudanças institucionais efetuadas nesse período resultaram na liberalização significativa dos investimentos estrangeiros de portfólio no mercado financeiro doméstico (principalmente em ações) e no mercado internacional de capitais (mediante emissões de *bonds, notes e commercial papers*).² Assim, quando o regime de câmbio flutuante entrou em vigor, no dia 16 de janeiro de 1999, a economia brasileira já possuía um grau relativamente elevado de abertura financeira (o qual viabilizou a absorção dos recursos externos necessários para o financiamento do déficit em transações correntes durante o período de vigência do regime de bandas cambiais).

Praticamente um ano depois da adoção da política de flutuação cambial foi adotada uma medida decisiva, que ampliou significativamente esse grau. Mediante a Resolução nº 2.689, o então presidente do BCB, Armínio Fraga Neto, flexibilizou as aplicações dos investidores estrangeiros nos mercados de ações e de títulos de renda fixa, bem como permitiu o seu acesso, sem restrições, ao mercado organizado de derivativos financeiros domésticos – a Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F). Até então, esse acesso era limitado às operações de proteção das posições desses investidores nos mercados à vista em ações e renda fixa. Vale destacar que a liberdade de atuação dos investidores estrangeiros na BM&F ampliou significativamente a liquidez e a profundidade do mercado brasileiro de derivativos financeiros (que já possuía um maior grau de desenvolvimento relativamente à maioria dos países emergentes no final dos anos 1990) e teve importantes implicações para a gestão da política cambial – que somente foram sentidas na fase de otimismo, especialmente após 2004, no contexto de retorno dos fluxos de capitais voluntários ao país.

No primeiro governo Lula, duas medidas adicionais ampliaram ainda mais a integração financeira do país com o exterior. Em primeiro lugar, a unificação dos mercados de câmbio livre e flutuante e a extinção da Conta de Não Residentes (CC5), em março de 2005, que eliminou os limites para que pessoas físicas e jurídicas convertam reais em dólares e os remetam ao exterior. Em segundo lugar, a Medida Provisória (MP) nº 281, de 15 de fevereiro de 2006, que isentou de Imposto de Renda (IR) as aplicações de investidores estrangeiros em títulos públicos e em fundos de capital de risco, bem como de Contribuição Provisória sobre a Movimentação Financeira (CPMF) os investidores estrangeiros e nacionais nas emissões primárias de ações e no aumento de capital de empresas.³

O grau elevado de abertura financeira e, sobretudo, o acesso dos investidores globais ao mercado organizado de derivativos financeiros intensificou os impactos

2. *Bonds, notes e commercial papers* são títulos emitidos no mercado financeiro internacional por residentes (governo, empresas e instituições financeiras), que variam conforme o prazo e outras características.

3. Em 2003, o governo já tinha reduzido de 25% para 15% o IR incidente sobre as negociações dos investidores estrangeiros nos mercados secundários de ações e as isentado de CPMF; as mesmas medidas foram estendidas posteriormente aos nacionais.

das fases de abundância ou escassez de fluxos de capitais sobre os preços-chave do país e, principalmente, sobre a taxa de câmbio, que se tornou a principal correia de transmissão da volatilidade dos fluxos de capitais sobre os mercados financeiros e a economia real; mas também reforçou a interação entre as políticas cambial, monetária e fiscal (inerente às economias que se inseriram na globalização financeira) e reduziu seus respectivos raios de manobra. Nesse contexto, a gestão do regime de câmbio flutuante (e também da política de metas de inflação) tornou-se subordinada, em grande parte, às decisões de alocação de riqueza dos investidores globais.

Contudo, a interação entre os condicionantes externo (ciclo de liquidez internacional) e interno estrutural (grau de abertura financeira) teve distintas implicações nas fases de “pessimismo” (1999 a 2002), “otimismo” (2003 a junho de 2007) e, novamente, pessimismo (julho de 2007 a dezembro de 2008) do ciclo de liquidez internacional. A política cambial deparou-se com diferentes desafios e graus de liberdade em função, em grande parte, da situação do balanço de pagamentos e de vulnerabilidade externa da economia brasileira – que podem ser considerados seus principais condicionantes macroeconômicos internos. Nas três próximas seções, analisam-se as diversas dimensões da gestão de câmbio flutuante no Brasil nessas fases.

3 A GESTÃO DO REGIME DE FLUTUAÇÃO SUJA NO BRASIL

Esta seção dedica-se à análise minuciosa da gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil. Destaca-se a existência de três subperíodos, caracterizados por diferentes contextos financeiros internacionais: *i*) de 1999 a 2002, período de escassez de fluxos de capitais para os países emergentes (item 3.1); *ii*) de 2003 a junho de 2007, quando vigorou um ambiente de abundância de liquidez internacional e baixa aversão aos riscos (3.2); *iii*) de julho de 2007, quando eclode a crise *subprime*, até dezembro 2008, com ênfase no último trimestre de 2008, quando o Brasil e os demais países emergentes sofrem o efeito-contágio do aprofundamento da crise financeira global (3.3).

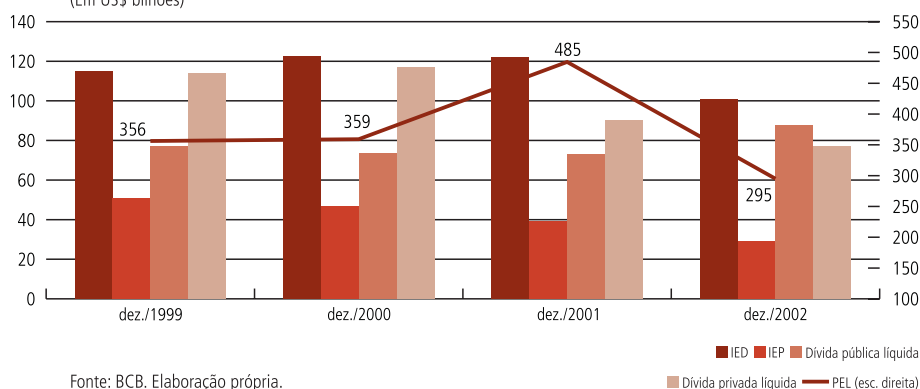
3.1 Flutuação cambial na fase de “pessimismo” – janeiro de 1999- dezembro de 2002

A ampliação do grau de abertura da economia brasileira na gestão Armínio Fraga Neto na presidência do BCB – especialmente, o acesso irrestrito dos investidores internacionais ao mercado doméstico de derivativos financeiros – não teve efeitos concretos na primeira fase de vigência do regime de câmbio flutuante no Brasil. Isto porque, como destaca Farhi (2006), entre janeiro de 1999 e dezembro de 2002, o país enfrentou uma situação de restrição externa e predominou um contexto de escassez de vendedores e excesso de compradores no mercado de câmbio.

Enquanto a oferta se restringia aos fluxos – associados, basicamente, ao superávit comercial a partir de 2001 e aos investimentos diretos externos (IDEs) –, a demanda não provinha somente da necessidade de honrar os compromissos externos vinculados às transações correntes (importações de bens e serviços e remessas de juros, lucros e dividendos), mas principalmente da demanda especulativa e por cobertura de riscos, fosse dos estoques de ativos estrangeiros, produtivos e financeiros, no país, fosse da dívida externa privada (ver gráfico 1), fosse dos empréstimos internos indexados à taxa de câmbio, cuja participação no total dos empréstimos a pessoas jurídicas manteve-se acima de 35% no triênio 2000-2002.

GRÁFICO 1
Passivo externo líquido

(Em US\$ bilhões)



Assim, o desequilíbrio entre demanda e oferta de divisas decorreu tanto do comportamento desfavorável do balanço de pagamentos nesse período (ver tabela 1), como do acúmulo de passivos externos (ou denominados em moeda estrangeira) ao longo da segunda metade dos anos 1990. Esse acúmulo, por sua vez, decorreu da estratégia de política econômica adotada no período imediatamente anterior, ancorada na ampliação da abertura financeira e da participação das empresas e bancos estrangeiros na economia brasileira, que viabilizou o financiamento do déficit em conta corrente durante o regime de câmbio administrado.

Nesse contexto, os investidores estrangeiros reduziram suas posições em ativos brasileiros, inclusive na BM&F. Somente em 1999, passado o estresse provocado pela mudança do regime cambial, e em 2000, os volumes negociados na BM&F aumentaram. A partir do ataque especulativo de 2001, esses volumes voltaram a cair (ver tabela 2). Como destaca Farhi (2006, p. 179):

O volume de contratos negociados durante um ataque especulativo permite avaliar o grau de intensidade das expectativas de mudança da taxa de câmbio. Quanto maiores e mais difundidas as expectativas de tal mudança, menor será o volume negociado, já que a esmagadora maioria dos participantes desejará assumir a mesma posição e não encontrará ofertas em quantidade suficiente ou a um nível de preços aceitável.

TABELA 1
Balço de pagamentos – 1999-2002
 (Em US\$ milhões)

	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007 ¹
Transações correntes	-25.335	-24.225	-23.215	-7.637	4.177	11.738	14.199	13.621	4.383
Balança comercial	-1.199	-698	2.650	13.121	24.794	33.666	44.757	46.458	20.638
Exportações	48.011	55.086	58.223	60.362	73.084	96.475	118.308	137.807	73.214
Importações	49.210	-55.783	-55.572	-47.240	-48.283	-62.809	-73.551	-91.350	-52.576
Serviços e rendas	-25.825	-25.048	-27.503	-23.148	-23.483	-25.197	-34.115	-37.143	-18.251
Transf. unilaterais	1.689	1.521	1.638	2.390	2.867	3.268	3.558	4.306	1.996
Conta capital e financeira	17.319	19.326	27.052	8.004	5.111	-7.356	-8.808	15.982	59.812
Conta capital	338	273	-36	433	498	339	663	869	291
Conta financeira	16.981	19.053	27.088	7.571	4.613	-7.696	-9.470	15.113	59.522
Capitais voluntários	14.016	29.377	20.331	-3.909	-156	-3.333	13.801	15.113	59.522
Investimento direto	26.888	30.498	24.715	14.108	9.894	8.695	12.676	-9.420	24.326
Investimentos portfólio	3.802	6.955	77	-5.119	5.308	-4.750	4.885	9.573	24.013
Derivativos	-88	-197	-471	-356	-151	-677	-40	383	149
Outros investimentos ²	-16.586	-7.879	-3.990	-12.542	-15.207	-6.600	-3.720	14.577	11.034
Operações de regularização	2.966	-10.323	6.757	11.480	4.769	-4.363	-23.271	0	0
Erros e omissões	194	2.637	-531	-66	-793	-2.137	-1.072	965	-2.585
Resultado global	-7.907	-2.262	3.307	302	8.496	2.244	4.319	30.569	61.610
Resultado global excl. Fundo Monetário Internacional (FMI)	-10.787	8.062	-3.451	-11.179	3.726	6.607	27.591	30.569	61.610

Fonte: BCB. Elaboração própria.

Notas: ¹ Janeiro a junho.

² Outros investimentos, exclusive operações de regularização com o Fundo Monetário Internacional (FMI).

Contribuiu decisivamente para a “evaporação” da liquidez nesse mercado num contexto de excesso de demanda por dólares (seja para cobertura de risco, seja para especulação), a proibição de atuação do BCB com derivativos de câmbio imposta pelo acordo com o FMI de março de 1999 (mantida no acordo de 2001). Assim, os impactos do descompasso entre a oferta (fluxos escassos) e a demanda (fluxos e estoques) por moeda estrangeira se concentraram no mercado de câmbio à vista e no de instrumentos indexados à taxa de câmbio.

Nesse período, o *trade-off* entre os desafios colocados à gestão cambial e a capacidade de resposta do BCB foi levado ao limite. Isto porque a autoridade

monetária possuía um raio de manobra muito limitado para atender às principais metas dessa gestão que, nessa fase, foram mais explícitas do que no período posterior, quais sejam: *i*) atenuar a volatilidade e a desvalorização da taxa de câmbio devido aos seus efeitos negativos sobre a inflação – cumprindo a função de auxiliar a política monetária, já que a elevação da taxa de juros nesse contexto se revelou praticamente inócua em conter a alta de preços – e, em menor medida, sobre a situação patrimonial dos agentes com passivos em dólares; e *ii*) prover liquidez para conter desordens de mercado e, assim, garantir a estabilidade financeira.

TABELA 2
Volumes negociados na BM&F, por ativo
(Em US\$)

Ano	Câmbio	Taxas de juros
1999	12.166.257	25.292.621
2000	12.164.002	25.290.221
2001	21.612.354	43.835.697
2002	17.349.055	71.186.758
2003	19.320.993	83.553.886
2004	27.421.447	139.066.000
2005	41.810.287	146.655.688
2006	65.361.333	189.327.122
2007	115.883.665	263.434.704

Fonte: BM&F/Síntese de Dados.

Notas: Valor nominal dos contratos de dólar futuro = US\$ 50 mil.
Valor nominal do contrato DI de um dia = R\$ 100 mil.

Apesar de alguns documentos do BCB divulgados nesse período reafirmarem que o único objetivo da política de câmbio flutuante seria “evitar que a taxa de câmbio oscile em curto espaço de tempo, ocorrendo a desvinculação do nível de reservas internacionais dos resultados do mercado cambial” (BCB, 2000), a preocupação com os impactos inflacionários da depreciação cambial é explicitada tanto nas atas do Copom, como nas duas cartas abertas do presidente do BCB ao ministro da Fazenda para justificar o descumprimento da meta de inflação em 2001 e 2002.

O reduzido raio de manobra da gestão cambial decorria de três fatores: *i*) da impossibilidade de recorrer ao mercado de derivativos de câmbio; *ii*) do reduzido volume de reservas internacionais que poderia ser utilizado nas intervenções no mercado de câmbio à vista – inferior ao total disponível no ativo do BCB devido aos limites impostos pelo acordo do FMI, num primeiro momento sobre as intervenções e, a partir de agosto, sobre as reservas líquidas ajustadas;⁴ e *iii*) do volume já muito elevado do estoque da dívida mobiliária interna indexada à taxa de câmbio.

4. Os limites das intervenções eram de US\$ 3 bilhões em março, US\$ 2 bilhões em abril e US\$ 1,875 bilhão em maio e junho. Já o piso médio das reservas entre julho e agosto foi de US\$ 20 bilhões, com pequenas variações ao longo do semestre.

Já a forma de atuação do BCB nesse mercado praticamente não sofreu alterações em relação ao período de câmbio administrado no que diz respeito ao método de transação. As duas circulares de maio de 1999 definiram que essa atuação permaneceria sob a intermediação dos bancos que atuam no mercado de câmbio e que deveria ser realizada mediante operações interbancárias, por leilão eletrônico ou telefônico, com oferta simultânea a pelo menos cinco desses agentes. A única mudança relevante foi em relação à transparência das intervenções: a autoridade monetária se comprometeu a informá-las ao mercado mediante o Comunicado Depin nº 6.873 de 20 de maio de 1999 (BCB, 2000).⁵

Para procurar atender às metas da gestão do regime de câmbio flutuante na fase de pessimismo, o BCB não se limitou a intervir no mercado de câmbio à vista, mas utilizou outros instrumentos de política cambial, como a emissão de títulos indexados à taxa de câmbio e de *swaps* cambiais. Todavia, o recurso a esses instrumentos não foi homogêneo ao longo desse período, tendo sido condicionado pela dimensão das pressões no mercado de câmbio (associadas à evolução do balanço de pagamentos e ao grau de aversão do risco dos investidores), bem como pela deterioração das expectativas em relação à solvência da dívida pública interna. Ademais, a autoridade monetária adotou, principalmente no ano de 1999 (antes da ampliação do grau de abertura financeira), medidas de natureza regulatória para estimular a oferta e, principalmente, conter a demanda por divisas no mercado de câmbio.

As intervenções do BCB no mercado à vista de câmbio foram irregulares e se concentraram na ponta vendedora. No início da vigência do novo regime, especificamente entre janeiro e abril de 1999, a autoridade monetária utilizou uma quantidade expressiva de dólares das reservas internacionais – mais de US\$ 12 bilhões – na tentativa frustrada de conter a depreciação do real. Esses meses iniciais de turbulência foram seguidos por um período de relativa tranquilidade no *front* cambial – evidenciada na estabilidade do patamar e na redução da volatilidade da taxa de câmbio –, que se estendeu até o primeiro trimestre de 2001, durante o qual a autoridade monetária praticamente se ausentou desse mercado (ver gráfico 2).

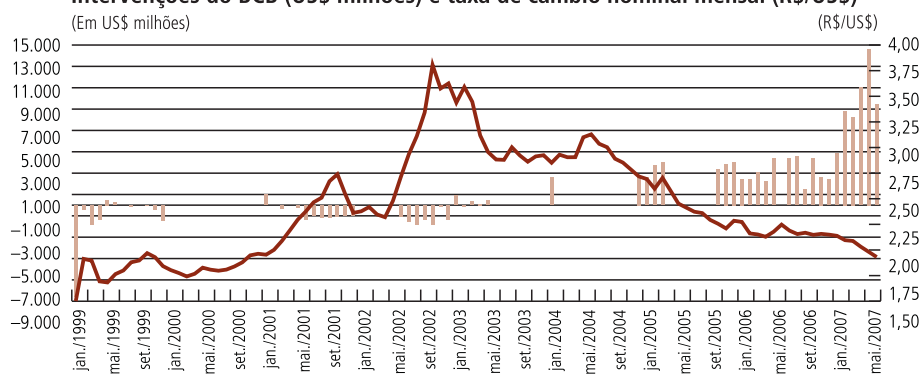
Como destacam Pires de Souza e Hoff (2006, p. 11), este foi o período no qual “o regime cambial brasileiro mais se aproximou do padrão de flutuação pura”. Segundo esses autores, um conjunto de fatores teria contribuído para essa situação de “calmaria”, dentre os quais: a definição de Armínio Fraga para a presidência do BCB em março; a definição do novo arcabouço da política monetária em junho; a revisão bem-sucedida do acordo com o FMI; e os efeitos positivos da depreciação sobre a balança comercial e de transações correntes, contribuindo

5. Sobre os diferentes métodos de transação e graus de transparência no mercado de câmbio dos países emergentes, ver o apêndice B.

para o ajuste do balanço de pagamentos. Contudo, na perspectiva analítica aqui adotada, um condicionante decisivo deste ajuste, subjacente à tranquilidade no mercado de câmbio, foi o comportamento mais favorável dos fluxos de capitais para o país, associado a um curto interregno de “otimismo” na fase de baixa do ciclo de liquidez dos anos 1990.

Com a deterioração do cenário internacional num ambiente de lento ajuste das contas externas (e de eventos internos adversos, como a crise energética), teve lugar um novo ataque especulativo contra o real entre março e outubro de 2001. Essa deterioração foi provocada por uma sucessão de episódios: deflação da bolha das ações de alta tecnologia, crises cambiais da Turquia e da Argentina, desaceleração do crescimento ou recessão nos países centrais e os ataques terroristas de 11 de setembro de 2001.

GRÁFICO 2

Intervenções do BCB (US\$ milhões) e taxa de câmbio nominal mensal (R\$/US\$)

Fonte: BCB. Elaboração própria.

■ Intervenções do BCB — Taxa de câmbio média mensal

A interação entre a retração da oferta e o aumento da demanda por divisas levou o BCB a retomar suas intervenções no mercado de câmbio à vista, mas essas, restringidas pelo baixo patamar das reservas disponíveis, revelaram-se insuficientes para deter a depreciação da taxa de câmbio (ver gráfico 2). Nesse contexto, a autoridade monetária adotou duas estratégias complementares no âmbito da política cambial. Em primeiro lugar, anunciou uma nova forma de atuação nesse mercado a partir de julho, a chamada “ração diária”, mediante a qual venderia US\$ 50 milhões por dia ao longo do segundo semestre (cerca de US\$ 1 bilhão por mês). O objetivo seria atenuar o grau de desvalorização cambial diante da escassez supostamente temporária de financiamento externo, sem estabelecer uma meta para a taxa de câmbio. Em segundo lugar, intensificou a emissão de títulos públicos indexados ao câmbio, sobretudo após a nova onda de instabilidade que sucedeu-se aos ataques terroristas de 11 de setembro.

A instabilidade externa e seus reflexos sobre o mercado de câmbio estancaram-se por um breve período – de janeiro a março de 2002 –, o que permitiu ao BCB novamente se ausentar desse mercado (ver gráfico 2). No entanto, um novo ataque especulativo contra o real iniciou-se em abril 2002. Apesar de alguns eventos internos terem contribuído para a deterioração das expectativas dos agentes residentes e não residentes – expectativas de adoção de medidas heterodoxas numa eventual vitória de Lula, candidato do Partido dos Trabalhadores (PT) – o principal fator subjacente a esse ataque foi o forte aumento da aversão ao risco no mercado financeiro internacional, que resultou numa drástica retração dos fluxos de capitais para os países emergentes e, em particular, para os de maior risco de crédito (associado à crise de confiança nos mercados de capitais provocada pelas fraudes contábeis e pela concordata de grandes empresas nos Estados Unidos).

Esse novo ataque especulativo teve uma dimensão mais ampla. Ele não se limitou à venda da moeda doméstica e dos ativos nela denominados, pois alguns agentes começaram a manifestar uma preocupação crescente com a solvência da dívida pública interna. Nesse contexto, com o objetivo de manter o suprimento de proteção (*hedge*) cambial ao mercado, sem continuar pressionando a dívida pública (e, essencialmente, sua parcela vinculada ao câmbio), a autoridade monetária solicitou a autorização do FMI para lançar *swaps* cambiais (cujo risco seria do BCB e não do Tesouro). Diante da relutância do Fundo em aceitar que o BCB voltasse a realizar operações com derivativos (mesmo que mais transparentes, na forma de leilão e não na BM&F), no lançamento do novo instrumento eles foram vinculados às Letras Financeiras do Tesouro (LFTs) – títulos públicos prefixados de curto prazo. A suposição era que essa vinculação promoveria uma melhora no perfil da dívida interna. Assim, mediante esse derivativo de câmbio, o BCB ficaria comprado em taxa de juros prefixada em reais e vendido na variação da taxa de câmbio nominal.

Essa vinculação a títulos com juros prefixados, no entanto, provocou reações em cadeia nos mercados secundários, pois os agentes privados estavam interessados apenas nos *swaps* que garantiam a correção pela taxa de câmbio num contexto de crescentes temores de moratória da dívida interna. As vendas de LFTs no mercado secundário levaram a fortes quedas de seus preços, o que equivale a uma elevação de sua taxa de juros, que contaminou toda a estrutura de preços dos títulos públicos. Nesse contexto, o BCB decidiu antecipar a “marcação a mercado” das carteiras das instituições financeiras e dos fundos mútuos, diante do risco de resgate em massa de investidores institucionais e corporativos mais bem informados. Essa antecipação provocou uma desvalorização abrupta dos patrimônios líquidos dos fundos DI e de renda fixa, bem como uma volatilidade sem precedentes em seus retornos diários e, em seguida, uma crise de confiança que levou ao resgate de

R\$ 54,5 bilhões (14,6% dos recursos) nos três meses após a mudança de regra. Uma parte considerável desses recursos foi direcionada para a compra de dólares, intensificando a desvalorização do real.

Um mês após o lançamento do novo instrumento de política cambial, o BCB voltou atrás, desistindo de vincular *swaps* cambiais às LFTs, e passou a negociar *swaps* “solteiros”, além de manter as colocações dos títulos do Tesouro Nacional indexados ao câmbio. Após a turbulência inicial, o novo instrumento foi bem recebido pelo mercado e absorveu uma parte importante da procura por proteção cambial (*hedge*) num contexto de expectativas de moratória da dívida pública interna (que também impuseram limites a elevações adicionais da taxa de juros para conter a fuga do real). A parcela da dívida mobiliária federal indexada ao câmbio passou de 29,5% em 2001 para 33,5% em 2002, dos quais 13,2 pontos percentuais (p.p.) correspondiam aos *swaps* cambiais.

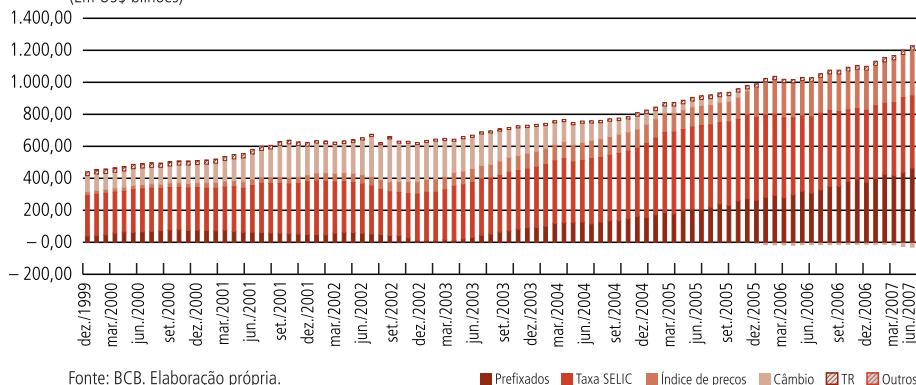
Assim, os ataques especulativos sob o regime de câmbio flutuante (de 2001 e 2002) diferenciaram-se daqueles que eclodiram durante a vigência do regime anterior, de bandas cambiais. Neste regime, o ataque especulativo, a demanda por divisas e a fuga de capitais tinham impacto direto no nível das reservas internacionais do país. No regime de taxa de câmbio flutuante, a demanda por divisas e a fuga de capitais passam a ocasionar uma depreciação da moeda doméstica (FARHI, 2006).

Os custos das crises cambiais sob o regime de câmbio flutuante foram, igualmente, absorvidos pelo setor público, que assumiu o risco cambial privado mediante a oferta de títulos públicos e *swaps* cambiais (ver gráfico 3).

GRÁFICO 3

Composição da dívida pública por indexador (por exposição, após swap)

(Em US\$ bilhões)



Mais uma vez, foi observado o processo de socialização das perdas, recorrente na economia brasileira. Se a gestão cambial foi praticamente impotente em conter a volatilidade e a desvalorização do real, ela foi, em alguma medida, eficaz no

sentido de prover proteção cambial ao mercado, reduzindo os efeitos deletérios da instabilidade cambial sobre a higidez do sistema financeiro.

3.2 Regime de câmbio flutuante na fase de otimismo – janeiro de 2003-junho de 2007

A combinação de elevado grau de abertura com a existência de mercados de derivativos profundos revelou-se uma faca de dois gumes para a gestão do regime de câmbio flutuante no Brasil, sendo que cada gume se manifestou em diferentes momentos do ciclo de liquidez internacional. Na fase de pessimismo e escassez de recursos externos, tal combinação intensificou a eficácia dos ataques especulativos contra a moeda doméstica e reduziu a capacidade da gestão cambial de conter os movimentos de desvalorização, exigindo o recurso a instrumentos alternativos de política (títulos indexados ao câmbio e *swaps*) para conter esses movimentos e, assim, seus efeitos deletérios sobre a inflação (dado o elevado repasse cambial) e sobre a situação financeira dos agentes domésticos vulneráveis em termos de descasamento de moedas.

Já na fase de otimismo, que se iniciou em 2003 e vigorou até junho de 2007,⁶ no contexto de retorno dos fluxos de capitais voluntários, resultados favoráveis nas transações comerciais e correntes com o exterior e elevado apetite por risco dos investidores globais, a adoção de uma política monetária excessivamente restritiva resultou numa trajetória ininterrupta de apreciação cambial, que constituiu o principal determinante da eficácia da política de metas de inflação e se tornou o aliado por excelência dessa política.

Mesmo se mantendo subordinada à política de metas, a gestão cambial usufruiu maiores graus de liberdade diante do cenário externo benigno no âmbito das finanças e do comércio internacional, o que contribuiu, decisivamente, para a evolução favorável do balanço de pagamentos – associada aos superávits nas transações correntes a partir de 2003 e na conta de capitais voluntários após 2005 (ver tabela 1) – e para a melhora da situação de solvência externa da economia brasileira.

É possível identificar dois períodos distintos da gestão cambial nessa fase de otimismo: o primeiro, de janeiro de 2003 a novembro de 2004; e o segundo, de dezembro de 2004 a junho de 2007.

No primeiro período, o BCB praticamente não interveio no mercado de câmbio à vista, comportamento que seria de se esperar de janeiro de 2003 a julho de 2004, quando, após os meses iniciais de correção da depreciação excessiva de

6. Em julho, como destacado no próximo item, com a eclosão da crise imobiliária nos Estados Unidos, inicia-se um período de turbulência no mercado financeiro internacional e aumento de aversão ao risco dos investidores globais. Assim, a fase de alta do ciclo de liquidez internacional da presente década encerrou-se no mês de junho de 2007.

2002, a taxa de câmbio manteve-se estável. Contudo, mesmo a partir de julho de 2004, quando essa taxa inicia seu prolongado processo de apreciação, as atuações da autoridade nesse mercado mantiveram-se intermitentes, dado o objetivo implícito de usufruir desse processo para atingir as metas de inflação (induzido pelo anúncio de aperto monetário, efetivado após setembro). Nesse período, a estratégia principal da política cambial foi o resgate agressivo dos títulos cambiais (BCB, 2003, 2004), que persistiu no período posterior (ver gráfico 3). Ademais, o Tesouro passou a intervir no mercado de câmbio à vista com o intuito de pré-financiar compromissos externos. Em 2004, o Tesouro adquiriu US\$ 7,3 bilhões ao longo do ano, valor superior às compras do BCB (US\$ 5,3 bilhões) no mesmo ano.

O segundo período caracteriza-se pelo retorno do BCB ao mercado de câmbio, mas agora na ponta compradora dos seus dois segmentos, à vista e futuro. No segmento à vista, as intervenções foram temporariamente interrompidas entre março e setembro de 2005, a despeito da continuidade da apreciação do real, suscitando novamente a interpretação de uso deliberado (mas não explicitado) da apreciação cambial como instrumento-chave da política monetária.

Como mostra o gráfico 2, a partir de outubro de 2005, o BCB manteve uma presença constante nesse mercado (exceto em junho de 2006), com o objetivo explícito de acumular “reservas internacionais (...) e (...) não impor tendência nem pisos à flutuação cambial, assim como não adicionar volatilidade ao mercado” (BCB, 2007, p. 69). Dada a política monetária restritiva vigente no período, a autoridade monetária brasileira adotou persistentemente a estratégia de intervenção esterilizadora, ou seja, de neutralizar o impacto monetário das suas compras de divisas mediante venda de títulos públicos no mercado aberto a partir das chamadas operações compromissadas. A partir de maio 2002, o BCB ficou proibido (pela Lei de Responsabilidade Fiscal) de lançar títulos da dívida pública e passou a atuar no mercado exclusivamente com títulos do Tesouro em carteira – ao contrário de outros países (como a Coreia), onde os BCs utilizam títulos públicos da sua emissão nas operações de esterilização.

A natureza do emissor dos papéis utilizados nas operações de esterilização pode tornar mais transparentes as políticas monetária e de dívida pública, mas não afeta o custo quase-fiscal dessas operações. A política de acumulação de reservas internacionais adotada a partir do final de 2004 – com o objetivo fortalecer a posição externa do país direta (mediante a constituição de um “colchão” de liquidez em moeda estrangeira) e indiretamente (via melhora nas classificações de risco externas) – depara-se com dois importantes constrangimentos no Brasil: o elevado estoque de dívida pública mobiliária concentrada no curto prazo e indexado à taxa básica de juros;⁷ e o expressivo

7. A taxa básica de juros da economia brasileira é determinada pelo Comitê de Política Monetária (Copom) do BCB. Ela consiste na taxa média dos financiamentos diários, com lastro em títulos públicos federais, apurados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), razão pela qual é conhecida como taxa Selic.

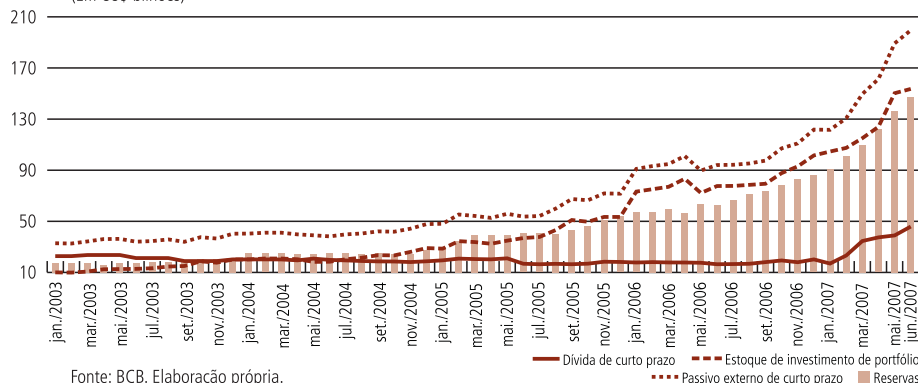
diferencial entre os juros internos e externos, que torna o custo de carregamento dessas reservas referencial do alto (em termos absolutos e relativamente aos demais países emergentes).

Uma estimativa desse custo em junho de 2007, quando as reservas atingiram US\$ 147 bilhões – que considera o diferencial entre a taxa Selic e o rendimento dos títulos de dez anos do Tesouro americano (destino privilegiado dessas reservas), de 7,1% naquele mês – indicava um gasto de US\$ 10,5 bilhões ao ano (a.a.). Se considerarmos a variação cambial desde o final de 2004, quando a política de acúmulo de reservas foi retomada, esse gasto foi ainda maior, já que o dólar depreciou-se em relação ao real nesse período. Um cálculo mais preciso do custo dessa política, que ultrapassa os objetivos deste capítulo, revela-se especialmente complexo, pois deveria incluir, além dessa variação, os seus benefícios em termos de redução da vulnerabilidade externa e melhora das classificações de riscos (*rating*) soberanos.

Esse mesmo diferencial de juros, num contexto de forte queda do risco-país, estimulou o ingresso de capitais de curto prazo, em busca de ganhos de arbitragem e/ou especulação, e teve um papel decisivo no movimento de apreciação cambial entre setembro de 2004 e dezembro de 2006 (sendo que a própria apreciação eleva os ganhos, atraindo ainda mais capital, num circuito de retroalimentação). Ou seja, o patamar da taxa básica de juros da economia brasileira tem dois efeitos simultâneos e contraditórios: de um lado, estimula a ampliação do passivo externo de curto prazo do país – na forma de investimento de portfólio em renda fixa e de dívida de curto prazo (ver gráfico 4); de outro lado, onera o custo de carregamento das reservas em moeda estrangeira, que constituem o “colchão de segurança” necessário para fazer frente à reversão potencial desse passivo.

GRÁFICO 4
Passivo externo de curto prazo e reservas

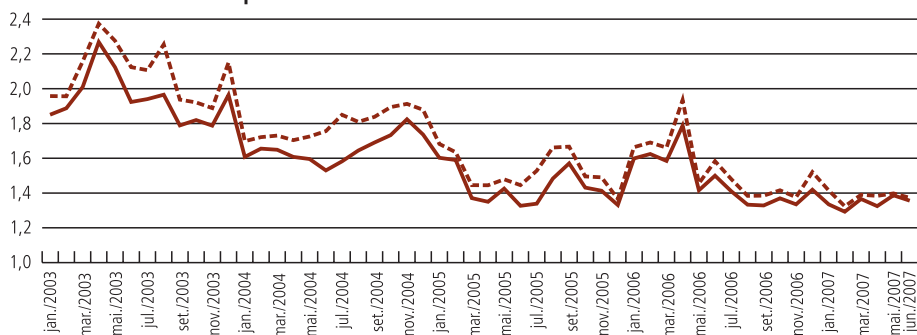
(Em US\$ bilhões)



O ritmo de expansão desse passivo desde janeiro de 2003 foi maior que a taxa de crescimento das reservas internacionais, o que resultou na deterioração dos indicadores de liquidez externa até dezembro de 2005 (ver gráfico 5). Somente a partir de janeiro de 2006, quando a política de acumulação de reservas torna-se mais agressiva, esses indicadores sofrem uma pequena melhora, que persiste até janeiro de 2007. A partir desse mês, eles voltam a se deteriorar devido à forte expansão do ingresso de capitais de curto prazo, que resultou no crescimento da dívida externa de curto prazo, bem como do estoque de investimentos de portfólio no país (ver gráficos 4 e 6).

GRÁFICO 5

Indicadores de liquidez externa



Fonte: BCB. Elaboração própria.

Nota: O indicador de liquidez externa considera no numerador, além do passivo de curto prazo, o saldo em transações correntes e o principal vencível da dívida de médio e longo prazo nos próximos 12 meses.

— Passivo ext. CP/reservas totais
- - - Indicador de liquidez externa

A forte entrada de recursos externos nas modalidades de crédito de curto prazo e de investimento de portfólio, ao lado do desempenho favorável dos fluxos de IDE, resultou num superávit recorde da conta financeira do balanço de pagamentos no primeiro semestre de 2007. Como mostram os gráficos 6 e 7, no primeiro semestre de 2007, houve um *boom* de recursos externos associado tanto aos investimentos de portfólio no país (em ações e renda fixa, que se tornou relevante somente em 2006, após a concessão de incentivos tributários aos investidores estrangeiros) e no exterior (mediante emissão de *notes*, *commercial papers* e títulos de curto prazo), como aos empréstimos bancários de curto prazo contratados por exportadores (contabilizados na rubrica Crédito comercial – fornecedores-curto prazo) e por bancos residentes no país (na modalidade Empréstimos e financiamento – demais setores-curto prazo).

Alguns fatores contribuíram decisivamente para esse *boom*, num contexto de continuidade da política de redução da taxa básica de juros. Por um lado, a expectativa não somente de melhora da classificação do risco (*rating*) de crédito externo do país (que se concretizou em maio), mas, sobretudo, de obtenção do “grau de investimento”, estimulou as aplicações tanto em ações, como em renda fixa (dada a perspectiva de convergência dos juros internos para os patamares vigentes nas demais economias

emergentes após a obtenção dessa classificação). Vale mencionar que, nesse contexto, a participação dos papéis prefixados no total da dívida pública mobiliária aumentou significativamente, ou seja, aquela expectativa possibilitou a mudança da composição da dívida (ver gráfico 3). Por outro lado, no caso especificamente dos fluxos atraídos pelo diferencial entre os juros internos e externos, dois fatores adicionais estimularam sua ampliação nesse período: a redução do ritmo de corte (de 0,5 p.p. para 0,25 p.p.) da taxa básica de juros pelo BCB em janeiro e a continuidade da tendência de queda do risco-país no mercado internacional.

GRÁFICO 6
Investimentos de portfólio: principais modalidades

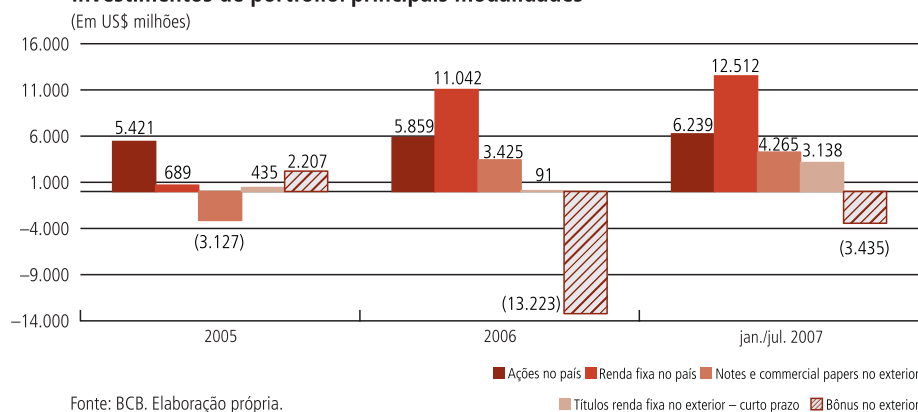
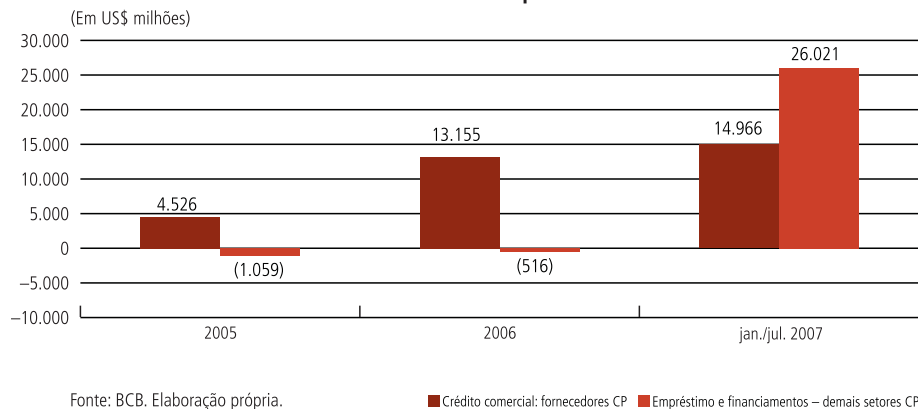


GRÁFICO 7
Outros investimentos: modalidades de curto prazo

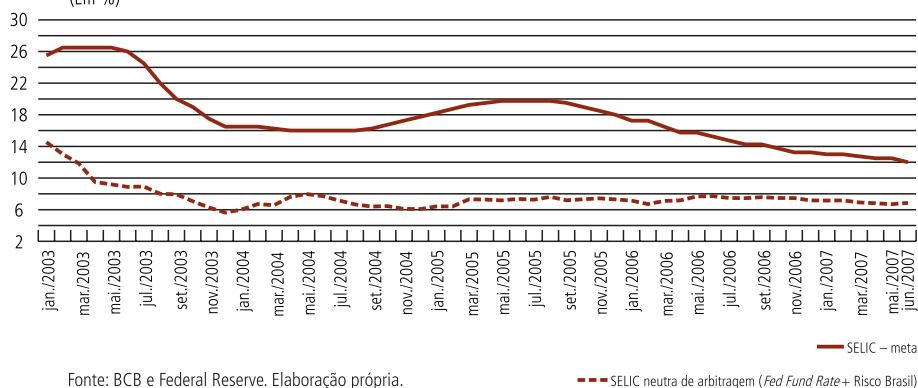


A interação entre esses dois fatores manteve o diferencial entre a taxa Selic e a taxa denominada “Selic neutra de arbitragem” (ver gráfico 8) – que consiste na soma do risco-país com a taxa de juros de menor risco (*Fed Funds Rate*)⁸ e

8. Taxa básica de juros dos Estados Unidos.

constitui o custo de captação dos tomadores brasileiros no exterior – estimulando a contratação de linhas de crédito de curto prazo para realizar operações de arbitragem no mercado financeiro interno, seja pelos bancos, seja pelos exportadores. Vale mencionar que foi exatamente para desestimular essas operações que o BCB anunciou no dia 8 de junho mudanças nas normas que regem as operações dos bancos no mercado de câmbio (que entraram em vigor no dia 2 de julho).⁹

GRÁFICO 8
Taxas SELIC e SELIC neutra de arbitragem
(Em %)



Fonte: BCB e Federal Reserve. Elaboração própria.

Essa mesma interação motivou os investidores estrangeiros a manterem ou mesmo ampliarem suas posições no mercado de derivativos cambiais, contratos de liquidação futura cujo valor deriva da taxa de câmbio presente. Esses derivativos podem ser negociados em mercados organizados (bolsas de valores – no Brasil, a BM&F) ou de balcão. Os derivativos vinculados à taxa de câmbio do real, negociados no mercado doméstico – organizado (BM&F) e de balcão (operações registradas na CETIP¹⁰) – e externo – onde são negociados os NDFs¹¹ – tiveram um papel decisivo na apreciação cambial a partir de 2004. As posições dos investidores institucionais estrangeiros na BM&F se concentraram em contratos curtos na ponta de venda, que realiza lucros na apreciação do real. Essas posições pressionaram para baixo a cotação do dólar no mercado futuro, abrindo espaço para operações de arbitragem: como o prêmio efetivo (diferencial de juros embutido no preço futuro)

9. A exposição permitida aos bancos nesse mercado foi reduzida de 60% para 30% do patrimônio de referência; a exigência de capital para fazer frente ao nível de exposição cambial foi elevada de 50% para 100%; e os bancos também terão de contabilizar como exposição cambial as operações feitas por suas filiais no exterior (www.bcb.com.br).

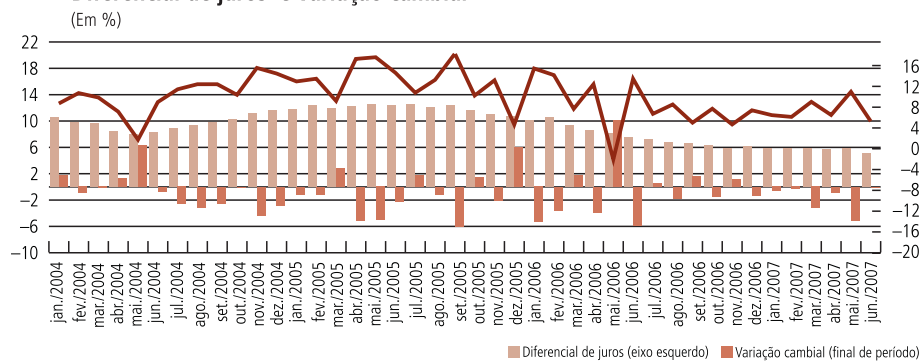
10. Câmara de Custódia e Liquidação de Ativos e Derivativos.

11. *Non Deliverable Forward* (NDF). O mecanismo de derivativos financeiros empregado nesse mercado é o NDF ou mercado a termo sem entrega física. O NDF é conceitualmente semelhante a uma simples operação de câmbio a termo em que as partes concordam com um montante principal, uma data e uma taxa de câmbio futura. A diferença é que não há transferência física do principal no vencimento. A liquidação financeira refere-se à diferença entre a taxa de câmbio inicial e a constatada na data do vencimento, e é realizada em dólar ou em outra divisa plenamente conversível.

ficou menor do que o normal e a cotação à vista mais alta, a venda de dólar no mercado à vista e a compra no futuro tornou-se vantajosa (ver apêndice C).

Assim, como já anunciado na seção anterior, somente na fase de otimismo do ciclo de liquidez internacional, a combinação do ambiente de câmbio flutuante com o livre acesso dos investidores estrangeiros à BM&F (vigente desde 2000) resultou no aumento da liquidez e da profundidade desse mercado e, conseqüentemente, das oportunidades de arbitragem e especulação com a taxa de câmbio do real. As operações dos investidores estrangeiros nos mercados de câmbio à vista e futuro para usufruir o amplo diferencial de juros, num contexto de queda dos riscos-país e cambial (também associada à evolução favorável da balança comercial) resultaram na intensificação da trajetória de apreciação do real ao longo do primeiro semestre de 2007 (ver gráfico 2). Essa trajetória, por sua vez, ampliou ainda mais a rentabilidade dessas operações, estimulando a sua continuidade, num processo de profecias autorrealizáveis (ver gráfico 9).

GRÁFICO 9
Diferencial de juros¹ e variação cambial



Fontes: BCB, Federal Reserve e JP Morgan. Elaboração própria.

Nota: ¹ O diferencial de juros equivale à diferença entre a SELIC neutra de arbitragem (*Fed Fund Rate* + Risco Brasil) e a taxa SELIC.

Já no mercado de balcão, foram as empresas brasileiras, sobretudo exportadoras, que assumiram as posições vendidas nos contratos de derivativos cambiais no contexto de forte apreciação do real (em vários casos, em troca de juros mais baixos nas operações de crédito em reais). As posições das empresas – a partir de final de 2005, ou seja, no período de elevada liquidez e baixa aversão aos riscos dos investidores internacionais – adicionaram pressões em prol da apreciação do real, revelando a contradição entre a motivação microeconômica (procura de proteção e de ganhos especulativos por empresas exportadoras diante da perda de lucratividade das exportações devido à apreciação cambial) e o efeito macroeconômico dos contratos de derivativos. A existência desses contratos veio à tona quando, com a desvalorização da moeda brasileira, algumas empresas tornaram pública a existência de elevadíssimos prejuízos, como detalhado na próxima seção.

Nesse contexto de ampliação da oferta de divisas e forte apreciação cambial (associada à dinâmica dos mercados de câmbio à vista e futuro), o BCB intensificou suas intervenções no segmento à vista, as quais conduziram as reservas internacionais brasileiras ao seu patamar recorde em junho (ver gráfico 4). Todavia, no primeiro semestre de 2007, assim como no biênio 2005-2006, a trajetória de apreciação do real persistiu inconteste. Uma possível resposta para essa aparente incógnita poderia ser buscada na institucionalidade do mercado à vista de câmbio brasileiro. Esse mercado, no entanto, não possuiu nenhuma singularidade em relação aos demais países emergentes (ver apêndice B), que poderia colocar em xeque a eficácia das intervenções do BCB. Assim como na maioria desses países predomina o método de transação via leilão eletrônico (*Clearing* da BM&F, instituída em 2006) ou por telefone mediante os bancos intermediários do BCB no mercado interbancário. Na realidade, parte da explicação para a continuidade da apreciação do real, a despeito das compras de divisas pela autoridade monetária brasileira, deve ser buscada na sua estratégia de intervenção no mercado de câmbio à vista, que se subordina, por sua vez, aos objetivos do regime de câmbio flutuante no Brasil.

Como já destacado, esses objetivos coincidiram, de forma geral, com aqueles do regime de metas de inflação – estabilidade dos preços e do sistema financeiro –, aos quais se somou, a partir de 2004, o acúmulo de reservas internacionais. Ou seja, na fase de auge do ciclo de liquidez internacional, as intervenções do BCB na ponta compradora do mercado de câmbio visaram reconstituir um colchão de liquidez em moeda estrangeira e reduzir a volatilidade cambial, sem procurar influenciar a tendência de apreciação do real (que se revelou fundamental para a eficácia da política de metas). Nesse contexto, o patamar da taxa de câmbio não constituiu uma meta da gestão cambial. A autoridade brasileira somente interveio, em algumas circunstâncias, para reduzir o ritmo desta apreciação, adotando a estratégia *leaning against the wind*,¹² já que mudanças abruptas desse patamar podem ampliar a incerteza, estimular movimentos especulativos e aumentar a volatilidade cambial.

Coerentemente com os seus objetivos macroeconômicos gerais e suas respectivas metas, o BCB perseguiu uma estratégia, previamente anunciada aos bancos intermediários, de atuar no final do dia, antes do fechamento do mercado, absorvendo as “sobras” de dólares aos preços vigentes no momento, sem procurar influenciar as cotações. Como destaca Archer (2005), é exatamente esta a estratégia recomendada quando a autoridade monetária não pretende influenciar o patamar de taxa de câmbio (ver apêndice B).

Caso o BCB tivesse adotado outra estratégia de intervenção no mercado de câmbio à vista – no que diz respeito aos volumes diários, ao *timing* e à transparência

12. Esta estratégia consiste na atuação do BC no sentido de evitar alta volatilidade cambial (ver apêndice B).

–, a intensidade da apreciação do real poderia ter sido bem menor, mas não seria estancada. Defende-se, aqui, a hipótese de que uma mudança nessa estratégia somente reduziria essa intensidade, mas não seria suficiente para deter a tendência de valorização cambial devido ao contexto de ampla abertura financeira. Ademais, no caso da economia brasileira, nesse período, a impossibilidade de o BC controlar, simultaneamente, a taxa básica de juros e a taxa de câmbio nominal neste contexto foi levada ao limite devido a duas especificidades.

A primeira especificidade consiste no alto custo fiscal das operações de esterilização (associado ao patamar da taxa básica de juros e ao elevado estoque da dívida mobiliária interna). A adoção de uma estratégia mais agressiva de compra de divisas (com o objetivo de influenciar a trajetória da taxa de câmbio) com esterilização parcial dos seus impactos monetários colocaria em risco a política de metas de inflação ancorada na manutenção de uma alta taxa básica de juros. A segunda (e principal) especificidade reside na existência de um mercado organizado de derivativos financeiros (BM&F) amplo e líquido, resultado da interação de dois fatores que se autoalimentaram na fase de auge do ciclo recente de liquidez: o maior grau de desenvolvimento desse mercado, relativamente aos demais países emergentes, associado ao contexto de alta inflação dos anos 1980; e o acesso sem restrições dos investidores estrangeiros à BM&F a partir de 2000.

Em relação a este último aspecto, Johnson (2007) apresenta dados evidenciando a dimensão relativa desta bolsa e o tamanho das apostas de apreciação do real lideradas pelos investidores estrangeiros. Além de ocupar uma das primeiras posições no *ranking* das principais bolsas de derivativos mundiais e a segunda dentre as bolsas emergentes (perdendo somente para a *Korea Exchange*, a bolsa da Coreia do Sul, na qual predominam as opções sobre o índice de ações), o número de contratos negociados na BM&F havia registrado a maior taxa de crescimento entre os primeiros bimestres de 2006 e 2007 (ver tabela 3).

TABELA 3
Principais bolsas de derivativos – milhões de contratos

Bolsa	Jan.-Fev. 2007	Jan.-Fev. 2006	Varição (%)
Korea Exchange	450,61	513,07	-12,2
Eurex	267,87	226,04	18,5
Chicago Mercantile Exchange	235,80	192,47	22,5
Chicago Board of Trade	152,19	122,19	24,6
Euronext.life	130,89	115,02	13,8
Chicago Board Options Exchange	122,61	99,24	23,5
International Securities Exchange	106,86	98,61	8,4
Bolsa de Mercadorias e Futuros	62,91	41,80	50,5
New York Mercantile Exchange	59,24	42,15	40,5
Bolsa de Valores de São Paulo	55,91	42,88	30,4

Fonte: Johnson (2007).

Se considerarmos somente os derivativos de câmbio vinculados ao real negociados na BM&F, estes ocupavam no primeiro bimestre de 2007 a posição recordista em termos de número de contratos negociados, não somente no âmbito dos mercados organizados dos países emergentes, mas também do segmento de derivativos de câmbio mundial (JOHNSON, 2007). O número de contratos de câmbio negociados na BM&F correspondia a quase 25% do total de contratos de derivativos de câmbio negociados em mercados organizados neste bimestre (44,7 milhões, cifra 41,6% superior à registrada no mesmo bimestre do ano anterior). Esse número recorde também está relacionado ao fato de alguns investidores globais utilizarem esses contratos como uma *proxy* de derivativos de moedas emergentes, que são altamente correlacionadas ao real (como a lira turca e o rand sul-africano), mas não possuem mercados de derivativos organizados líquidos e profundos.

Assim, pode-se afirmar que a principal especificidade do mercado de câmbio brasileiro consiste na dimensão, liquidez e profundidade do seu segmento futuro, características intrinsecamente vinculadas ao livre acesso dos investidores estrangeiros a esse segmento, que intensificou os canais de transmissão entre as decisões de aplicação desses investidores, a taxa de juros e a taxa de câmbio nominal. Vale destacar que é exatamente esse livre acesso que viabiliza as operações de arbitragem entre as negociações nos mercados externo (NDFs) e interno (BM&F e CETIP) de derivativos de câmbio. Em outras palavras, devido à inexistência de controles de capitais sobre as transações de não residentes no mercado organizado de derivativos, são criados “vasos comunicantes” entre esses dois mercados, que contribuem para manter a heterogeneidade de opiniões e, assim, ampliar os volumes negociados na BM&F, já que várias operações nessa bolsa são “espelhos” daquelas realizadas no mercado de NDF.

Esse conjunto de características do mercado de câmbio brasileiro condicionou, igualmente, a gestão da política cambial. Como já anunciado, a partir de fevereiro de 2005, o BCB decidiu oferecer derivativos de câmbio, denominados *swaps* reversos. Esses instrumentos equivalem à compra de dólar no futuro e à venda de contratos de DI, ou seja, são exatamente o reverso dos *swaps* ofertados nos momentos de depreciação do real, quando os investidores demandavam dólares em troca de reais (ver tabela 4).

TABELA 4
Operações de *swaps* do BCB – dezembro de 2003-junho de 2007

	Estoque de contratos		Proteção em DI	Exposição em dólar
	Vendidos	Comprados		
2003 dez.	628.886	31.550	82.278	-82.278
2004 dez.	305.040	-	38.343	-38.343
2005 dez.	32.313	164.394	-14.845	14.845
2006 dez.	3.350	260.374	-27.217	27.217
2007 jun	3.350	466.730	-42.436	42.436

Fonte: BCB. Elaboração própria.

Com as operações de *swaps* reversos, a autoridade monetária posicionou-se na ponta oposta aos investidores estrangeiros nos contratos de câmbio e de juros da BM&F, formando posições compradas em câmbio e vendidas em juros, com o objetivo de, respectivamente: *i*) atenuar a pressão de queda do preço do dólar no futuro (ou seja, de apreciação do real); *ii*) evitar a distorção na curva de juros provocada pela concentração dos investidores estrangeiros na ponta comprada dos contratos futuros de juros – que exercia pressão baixista sobre os juros futuros.

Da mesma forma que as intervenções no mercado de câmbio à vista, a oferta de *swaps* reversos provocou somente a redução da velocidade da apreciação do real, evitando a queda abrupta do preço do dólar futuro (e, *portanto*, do dólar à vista). Dado o diferencial entre o juro interno efetivo e aquele que corresponderia à soma do risco-país com a taxa de juros de menor risco (a chamada Selic neutra de arbitragem), sem as intervenções do BCB no mercado futuro a taxa de câmbio se converteria na variável de ajuste e se apreciaria, de forma praticamente instantânea, na intensidade necessária para garantir a vigência da paridade coberta de juros, o que implicaria o fechamento da “janela da arbitragem”. Ao evitar a apreciação da taxa de câmbio nessa intensidade, as expectativas de apreciação do real persistiram e se tornaram autorrealizáveis mediante as operações dos investidores estrangeiros nos mercados futuro e à vista, que persistiram ao longo do primeiro semestre de 2007 e mesmo após a eclosão da crise *subprime*, como destacado na próxima subseção.

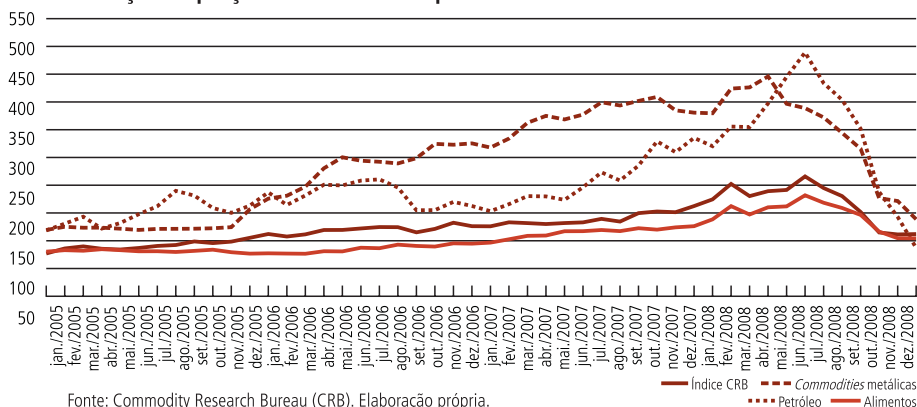
3.3 A gestão do regime cambial brasileiro no contexto da crise financeira internacional

De julho de 2007 – quando eclodiu a crise no mercado americano de hipotecas *subprime* – a julho de 2008, o real manteve sua trajetória de apreciação, ocupando a primeira posição no *ranking* das moedas dos países emergentes que adotam regimes de flutuação suja que mais se valorizaram frente ao dólar.¹³ Assim, nesse período, a gestão de política cambial seguiu o mesmo padrão observado na fase de alta do ciclo de liquidez internacional, detalhado no item anterior. No segmento à vista, o BCB manteve uma presença ativa, adotando a mesma estratégia de absorver as “sobras” de dólares aos preços vigentes no mercado interbancário com o objetivo de constituir um colchão de liquidez em moeda estrangeira e reduzir a volatilidade cambial, sem procurar influenciar a tendência de apreciação do real; e, no segmento futuro, manteve a venda de *swaps* cambiais reversos.

13. Segundo dados da Bloomberg, considerando as cotações de final de período, entre esses dois meses, a apreciação da moeda brasileira foi de 17%, frente aos 9,6% da nova lira turca, 8,6% do peso mexicano, 8,3% do rublo russo, 6% do ringgit malaio, 3,4% do peso chileno, 2,5% do peso argentino e 1,4% da rúpia indonésia. Já o baht tailandês, o won coreano e a rúpia indiana sofreram depreciação no período (de, respectivamente, 11,5%, 9,9% e 5,3%). Na comparação com o euro, a apreciação do real foi de 5,2%, o que constitui uma adicional indicação de que a valorização da moeda brasileira não foi mero reflexo da depreciação da divisa-chave no mercado internacional, como argumentado por alguns analistas.

A persistência do movimento da valorização da moeda brasileira, a despeito da deterioração do cenário financeiro internacional, decorreu da interação de um conjunto de fatores, que resultaram na manutenção de um fluxo positivo de capitais para o país e blindaram o mercado de câmbio brasileiro do efeito-contágio da crise até julho de 2008, dentre os quais sobressaem: *i*) a elevadíssima taxa básica de juros brasileira, cuja incontestável liderança no *ranking* mundial foi reforçada pelo aperto mais acentuado da política monetária brasileira do que nos demais países; *ii*) a forte alta dos preços das *commodities* (ver gráfico 10); e *iii*) a elevação da classificação do risco de crédito soberano do Brasil para “grau de investimento” pela agência internacional de *rating* Standard & Poors (S&P) seguida pela agência Fitch (PRATES; FARHI, 2009).

GRÁFICO 10
Evolução de preço das *commodities* primárias



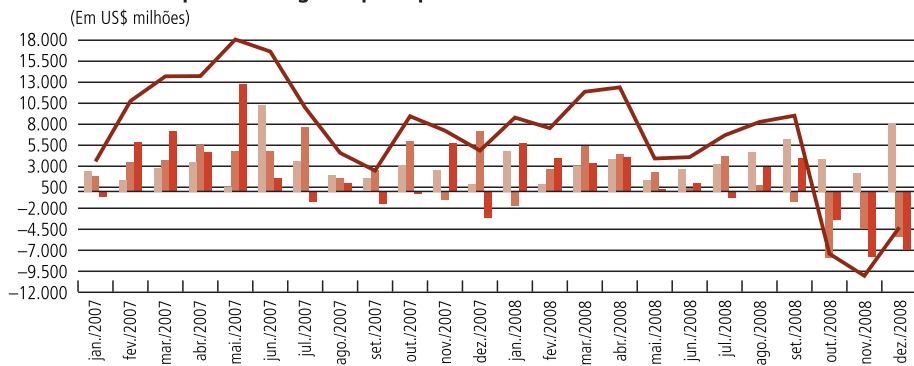
Fonte: Commodity Research Bureau (CRB). Elaboração própria.

No caso dos fluxos financeiros (investimentos de portfólio e outros investimentos), no primeiro semestre de 2007 (período pré-crise), a trajetória deste ingresso foi ascendente, ancorada no forte crescimento dos investimentos de portfólio e dos outros investimentos, revelando uma “euforia”, característica dos momentos que antecedem a eclosão das bolhas. No segundo semestre, esta trajetória muda de direção e se torna cadente. A entrada líquida de fluxos financeiros atinge seu piso em setembro (somente US\$ 994 milhões) e se recupera ligeiramente no último trimestre do ano (ver gráfico 11).

Nos primeiros oito meses de 2008, alguns fatores contribuíram para sustentar esses fluxos, e, assim, amortecer o resultado anual desfavorável, associado, sobretudo, ao desempenho do quarto trimestre, quando o setor externo brasileiro é contaminado pelo efeito-contágio da crise financeira internacional. Por um lado, os investimentos de portfólio em ações de empresas brasileiras (no país e no exterior) foram impulsionados por dois fatores mencionados acima (a alta dos preços das

commodities e a obtenção do “grau de investimento”). Por outro lado, as aplicações em títulos públicos de renda fixa no país foram estimuladas pelo aumento do diferencial entre os juros interno e externo, decorrente da alta da taxa Selic a partir de abril, num contexto de quedas sucessivas da taxa de juros americana. Nesse contexto, a alíquota de 1,5% do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) sobre aplicações de não residentes em títulos públicos, que vigorou entre abril e 10 de outubro (quando essa alíquota foi reduzida a zero), revelou-se insuficiente para reduzir a atratividade das aplicações em renda fixa (ver gráfico 12). Esse aumento estimulou, igualmente, as captações externas de curto prazo pelas empresas (na modalidade crédito comercial – fornecedores) e pelos bancos (mediante empréstimos e financiamentos de curto prazo) (ver gráfico 13).

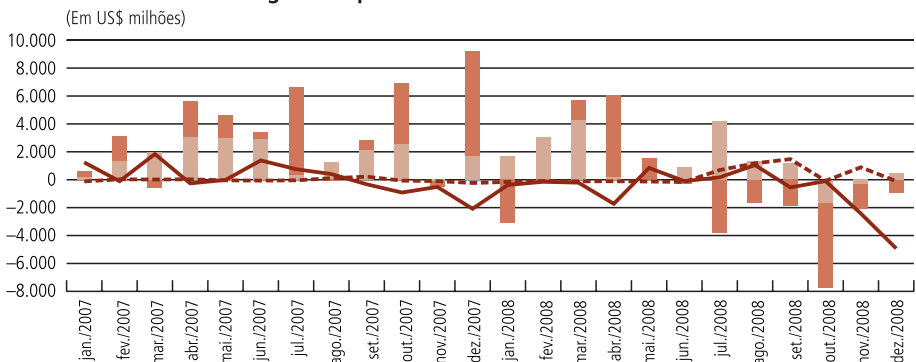
GRÁFICO 11
Fluxo de capital estrangeiro: principais modalidades



Fonte: BCB. Elaboração própria.

■ IDE ■ Investimento de portfólio ■ Outros investimentos — Fluxo de capital estrangeiro

GRÁFICO 12
Investimento estrangeiro de portfólio



Fonte: BCB. Elaboração própria.

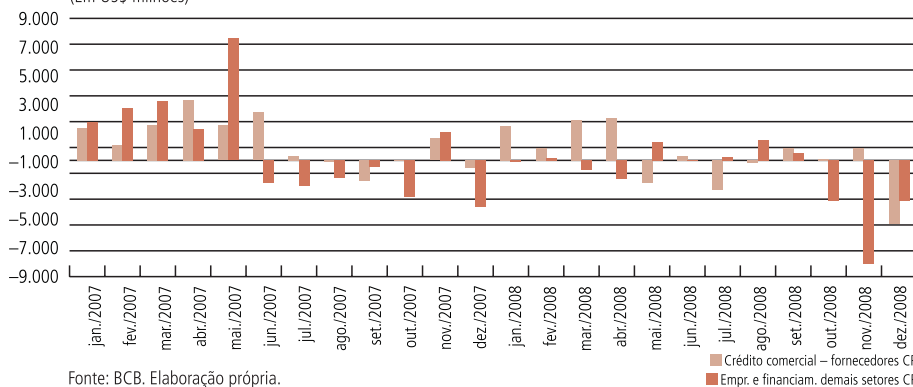
■ Renda fixa no país ■ Ações no país — Renda fixa no exterior - - - Ações no exterior

O desempenho do IDE de janeiro a agosto foi ainda mais surpreendente, garantindo um resultado anual recorde em termos históricos de US\$ 45 bilhões em 2008 (ver gráfico 11). Os ingressos de IDE foram estimulados pelas perspectivas de lucro nos setores produtores de *commodities* (principalmente extrativa mineral e biocombustíveis) e nas indústrias baseadas em recursos naturais (como metalurgia e produtos alimentícios), dada a trajetória altista dos preços desses bens até meados de 2008 (que constituiu, em certa medida, um dos efeitos colaterais da crise financeira internacional), bem como pelo maior dinamismo do mercado interno até o terceiro trimestre, que favoreceu investimentos nas indústrias automobilística e de máquinas e equipamentos (UNCTAD, 2008).

GRÁFICO 13

Outros investimentos estrangeiros: modalidades de curto prazo

(Em US\$ milhões)



Fonte: BCB. Elaboração própria.

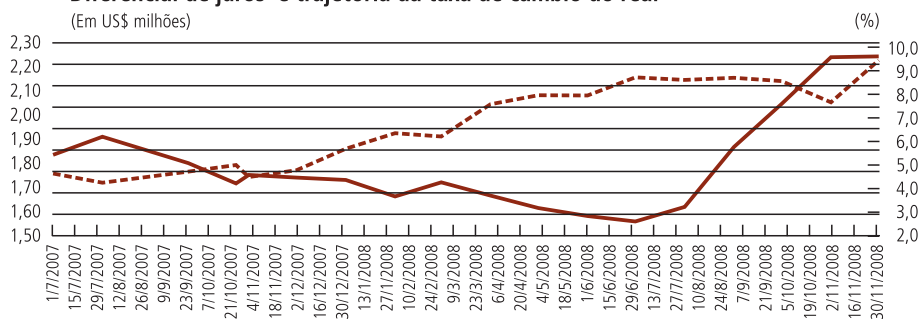
A partir de agosto de 2008, no entanto, o acirramento da crise financeira, que assumiu dimensões sistêmicas após a falência do Lehman Brothers (no dia 15 de setembro) provocou forte aumento da aversão ao risco dos investidores globais. Nesse contexto, os ativos e a moeda brasileira tornaram-se importantes alvos do movimento de desalavancagem global e de fuga para a qualidade dos investidores. O efeito-contágio da crise contaminou as duas modalidades de fluxos financeiros (que se tornaram fortemente deficitárias no quarto trimestre do ano) por meio de dois principais canais de transmissão: a liquidação dos investimentos de portfólio no mercado financeiro doméstico e a contração dos créditos externos, inclusive daqueles direcionados ao comércio exterior. Somente os fluxos de IDE, que têm um comportamento menos volátil e mais inercial, em função das decisões pretéritas de produção e investimento, continuaram apresentando superávit (ver gráfico 11).

No caso dos investimentos estrangeiros de portfólio, o *timing* e a intensidade do efeito-contágio da crise não foram homogêneos entre as suas quatro modalidades. Os investimentos em ações no país foram os primeiros a ser contaminados, tornan-

do-se negativos a partir de julho – em função da vendas de ações, principalmente da Petrobras e da Vale do Rio Doce, diante das expectativas de queda dos preços das *commodities* com o aprofundamento da crise, que se confirmaram (ver gráfico 10) –, mas registraram seu maior valor negativo em outubro (US\$ 6.066 milhões), quando o aumento da preferência pela liquidez e a necessidade de cobrir perdas em outros mercados resultaram num forte resgate das aplicações dos investidores estrangeiros na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa) (ver gráfico 12).

Já os investimentos em renda fixa no país permaneceram positivos entre janeiro e setembro (somando US\$ 16.843 milhões nesse período), atraídos pelo aumento do diferencial entre os juros internos e externos e pela tendência de apreciação do real até agosto (ver gráfico 14), tornando-se negativos somente em outubro e novembro, após a crise assumir dimensões sistêmicas. Em dezembro, contudo, eles voltam a apresentar ingresso líquido de recursos (de US\$ 462 milhões), possivelmente atraídos pelo patamar da taxa de juros brasileira (nominal e real), que mantinha sua liderança incontestada no *ranking* mundial (vale lembrar que a maioria dos países emergentes iniciou o processo de flexibilização da sua política monetária no último trimestre de 2008, ao contrário do Brasil). Os títulos de renda fixa emitidos no exterior também foram contaminados somente no último trimestre do ano, em função da forte contração do crédito no mercado financeiro internacional. Diante da impossibilidade de rolagem desses títulos, empresas e bancos brasileiros foram forçados a quitar os papéis com vencimento no período – *notes*, *commercial papers* e títulos de curto prazo (ver gráfico 12).

GRÁFICO 14
Diferencial de juros¹ e trajetória da taxa de câmbio do real²
(Em US\$ milhões)



Fonte: BCB, Federal Reserve e JP Morgan. Elaboração própria.

Nota: ¹O diferencial de juros equivale à diferença entre a soma da *Fed Fund Rate*

(taxa de juros básica dos Estados Unidos) e o Risco Brasil e a taxa SELIC (taxa de juros básica brasileira).

²Queda significa apreciação.

O *credit crunch* nos três últimos meses de 2008 contagiou, igualmente, as demais formas de crédito externo, inclusive as direcionadas ao comércio exterior, registradas na subconta Outros investimentos. O impacto foi mais forte na modalidade Emprês-

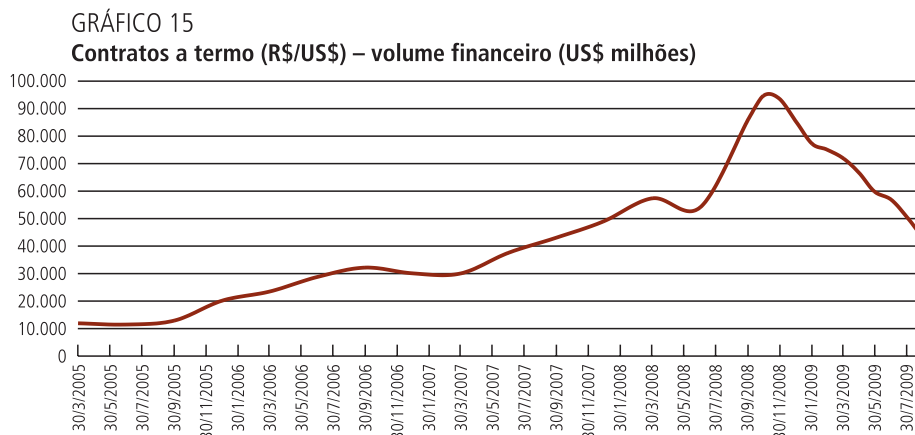
timos e financiamentos – demais setores de curto prazo, que registrou um déficit de US\$ 14,25 bilhões no quarto trimestre, pior resultado em termos trimestrais da série histórica do BC (que se inicia em 1979), associado à impossibilidade de renovação dessas linhas. Já a modalidade Crédito comercial – fornecedores de curto prazo, se tornou deficitária somente em dezembro, quando apresentou um saldo negativo de US\$ 4,8 bilhões, uma vez que os fornecedores no exterior foram igualmente afetados pelo congelamento do mercado internacional de crédito (ver gráfico 13).

A retração dos fluxos de capitais para o país também transparece no movimento do câmbio contratado, que, ao contrário do balanço de pagamentos (que reflete as transações efetivamente liquidadas) registra, como o próprio nome indica, a contratação de câmbio vinculada às operações comerciais e financeiras (essas últimas incluem, além do ingresso líquido de recursos externos, as rendas de investimento, ou seja, as remessas de juros, lucros e dividendos, o que explica os déficits entre maio e junho).

O aprofundamento da crise financeira internacional contaminou os dois segmentos do mercado primário de câmbio, tornando o seu saldo líquido negativo em US\$ 13.961 milhões no quarto trimestre de 2008 (contra um superávit de US\$ 17.188 milhões de janeiro a setembro). No caso do segmento comercial, o contágio da crise ocorreu por dois mecanismos: por um lado, pela contração dos créditos comerciais, que atingiu, principalmente, a contratação de câmbio de exportação nas modalidades Adiantamento sobre Contrato de Câmbio (ACCs) e Pagamento Antecipado de Exportação (PA); por outro lado, pela retração da demanda externa, associada à forte desaceleração econômica nos países desenvolvidos (e em alguns emergentes) no segundo semestre de 2008, que se refletiu no recuo da modalidade Exportação-demaís. Já o déficit no segmento financeiro decorreu, principalmente, da saída líquida de fluxos de capitais, mas também do aumento das remessas de lucros e dividendos pelas filiais das empresas e bancos internacionais para suas matrizes com o objetivo seja de compensar perdas em outros mercados, seja de atender à necessidade de “caixa” no exterior, dada a dificuldade de renovação das linhas de créditos.

O forte déficit no movimento de câmbio contratado foi um dos determinantes da depreciação do real a partir de setembro (ver gráfico 14), ao lado das operações com derivativos vinculados à taxa de câmbio do real. A partir de agosto, os investidores estrangeiros assumiram, novamente, posições compradas nos contratos futuros da BM&F, exercendo pressões em prol da depreciação do real. Essas pressões intensificaram-se com a desmontagem dos complexos contratos de derivativos cambiais de balcão no mercado doméstico e internacional realizados pelas empresas, que haviam se posicionado na ponta vendida no período de forte apreciação do real, como mencionado na seção anterior. Como mostra o gráfico 15, é possível identificar dois períodos de aumento mais expressivo das posições: o primeiro ocorreu no final de 2005 e em 2006; o segundo se inicia no final de 2007, quando a crise financeira internacional já tinha eclodido, e se acentua a

partir de agosto de 2008. Já na BM&F, as posições líquidas das empresas – ou seja, das pessoas jurídicas não financeiras – se elevaram após agosto de 2008, mas permaneceram num patamar muito baixo.



Fonte: CETIP. Elaboração própria.

Com a depreciação, as empresas incorreram em elevados prejuízos¹⁴ (que atingiram, por exemplo, R\$ 750 milhões no caso da Sadia e R\$ 1,95 bilhão no da Aracruz) e passaram a realizar contratos “espelho” com os bancos no mercado de balcão, nos quais assumiram posições compradas num mesmo montante e data de vencimento para anular o contrato original. Isto porque, enquanto na BM&F a posição original é liquidada quando o agente realiza uma operação contrária (e, assim, não aparece mais nas posições em aberto), as liquidações na CETIP (como nos demais mercados de balcão) envolvem, geralmente, a realização de uma operação idêntica à original, mas com os “sinais trocados”. Assim, essas operações são contadas duas vezes, uma referente à posição original e outra à sua liquidação antecipada, até o vencimento (PRATES; FARHI, 2009). Ou seja, o forte crescimento do volume financeiro dos contratos a termo de dólares entre meados de setembro e o final de outubro reflete as operações “espelho” realizadas pelas empresas. Em contrapartida, os bancos – que se posicionaram, dessa vez, na ponta vendida no mercado de balcão –, para se proteger do risco cambial (já que estão sujeitos a limites prudenciais), ampliaram suas posições compradas na BM&F.¹⁵

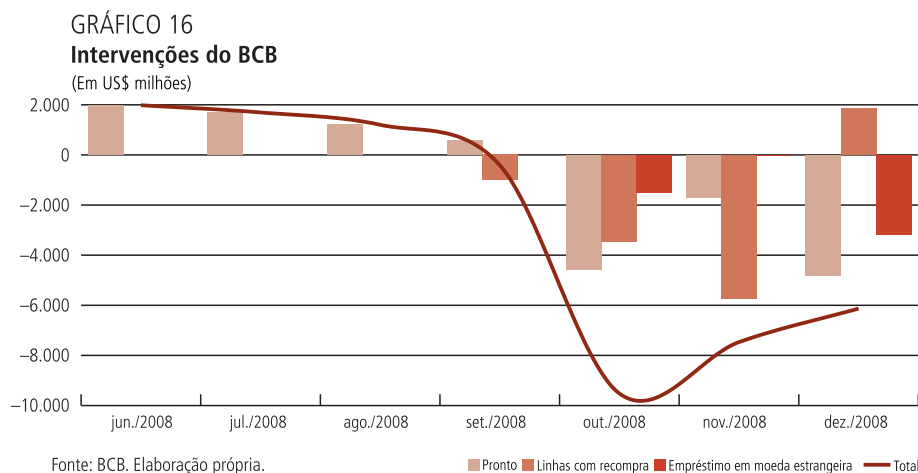
14. As empresas mexicanas e coreanas também realizaram operações com derivativos cambiais num contexto de perda de competitividade das exportações. Todavia, ao contrário do mercado brasileiro, os mercados de derivativos cambiais na Coreia do Sul e no México são *deliverable*, ou seja, as perdas ou ganhos com as operações são liquidadas em dólares, como na maioria dos países – o que reforça a demanda por moeda estrangeira em momentos de depreciação cambial.

15. É importante mencionar que as posições dos bancos nos contratos de câmbio da BM&F também estão associadas às suas posições abertas no mercado de câmbio à vista e a operações de arbitragem de juros. Por esta razão, na maioria das vezes, os bancos encontram-se na ponta contrária dos investidores estrangeiros na BM&F e, quando estão comprados no mercado à vista, estão vendidos na BM&F e vice-versa.

Estes contratos “espelho”, por sua vez, reforçaram a depreciação do real, criando um círculo vicioso. Em relação ao volume total envolvido, não há informações sobre as operações realizadas no mercado internacional (em que são negociados os NDFs vinculados ao real), onde não há registro das transações. Já os contratos firmados no Brasil, que são registrados na CETIP, somavam cerca de US\$ 94 bilhões em fins de outubro de 2008 (ver gráfico 15).

Neste contexto, o BCB procurou atenuar a escassez de liquidez em moeda estrangeira mediante, num primeiro momento, uma nova modalidade de intervenção instituída em setembro – os leilões de dólares com compromisso de recompra. Naquele momento, o BCB ainda não tinha conhecimento da gravidade do efeito-contágio (associado à desmontagem das operações nos mercados de derivativos) e, com isso, foi excessivamente cauteloso na utilização das reservas cambiais.

Somente em outubro, o BCB retomou as vendas convencionais de divisas (que não atingiram volumes expressivos) e também passou a realizar empréstimos em moeda estrangeira a partir das reservas internacionais, destinados ao financiamento do comércio exterior (ver gráfico 16). É possível levantar a hipótese de que a autoridade monetária brasileira, assim como os BCs de outros países latino-americanos (que historicamente conviveram com uma elevada vulnerabilidade externa) tiveram um maior receio (relativamente aos asiáticos) de abrir mão do seu colchão de segurança em moeda estrangeira, constituído durante a fase de alta dos preços das *commodities* (2003 a meados de 2008).



Além das operações no mercado à vista, que somaram US\$ 23.523 bilhões entre setembro e dezembro, em setembro o BCB interrompeu a rolagem dos contratos de *swaps* reversos e no início de outubro voltou a realizar leilões de contratos de *swaps* cambiais, nos quais assume uma posição passiva em dólar (ou

seja, a posição contrária à desejada pelos investidores estrangeiros e empresas não financeiras). Porém, a atuação do BCB nos segmentos à vista e futuro do mercado de câmbio não foi suficiente para conter a depreciação do real, de 27,25% entre 15 de setembro e 31 de dezembro de 2008, a quinta maior numa amostra de 30 países emergentes (atrás somente da Ucrânia, México, Rússia e Turquia, cujas moedas sofreram depreciações de, respectivamente, 68%, 32%, 32% e 28%).

4 CONCLUSÕES

A economia brasileira, bem como os demais países periféricos, vulneráveis a paradas súbitas ou a ingressos excessivos de fluxos de capitais de curto prazo, deparam-se, na realidade, com uma “dualidade impossível”: o contexto de livre mobilidade de capitais implica perda de autonomia de política econômica, independentemente do regime cambial adotado,¹⁶ pois um regime cambial de flutuação pura, além de não levar ao ajustamento automático dos balanços de pagamentos, acentua a inter-relação entre taxa de juros e taxa de câmbio e a influência das decisões de portfólio dos investidores globais sobre esses preços-chave. Em contrapartida, as economias que mantêm algum grau de controle sobre os fluxos de capitais conseguem, pelo menos parcialmente, insular suas políticas monetária e cambial dos efeitos desses ciclos.

No período analisado, a inter-relação entre as taxas de juros e de câmbio, inerente ao ambiente de ampla mobilidade de capitais, manifestou-se de forma diferenciada, dependendo da fase do ciclo de liquidez internacional. Enquanto no quadriênio 1999-2002, num contexto de escassez de recursos externos, foram os movimentos da taxa de câmbio que ditaram aqueles da taxa básica de juros – devido aos efeitos deletérios da desvalorização cambial sobre a inflação e sobre a situação patrimonial dos agentes com dívidas em (ou denominada em) moeda estrangeira – de 2003 a julho de 2008 foram os movimentos dos juros que passaram a condicionar a trajetória da taxa de câmbio.

Nesse último período e, especialmente, após dezembro de 2004, quando a autoridade monetária retoma suas intervenções no mercado de câmbio, sua atuação na ponta compradora dos seus dois segmentos (à vista e futuro) somente logrou reduzir o ritmo de apreciação do real. A trajetória da taxa Selic – que se manteve persistentemente acima do patamar da “Selic neutra da arbitragem” – condicionou, de forma decisiva, os movimentos da taxa de câmbio nominal. Dado o contexto de ampla mobilidade de capitais e existência de mercados de derivativos financeiros amplos e líquidos, a autoridade monetária brasileira não seria capaz de determinar, simultaneamente, as taxas de juros e de câmbio. Ao optar pela adoção de uma

16. Vale lembrar que, de acordo com o enunciado da “trindade impossível”, um regime de câmbio flutuante com livre mobilidade de capitais garantiria plena autonomia da política monetária.

gestão monetária restritiva para garantir a eficácia da política de metas de inflação, o BCB abriu mão, simultaneamente, de qualquer meta relativa à taxa de câmbio nominal, que se tornou a variável determinada do sistema e, ao mesmo tempo, o instrumento central para sua eficácia. Nesse período de abundância de liquidez externa e apreciação do real, o elevado coeficiente de repasse vigente na economia brasileira tornou-se um “aliado” dessa política, dados os efeitos benéficos dessa apreciação sobre a inflação interna.

Assim, do nosso ponto de vista, não se pode afirmar que a política cambial foi ineficaz nesse período. O BCB não somente tinha plena consciência do papel da apreciação do real para o cumprimento das rígidas metas de inflação, mas a induziu mediante a condução de uma política monetária restritiva (sob o argumento de supostas pressões de demanda). As intervenções tiveram como objetivos conter a volatilidade no mercado de câmbio, bem como acumular reservas (seja para ampliar o “colchão de segurança” frente a choques externos, seja para contribuir para a melhora do *rating* externo do país) e ambos foram alcançados com relativo êxito. Contudo, ao negligenciar o patamar da taxa de câmbio enquanto meta de política após 2003, a gestão cambial abriu mão de defender a competitividade externa das exportações, o que pode colocar em risco os superávits comerciais, fundamentais para a redução de forma permanente e sustentável da vulnerabilidade externa do país.

Finalmente, é importante tecer alguns comentários sobre os dilemas da gestão do regime de câmbio flutuante após o efeito-contágio da crise financeira internacional. A experiência do Brasil, assim como do México e da Coreia do Sul, revelou que num contexto de ampla abertura financeira, a adoção de políticas macroeconômicas prudentes e o acúmulo de volumes expressivos de reservas cambiais não são suficientes para imunizar suas economias e respectivas moedas dos riscos sistêmicos intrínsecos à globalização financeira. Nas posições de destaque no *ranking* das moedas que mais perderam valor no último trimestre de 2008 despontam países com elevados déficits em transações correntes (como Turquia e África do Sul), mas também economias com superávits em transações correntes (ou pequenos déficits) e volumes expressivos de reservas internacionais, que absorveram montantes expressivos de recursos de curto prazo, como os três países acima mencionados.

Brasil, México e Coreia do Sul adotaram após as respectivas crises cambiais dos anos 1990 a mesma combinação de política macroeconômica – regimes cambiais de flutuação suja e metas de inflação – e aprofundaram sua integração financeira com o exterior. O maior risco cambial, associado ao aumento da participação de investidores externos, resultou no aprofundamento (aumento da liquidez e dos volumes negociados) dos respectivos mercados de derivativos financeiros, sejam organizados, sejam de balcão. A presença de bancos estrangeiros (elevada no

caso do México e relevante nos casos do Brasil e da Coreia) também contribuiu para esse aprofundamento, na medida em que essas instituições têm experiência na montagem de operações com esses instrumentos nos mercados domésticos e estrangeiros. Outro denominador comum das experiências brasileira, mexicana e coreana foi a combinação de preços-chave vigente nos últimos anos. Diante do aumento das pressões inflacionárias associadas à alta dos preços das *commodities*, a adoção de políticas monetárias com viés restritivo e a apreciação cambial foram os mecanismos utilizados para lograr o cumprimento das metas de inflação.

Apesar das diferenças de intensidade (ambos os mecanismos foram levados ao limite no caso brasileiro), nos três países essa combinação gerou não somente distorções macroeconômicas (deterioração do resultado em transações correntes), mas também microeconômicas. Isto porque a perda de competitividade das exportações induziu a busca de *hedge* e/ou de ganhos especulativos (exatamente para atenuar essa perda) pelas empresas exportadoras mediante operações com derivativos vinculados à taxa de câmbio. Nos três casos, predominaram complexos contratos de balcão, introduzidos pelos bancos estrangeiros e rapidamente mimetizados pelas instituições domésticas.

A capacidade limitada do colchão de reservas de imunizar a economia brasileira (e outras economias emergentes com elevado grau de abertura financeira) contra o contágio da crise sistêmica (associada ao receio de uma perda súbita de reservas pelo BCB, ao desconhecimento da gravidade da crise, e à dimensão das posições especulativas dos investidores estrangeiros nos mercados à vista e futuro), bem como os efeitos potencialmente deletérios da trajetória de apreciação do real associada às opções de política adotadas – não somente na dimensão macroeconômica (manutenção do superávit em transações correntes), mas também microeconômica (montagem de estratégias de proteção e atenuação das perdas pelas empresas exportadoras) – torna premente a retomada da discussão sobre a importância da manutenção de uma taxa de câmbio competitiva e o papel das técnicas de gestão dos fluxos de capitais.

REFERÊNCIAS

ARCHER, D. **Foreign exchange market intervention: methods and tactics**. 2005 (BIS Papers, n. 24).

BIS. **Foreign exchange market intervention in emerging markets: motives, techniques and implications**. Basle: Bank of International Settlement, May 2005a (BIS Papers, n. 24).

_____. **Globalisation and monetary policy in emerging markets**. Basle: Bank of International Settlement, may, 2005b (BIS Papers, n. 23).

_____. **Quartely Review**. Basle: Bank of Internacional Settlement, Dec. 2008. Disponível em: <<http://www.bis.org>>

BRANDIMARTE, V.; BALARIN, R.; BAUTZER, T. Perdas de empresas com derivativos geram temor sobre saúde de bancos. **Valor Econômico**, 8 de out. 2008, p. C1.

BCB. Banco Central do Brasil. **Comunicado nº 6.565**, de 18/1/1999. Disponível em: <www.bcb.gov.br>

_____. **Relatório Anual, 2000**. Disponível em: <www.bcb.gov.br>

_____. **Relatório Anual, 2003**. Disponível em: <www.bcb.gov.br>

_____. **Relatório Anual, 2004**. Disponível em: <www.bcb.gov.br>

_____. **Relatório Anual, 2007**. Disponível em: <www.bcb.gov.br>

CALVO, G. A.; REINHART, C. M. **Fear of floating**. National Bureau of Economic Research, Nov. 2003 (NBER Working Paper, n. 7.993).

CANALES-KRILIJENKO, J. I. **Foreign exchange market organization in selected developing and transation economies: evidence from a survey**. Washington: International Monetary Fund, 2004 (IMF Working Paper, n. 4).

CARVALHO, F. J. C.; SICSÚ, J. Controvérsias recentes sobre controle de capitais. **Revista de Economia Política**, v. 24, n. 2 (94), p. 163-182, abr./jun. 2004.

CEPAL. **La reacción de los gobiernos de las Américas frente a la crisis internacional: una presentación sintética de las medidas de política anunciadas hasta el 31 de mayo de 2009**. Santiago de Chile: Naciones Unidas, junio 2009. Disponível em:<www.eclac.org>

EPSTEIN, G.; GRABEL, I.; JOMO, K. S. **Capital management techniques for development countries in the 90s**: seven success stories and lessons for the future. Cambridge, MA: Political Economy Research Institute, 2003 (Working paper, n. 56). Disponível em: <<http://ideas.repec.org>>

FARHI, M. O impacto dos ciclos de liquidez no Brasil. *In*: CARNEIRO, R. (Org.). **A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula**. São Paulo: Unesp, 2006.

_____. **O futuro no presente**: um estudo dos mercados de derivativos financeiros. 1998. Tese (Doutorado em Economia) – Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1998.

GREENVILLE, S. Exchange rate regimes for emerging markets. **BIS Review**, n. 97, 2000.

HOLUB, T. Foreign exchange interventions under inflation target: the Czech experience. **Czech National Bank Internal Research and Policy**, Jan. 2004 (Note, n.1).

IMF. **World Economic Outlook**. Apr. 2009, cap. 2 e 4. Disponível em: <<http://www.imf.org>>

JOHNSON, C. **Trading volume**: strong start to 2007 in most markets, futures industry magazine, may-june, 2007. Disponível em: <<http://www.futuresindustry.org>>

KING, M. R. Effective foreign exchange intervention: matching strategies with objectives. **Journal of International Finance**, v. 6, n. 2, p. 247-269, 2003.

MIHALIJEK, D. **Survey of central banks views on effects of intervention**. 2005 (BIS Papers, n. 24).

MOHANTY, M. S.; SCATIGNA, M. **Has globalisation reduced monetary policy independence?** 2005 (BIS Papers, n. 23).

MORENO, R. **Motives for intervention**. 2005 (BIS Papers, n. 24).

MOSER-BOEHM, P. **Governance aspects of foreign exchange interventions**. 2005 (BIS Papers, n. 24).

OCAMPO, J. A. **Developing countries' anti-cyclical policies in a globalized world**. Santiago, Chile: Cepal, nov. 2000 (Serie Temas de Coyuntura).

PRATES, D. M.; FARHI, M. **A crise financeira internacional, o grau de investimento e a taxa de câmbio do real**. Campinas: Instituto de Economia da Unicamp, 2009 (Texto para Discussão, n. 164).

PIRES DE SOUZA, F. E.; HOFF, C. R. O regime cambial brasileiro: 7 anos de flutuação. *In*: BERLINSKI, J. *et al.* **15 anos de Mercosur**: comércio, macroeconomia e inversiones extranjeras. 2006.

RODRIK, D. **The social cost o foreign exchange reserves**. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2006 (Working Paper, n. 11.952) Disponível em: <www.nber.org/papers/w11952>

SILVEIRA, M. A. C. da. **Intervenção da autoridade monetária no mercado de câmbio em regime de flutuação administrada**. Brasília, mai. 2003 (Notas Técnicas do Banco Central do Brasil, n. 24).

UNCTAD. **Trade and Development Report**. Geneve: United Nation for Trade and Development, 2002.

_____. **Trade and Development Report**, Sep. 2008. Disponível em: <<http://www.unctad.org>>

BIBLIOGRAFIA CONSULTADA

AKYÜZ, Y. **Financial liberalization: the key issues**. Genebra, 2003 (UNCTAD Discussion Papers, n. 56).

DISYATAT, P.; GALATI, G. **The effectiveness of foreign exchange intervention in emerging market countries**. 2005 (BIS Paper, n. 24).

DOOLEY, M. P.; FOLKERTS-LANDAU, D.; GARBER, P. **An essay on the revived Bretton woods system**. Cambridge, MA: National Bureau of Economic Research, 2003 (NBER Working Paper, n. 9.971).

FLASSBECK, H. **The exchange rate: economic policy tool or market price?** Geneve: United Nations Conference on Trade and Development, Nov. 2001 (UNCTAD Discussion Paper, n. 157).

HO, C.; McCAULEY, R. **Living with flexible exchange rate: issues and recent experience in inflation targeting emerging market economies**. Basle: Bank of International Settlements, Feb. 2003 (BIS Working Paper)

JARA, A.; MORENO, R.; TOVAR, C. E. The global crisis and Latin America: financial impact and policy responses. **BIS Quarterly Review**, p. 53-68, Jun. 2008. Disponível em: <<http://www.bis.org>>

MUNDELL, R. A. Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. **The Canadian Journal of Economics and Policy Science**, v. 29, n. 4, p. 475- 485, 1963.

NEELY, C. J. The practice of central bank intervention: looking under hood. **The Regional Economist**, Federal Reserve Bank of St Louis, p. 1-10, May/Jun. 2000.

UNCTAD. **Trade and Development Report**. Sep. 2009. Disponível em: <<http://www.unctad.org>>

UNITED NATIONS. **World Economic Situations and Prospects**, 2009. New York: United Nations. Disponível em: <<http://www.un.org>>

APÊNDICES

APÊNDICE A.1

Aspectos conceituais e analíticos da política cambial

Esta seção procura aprofundar alguns aspectos conceituais concernentes à questão da política cambial em geral.

Em comparação às soluções polares (câmbio fixo e livre flutuação) e mesmo aos regimes de banda cambial, os regimes de flutuação suja concedem às autoridades econômicas maior grau de liberdade na gestão ou política cambial, que consiste no *modus operandi* do regime de câmbio vigente. Esse *modus operandi* envolve tanto os objetivos e as metas de política perseguidos, como a forma de atingi-los, ou seja, a intervenção cambial *stricto sensu*, que envolve a estratégia de intervenção. Essas diversas dimensões da política cambial não são necessariamente definidas por uma mesma autoridade econômica. Enquanto o banco central é, de forma geral, a instituição executora da política cambial, a definição dos seus objetivos é atribuição do governo em alguns países.

Nos países que adotam o regime de câmbio flutuante, todavia, a influência dos mercados financeiros na determinação da taxa de câmbio nominal aumenta de forma significativa. Neste contexto, a eficácia da política cambial dependerá da correlação de forças entre a autoridade monetária e os agentes privados. O êxito das intervenções dessa autoridade no sentido de manter a taxa de câmbio no patamar desejado e/ou de atenuar sua volatilidade será inversamente proporcional ao grau de abertura financeira da economia – que condicionará a liquidez e a profundidade dos mercados de câmbio e financeiro domésticos.

O grau de liberdade das transações envolvendo moeda estrangeira – que afetará diretamente a correlação de forças entre o governo e os agentes privados no mercado de câmbio – dependerá das técnicas de gestão dos fluxos de capitais vigentes, que incluem dois tipos de instrumentos: os controles de capitais *stricto sensu*; e os mecanismos de regulamentação financeira prudencial que desempenham funções semelhantes a esses controles – como regras mais rígidas sobre as operações em moeda estrangeira dos bancos (EPSTEIN; GRABEL; JOMO, 2003). Como destacam Greenville (2000) e Mohanty e Scatigna (2005), essas técnicas ampliam o raio de manobra da política cambial nos países emergentes que adotam regimes de flutuação suja, ao contribuir no sentido de conter fluxos de capitais especulativos e o endividamento externo dos bancos e, assim, o risco de descasamento de moeda dos agentes residentes.

É importante explicitar a definição aqui utilizada de política cambial. É possível identificar na literatura três principais definições (MORENO, 2005).

A primeira definição, mais restrita, considera como política cambial somente as transações do BC no mercado de câmbio que: *i*) são esterilizadas, isto é, acompanhadas por operações da autoridade monetária que neutralizam o impacto financeiro dessas transações; *ii*) têm o objetivo de influenciar a taxa de câmbio. Na segunda definição, essa política abrangeria intervenções nos mercados de câmbio à vista e de derivativos (contratos futuros, *swaps* e opções), independentemente do seu impacto líquido sobre o mercado monetário (ou seja, esterilizadas ou não esterilizadas). Na terceira definição, a política cambial envolve qualquer transação que altera a posição líquida em moeda estrangeira do setor público. Nesse caso, além das intervenções nos mercados à vista e futuro (pelo BC e o Tesouro), é preciso considerar um instrumento adicional, as operações de dívida denominada ou indexada em moeda estrangeira (ARCHER, 2005). Esta é a definição adotada neste texto.

APÊNDICE A.2

Objetivos, estratégias e consequências da política cambial

A política cambial pode se subordinar a diferentes objetivos macroeconômicos, entre os quais: o controle da inflação; a manutenção do equilíbrio do balanço de pagamentos e da competitividade externa; e a prevenção de crises ou desordens de mercado que comprometam a estabilidade financeira. Esses objetivos macroeconômicos condicionam, por sua vez, as metas perseguidas, os indicadores monitorados, a forma de intervenção (esterilizadora ou não) e as estratégias adotadas pelas autoridades monetárias.

Tanto os objetivos e as metas, como a estratégia e a eficácia da intervenção no mercado de câmbio dependem de dois conjuntos de fatores. O primeiro conjunto inclui os condicionantes estruturais, entre os quais o estágio de desenvolvimento econômico, as características dos mercados financeiros domésticos e o grau de abertura financeira. No caso dos países emergentes, emissores de moedas não conversíveis (ou seja, que não exercem em âmbito internacional as três funções da moeda, quais sejam, unidade de conta, meio de troca e reserva de valor), esse grau constitui um condicionante fundamental da política cambial, como destacado acima. O segundo conjunto de fatores consiste nos condicionantes conjunturais ou macroeconômicos, que incluem, além da situação do balanço de pagamentos, o grau de repasse das variações cambiais aos preços e de descasamento de moeda, estruturalmente mais elevados nesses países (MORENO, 2005).

Em relação às metas da política cambial, destacam-se: a influência sobre o patamar da taxa de câmbio, a redução da volatilidade cambial e o acúmulo de reservas. A seleção dos indicadores monitorados também é condicionada pelos objetivos macroeconômicos. Por exemplo, no âmbito de um regime de câmbio

flutuante, se a principal meta de política é o controle da inflação, o repasse das variações cambiais para os preços internos é relevante e a evolução da taxa de câmbio será monitorada de forma a prevenir mudanças abruptas e reduzir a volatilidade. O quadro A.1 consolida as múltiplas relações entre os objetivos macroeconômicos, as metas (ou objetivos específicos) e os indicadores monitorados.

Enquanto a perseguição de um patamar para a taxa de câmbio subordina-se ao objetivo de manutenção da competitividade externa e da promoção do crescimento econômico sustentável – dado o papel essencial das exportações para esse crescimento, especialmente no caso dos países emergentes – nos países nos quais o controle da inflação e/ou prevenção de instabilidades nos mercados de câmbio e financeiro constituem as prioridades da política cambial, mudanças abruptas desse patamar são indesejáveis, em função dos seus efeitos deletérios sobre a inflação e/ou sobre a situação financeira dos agentes residentes com dívidas em (ou denominadas em) moeda estrangeira.

QUADRO A.1
Taxonomia da política cambial

Objetivos macro	Metas (objetivos específicos)	Indicadores monitorados
Controle da inflação	1. Resistir a movimentos abruptos do patamar da taxa de câmbio 2. Redução da volatilidade	1. Repasse cambial
Equilíbrio e competitividade externos	1. Redução da volatilidade 2. Influência sobre o patamar da taxa de câmbio	1. Fluxos de capital 2. Termos de troca
Estabilidade financeira e prevenção de crises e desordens de mercado	1. Resistir a movimentos abruptos 2. Redução da volatilidade 3. Manter a liquidez nos mercados cambiais 3. Acúmulo de reservas	1. Condições de mercado (volumes transacionados; posições dos diferentes participantes) 2. Fluxos de capitais 3. Transações nos mercados de derivativos 4. Descasamento de moedas
Redução da vulnerabilidade externa e melhora do <i>rating</i> soberano	1. Acúmulo de reservas 2. Redução da dívida externa	1. Transações correntes 2. Fluxos de capitais 3. Descasamento de moedas

Fonte: Elaboração própria a partir de Moreno (2005).

Além da influência sobre o patamar da taxa de câmbio, a gestão dos regimes de câmbio flutuante nos países emergentes também pode ter como metas alternativas (mas não necessariamente excludentes) a contenção da volatilidade cambial e o acúmulo de reservas.

A redução da volatilidade cambial está associada aos três objetivos macroeconômicos gerais, destacados anteriormente: essa meta pode se revelar importante para o controle da inflação e a manutenção da competitividade externa, bem como para a preservação da estabilidade macroeconômica ou financeira. No que se refere a esse último aspecto, os mercados de câmbio emergentes são mais sujeitos

a apostas especulativas devido a sua estreiteza e pouca profundidade. Países com dívida externa elevada, graus expressivos de descasamento de moedas ou sistemas financeiros frágeis são particularmente vulneráveis.

A terceira meta de política cambial consiste no acúmulo de reservas internacionais. Além da chamada “demanda precaucional”, um volume elevado de reservas pode reduzir os riscos soberanos e melhorar as notas de crédito (*credit ratings*). Nesse caso, os custos de acúmulo de reservas podem diminuir com o aumento do seu estoque (MORENO, 2005). Ademais, nos países que perseguem um modelo de crescimento induzido pelas exportações, o acúmulo de reservas constitui uma das implicações da política cambial voltada para a manutenção da taxa de câmbio num patamar competitivo, com impactos favoráveis para o desenvolvimento.

Na perseguição desta meta, as autoridades econômicas devem avaliar os impactos sobre a taxa de câmbio (que podem não ser desejáveis) e sobre o grau de desenvolvimento do mercado de câmbio (no sentido de inibir o seu aprofundamento), bem como sobre as contas públicas. Em princípio, o custo marginal de um dólar adicional deve ser comparado aos seus benefícios, mencionados acima, e dependem do patamar das reservas e da forma de financiamento da intervenção (emissão monetária, venda de títulos públicos e/ou endividamento externo).

As metas descritas acima, por sua vez, condicionam a estratégia da política cambial, que também sofre influência de outros fatores, como a direção e a volatilidade dos fluxos de capitais, que condicionarão o volume adequado de reservas para atingir os objetivos definidos (ARCHER, 2005; MORENO, 2005). Essa estratégia envolve cinco aspectos, detalhados no quadro A.2.

Os dois primeiros aspectos, interligados, referem-se aos mercados e aos instrumentos de intervenção. Considerando a definição mais ampla de política cambial utilizada neste artigo, além da intervenção nos mercados de câmbio (à vista e futuro), a política cambial pode recorrer ao mercado de derivativos (balcão ou organizados) e de títulos de dívida (emissão de títulos públicos indexados ao câmbio).

O terceiro aspecto (e talvez o mais controverso) consiste na transparência ou não das intervenções. Os argumentos na literatura favoráveis à transparência incluem sua importância para a eficácia do “canal das expectativas” e a necessidade de prestação de contas (*accountability* em inglês). Em contrapartida, os motivos para a não transparência (os quais estão relacionados ao objetivo da intervenção) seriam: *i*) minimizar os efeitos de intervenções não desejadas – no caso de a decisão ter sido tomada por outra instituição que não o BC, como o Tesouro; *ii*) maximizar o impacto da intervenção quando o seu objetivo é diminuir a volatilidade do mercado (o anúncio pode aumentar o risco de depreciações em algumas circunstâncias); e *iii*) alterar a composição monetária do portfólio do BC, sem afetar a taxa de câmbio.

QUADRO A.2
Estratégias da política cambial

1. Mercados	Mercado de câmbio à vista doméstico, atacado	Mercado de câmbio futuro	Mercado de derivativos de balcão	Mercado de títulos de dívida
2. Instrumentos	Venda/compra	Contratos futuros	<i>Swaps</i> e opções	Compra/venda de títulos públicos indexados à taxa de câmbio
3. Transparência	Transparência	Não transparência	n.a.	n.a.
4. Métodos de transação	Transação direta, usual/e por telefone, com os bancos intermediários (<i>dealers</i>)	Transações intermediadas por corretores	Transações c/ bancos intermediários (<i>dealers</i>)	Plataformas eletrônicas
5. Tamanho, frequência e <i>timing</i>	Grandes volumes, pouco frequentes e período de maior liquidez	Pequenos volumes, frequentes	Grandes volumes, frequentes	n.a.

Fonte: Elaboração própria a partir de Archer (2005).

Nota: n.a. = não se aplica.

O quarto aspecto refere-se ao método de transação – que diz respeito à institucionalidade do mercado interbancário de câmbio –, enquanto o quinto envolve o tamanho, a frequência e o *timing* da intervenção, se subordinando estritamente à meta de política cambial. Quando o acúmulo de reservas com um mínimo efeito sobre a taxa de câmbio é o objetivo perseguido, um padrão de frequentes, mas pequenas intervenções, deve ser esperado. Ademais, os bancos centrais que intervêm com esse intuito geralmente procuram efetuar transações a preços favoráveis no final do dia (MOSER-BOEHM, 2005). Em contrapartida, se o objetivo é influenciar a taxa de câmbio, as intervenções devem ser amplas e menos frequentes.

As estratégias da política cambial, por sua vez, influenciam sua eficácia no alcance dos objetivos e metas predefinidos, a qual dependerá, igualmente, dos condicionantes estruturais e macroeconômicos mencionados acima. Em princípio, as intervenções nos países emergentes são potencialmente mais eficazes em função de um conjunto de especificidades desses países: *i*) tamanho relativo da intervenção em relação ao giro do mercado (*turnover*); *ii*) existência de controles de capital que limitam o acesso aos mercados internacionais de capital, ampliando o poder do BC frente ao mercado; e *iii*) baixo nível de sofisticação dos mercados, que ampliam a vantagem informacional do banco central em relação aos participantes do mercado.

Assim, alguns dos fatores que influenciam positivamente a eficácia dessa política são os mesmos que justificam a maior recorrência das intervenções cambiais nos países emergentes de forma geral, quais sejam: como o mercado de câmbio é estreito e dominado por um pequeno número de agentes, provavelmente a taxa de câmbio será mais volátil caso as autoridades não forneçam alguma direção e suporte ao mercado; os mercados financeiros pouco desenvolvidos e incompletos também tornam a proteção contra o risco cambial caro e/ou inexistente, ampliando os custos da volatilidade cambial para os agentes e a economia como um todo.

APÊNDICE B.1

A gestão cambial nos países emergentes

Esta seção pretende fornecer um panorama geral da gestão dos regimes de câmbio flutuante nos países emergentes no período recente. Como já anunciado na introdução do capítulo, mesmo entre aqueles países que adotaram o binômio “câmbio flutuante-metas de inflação”, não existe um padrão ou modelo geral utilizado. As experiências desses países se diferenciam em relação ao formato institucional (autoridades responsáveis pela definição do regime cambial e pela sua gestão), bem como das estratégias e da eficácia da política cambial, como detalhado a seguir.

APÊNDICE B.2

Formato institucional

A distribuição de poderes no âmbito das políticas monetária e cambial consiste numa questão de extrema relevância, que é variável no tempo e entre os países. Diante da forte interdependência entre as políticas cambial e monetária, especialmente nas economias que adotaram um grau elevado de abertura financeira, em princípio os arranjos institucionais deveriam integrar os aspectos de governança nessas duas instâncias de política. Contudo, em alguns países onde a escolha do regime cambial é atribuição de outra instituição do governo que não o BC, sendo este o responsável pela definição dos objetivos da política monetária, podem surgir tensões entre essas duas políticas caso não existam procedimentos para a resolução de eventuais conflitos, como destacado a seguir.

No conjunto dos países que participaram da pesquisa do Bank of International Settlements (BIS) de 2004, há uma grande diversidade em relação à autoridade responsável pela definição do regime cambial. Em um quarto dos países, a decisão deve ser tomada conjuntamente pelo governo e pelo BC. Nos demais países, as seguintes opções são encontradas (em ordem decrescente de frequência): *i*) escolha pelo BC; *ii*) escolha pelo governo; *iii*) escolha pelo governo após consulta ao BC; *iv*) escolha pelo parlamento ou congresso; e *v*) escolha pelo BC sujeita à sanção pelo governo.

Já a implementação da política cambial (no âmbito do regime cambial já definido) é responsabilidade do BC na maioria dos países (78%). Contudo, existem importantes diferenças entre os países que adotam regimes de metas de inflação. No México, por exemplo, o BC deve implementar a política cambial no âmbito de diretrizes gerais definidas de forma conjunta com o governo. Essas diretrizes são estabelecidas pela Comissão de Câmbio (que também define o regime cambial vigente), composta por três membros do BC e três do Ministério das Finanças. Mas, o poder deste ministério é maior: além de ter o direito de decidir em caso

de empate, qualquer decisão oficial dessa comissão deve ter pelo menos um voto favorável de um membro do ministério. Já na Coreia e Nova Zelândia, a política cambial é uma responsabilidade conjunta do BC e do governo.

Nos países onde o governo tem influência sobre a política cambial, a existência de bancos centrais legalmente independentes e que adotam um regime de meta de inflação pode resultar em conflitos de política. Assim, por exemplo, a elevação da taxa de juros pelo BC para atingir essa meta pode provocar uma apreciação cambial. Esta pode ser desejável do ponto de vista do BC, ao contribuir para o processo de desinflação, mas se revelar contraditória com os objetivos do governo em relação à taxa de câmbio. Nessas circunstâncias, os arranjos de governança relativos às políticas cambial e monetária podem entrar em choque.

No que diz respeito às intervenções específicas no mercado de câmbio, na maioria dos casos esta decisão é atribuição da mesma instituição responsável pela política cambial. Mais de 90% dos BCs são responsáveis por essas intervenções. No México, coerentemente com o arranjo institucional do regime de câmbio flutuante, as intervenções são decididas conjuntamente pelo BC e o governo no âmbito da Comissão de Câmbio. Contudo, há diferenças em relação à instituição proprietária das reservas cambiais. No Brasil, Hong Kong, Coreia, Nova Zelândia e Peru, o total (ou quase o total) das reservas não são de propriedade dos respectivos BCs. No Brasil, elas pertencem ao governo, mas sua gestão é realizada pelo BCB. Na Coreia, o BC local tem o poder de decidir sobre as intervenções realizadas a partir das suas próprias reservas, após consultar o governo; enquanto o governo tem a palavra final nas intervenções efetuadas com suas próprias reservas, após consultar o BC (ver quadro B.1).

QUADRO B.1

Informações sobre a governança das intervenções cambiais

Países	Propriedade das reservas (% do BC)	Decisão sem intervenções ¹	Divulgação da estratégia de intervenção	Divulgação das intervenções efetuadas
África do Sul	100	Banco central	Em caso de mudança	Sim
Argentina	100	Banco central	Regularmente	Sim
Brasil	0	Banco central	Em caso de mudança	Sim, diariamente
Chile	100	Banco central	Em caso de mudança	Sim, semanalmente
Coreia	80	Banco central e Governo	Não	Não
Índia	100	Banco central	Regularmente	Não
México	100	Banco central e Governo	Em caso de mudança	Sim, diariamente
Tailândia	98	Banco central	Não	Não
Turquia	100	Banco central	Regularmente	Não

Fonte: Adaptado de Moser-Boehm (2005).

Nota: No caso das reservas do Banco da Coreia, após consulta ao governo e vice-versa.

No que diz respeito à tomada de decisão em relação às intervenções cambiais, a maioria das leis dos BCs não contemplam especificações sobre os procedimentos

internos de tomada de decisão. Essas intervenções são, geralmente, governadas pelas mesmas regras que norteiam as ações e decisões de política monetária (no México, contudo, existem procedimentos específicos para a política cambial). Na prática, decisões sobre as intervenções mais significativas são reservadas à autoridade principal ou ao colegiado executivo (*board*, em inglês). Já as pequenas intervenções são frequentemente delegadas à mesa de operação. Como essa mesa possui mais conhecimento e informação sobre a dinâmica do mercado, a delegação para essa mesa das decisões de “onde, quando e como” intervir pode ampliar a eficácia da intervenção, especialmente quando o seu objetivo é influenciar a dinâmica do mercado para maximizar o impacto sobre a taxa de câmbio (a resposta do mercado a uma intervenção pode demandar ações imediatas subsequentes, como uma segunda rodada de intervenção; se o mandato da mesa de operação é limitado, a ausência ou atraso dessas ações pode obscurecer a mensagem e debilitar a credibilidade do BC).

Como destaca Moser-Boehm (2005), as questões de governança relativas às intervenções cambiais parecem ser, de forma geral, menos explícitas do que aquelas relativas às decisões de política monetária. O fato de as intervenções cambiais serem conduzidas de forma menos pública ou declarada em vários países, exigiria, em contrapartida, procedimentos de governança mais claros e detalhados pelos BCs, mas estes não são geralmente disponibilizados. De forma geral, relatórios formais sobre mecanismos de governança enfatizam aspectos mais gerais, enquanto questões mais específicas são cobertas por regras e procedimentos internos raramente divulgados. Contudo, essa menor transparência é, na maioria dos casos, aceita pelos mercados e considerada coerente com os códigos de boa prática (ao contrário do observado na área da política monetária).

Em suma, existe, claramente, um *trade-off* entre o aumento da eficácia da política e os ganhos relativos a uma transparência maior, mesmo no caso de anúncios *a posteriori*, que influenciarão as expectativas de mercado.

APÊNDICE B.3

Objetivos, estratégias e eficácia da política cambial

A pesquisa do BIS também revelou uma ampla diversidade em relação aos objetivos, metas e estratégias da política cambial perseguidos pelos países emergentes que adotam regimes de câmbio flutuante. No que diz respeito aos objetivos macroeconômicos mais gerais, predomina o controle da inflação (estabilidade interna dos preços), coerentemente com a adoção de regimes de metas de inflação, explícitos ou implícitos, por vários desses países.¹⁷ Todavia, em alguns países, a gestão cambial também contempla como objetivos a manutenção da competitividade externa (preservação do valor externo da moeda), a estabilidade financeira e a redução da vulnerabilidade externa.

Coerentemente com a predominância do controle da inflação como objetivo macroeconômico mais geral, a maioria dos países emergentes elege como principal meta da política cambial a redução da volatilidade da taxa de câmbio (ver quadro A.1). Nas respostas ao questionário do BIS, os BCs destacaram a importância das ações para minimizar variações excessivas (*overshooting*), bem como para reduzir a velocidade de mudança da taxa de câmbio (em inglês, utiliza-se a expressão *leaning against the wind*). Isto porque, mesmo que o banco central em questão não tenha como meta o patamar dessa taxa, movimentos abruptos nos dois sentidos (depreciações ou apreciações) ampliam a incerteza em relação à sua trajetória futura, induzindo os agentes privados a postergarem as transações. Como destaca Silveira (2003), neste contexto a liquidez dos mercados diminui e a volatilidade cambial aumenta, estimulando a especulação e, com isso, flutuações espúrias da taxa de câmbio.

A atenuação da volatilidade cambial também constitui uma meta da política cambial quando esta se subordina a outros objetivos macroeconômicos, de forma complementar ou não com o controle da inflação. Caso esses objetivos contemplem a competitividade externa da economia, além da redução dessa volatilidade, a gestão cambial perseguirá explicitamente um patamar para a taxa de câmbio. Nos momentos em que a preservação da estabilidade financeira constitui o objetivo prioritário da política cambial, a meta complementar consiste no provimento de liquidez para garantir o funcionamento do mercado. Nos períodos de *stress*, a liquidez pode esvaír-se entre os bancos negociadores, que exercem influência na formação de preços (os chamados *market-makers*), inviabilizando as transações. Por exemplo, na Coreia e no Brasil, em 2002, as respectivas autoridades monetárias intervieram em períodos de volatilidade cambial, induzidas por incertezas políticas, para prover liquidez e preencher as diferenças entre as cotações de compra e venda.

A última meta de política cambial mencionada pelos BCs refere-se à acumulação de reservas em moeda estrangeira. Assim, a pesquisa do BIS sanciona a

17. Coerente na prática, mas não na teoria, já que o regime de metas está assentado no pressuposto teórico de que a taxa de câmbio seria a variável livre de ajuste, que garantiria o equilíbrio do balanço de pagamentos.

hipótese da “demanda precaucional” por reservas (ver quadro B.2). Todos os 16 BCs que responderam ao questionário acreditam que essa acumulação tem impacto positivo sobre a situação de vulnerabilidade externa – ao reduzirem os riscos de ataques especulativos e ampliarem a capacidade de intervenção do BC – e sobre as classificações de risco soberano (*ratings*).

Em relação às estratégias de política cambial dos países emergentes, a pesquisa do BIS corroborou as conclusões de dois trabalhos anteriores, quais sejam: Canales-Krilijenko (2004), baseado numa pesquisa realizada pelo FMI em 2001 envolvendo um grande número de economias desenvolvidas e em desenvolvimento; e King (2003). Os resultados desses três estudos revelam que a maioria das intervenções é realizada no mercado de câmbio à vista doméstico no segmento interbancário ou secundário. Todavia, apesar da predominância dessas intervenções, os países emergentes utilizam um leque de instrumentos de política cambial muito mais amplo do que os países centrais. Além da compra e venda de divisas no mercado à vista, esse leque inclui derivativos financeiros – *swaps* (utilizados na Índia, na Indonésia e no Brasil); opções (utilizados no México); e contratos futuros¹⁸ – e operações com títulos de dívida indexados à taxa de câmbio.

QUADRO B.2

Implicações externas da acumulação de reservas

	Impacto significativo	Algum impacto	Nenhum impacto
Efeito sobre <i>ratings</i> de crédito soberano	Indonésia, Venezuela	Argentina, Brasil, Índia, Coreia, Malásia, México, Peru, Filipinas, Polônia, África do Sul, Tailândia, Turquia	Colômbia
Efeito sobre sustentabilidade do endividamento externo	Argentina, Brasil, Colômbia, Coreia, Indonésia, Malásia, Peru, África do Sul, Turquia	México, Filipinas, Polônia, Venezuela	

Fonte: Respostas ao questionário do BIS (MIHALIJEK, 2005).

Nota: Número de respostas = 16 de um total de 23 (3 BCs não intervêm).

Quanto à frequência, ao *timing* e ao volume das intervenções, as respostas ao questionário do BIS indicam um viés pró-intervenção em horários normais, quando o mercado é mais profundo e líquido. A maioria dos bancos centrais da amostra interveio regularmente (mais de 50% dos dias de negócio) ou de forma irregular (a cada dez dias ou menos); em geral, as intervenções regulares predominam em economias grandes com elevado grau de abertura externa, e aquelas irregulares em países pequenos e, igualmente, abertos. O fato de os BCs intervirem nos momentos de maior liquidez parece refletir a prioridade concedida à contenção da volatilidade da taxa de câmbio enquanto meta da política cambial, como mencionado acima (MIHALIJEK, 2005). Em relação aos volumes envolvidos, não há um padrão

18. Esses contratos têm a desvantagem de serem pouco transparentes e resultaram em experiências negativas em alguns países nos momentos de crise cambial, entre os quais o Brasil e a Tailândia. No âmbito dos acordos do FMI assinados após as respectivas crises, esses contratos foram proibidos.

geral, sendo que alguns bancos centrais realizam intervenções em ampla escala e outros envolvendo pequenos volumes de recursos.

A postura dos BCs em relação à transparência das intervenções mostrou-se bastante heterogênea (ARCHER, 2005), mesmo entre os países que adotam o binômio “metas de inflação e câmbio flutuante” e perseguem metas semelhantes de política cambial.¹⁹ De forma geral, os bancos centrais que procuram reduzir a volatilidade cambial são mais transparentes e divulgam informações detalhadas sobre as intervenções correntes (e não somente sobre a estratégia geral). Contudo, existem exceções. Na Coreia, o BC intervém mediante instituições selecionadas entre os principais bancos e exige o compromisso de não divulgação de informações, que devem se manter confidenciais. Nessa seleção, o BC coreano utiliza como critério a capacidade de os bancos intermediadores (*dealers*) no mercado de câmbio fornecerem informações sobre o mercado e o seu papel ativo como formadores de mercado (*market-maker*).

Quando a meta é o acúmulo de reservas, as experiências mostram-se ainda mais divergentes. Em alguns países, as autoridades monetárias intervêm suavemente (pequenos volumes) e de forma pouco transparente para atingi-la (caso da África do Sul), enquanto em outros a opção é por uma estratégia visível e previsível. No México, por exemplo, as intervenções voltadas para a constituição de reservas são realizadas mediante leilões cujos parâmetros são anunciados previamente. No Chile, o BC adota a prática de divulgar o período e teto da intervenção (MOSER-BOEHM, 2005).

As estratégias de intervenção condicionam, por sua vez, a eficácia da política cambial. Contudo, essa eficácia depende, igualmente, de características estruturais dos países (grau de abertura financeira, dimensão do mercado de câmbio etc.). O estudo empírico mais amplo sobre esse tema é o de Canales-Krilijenko (2004), baseado numa pesquisa de 2001 do FMI (IMF's 2001 Survey on Foreign Exchange Market Organization). Um das suas principais conclusões é que, de forma geral, as intervenções dos BCs emergentes nos mercados de câmbio tendem a ser mais eficazes relativamente àquelas realizadas pelos BCs emissores das principais moedas negociadas internacionalmente. Essa maior eficácia está relacionada à adoção de regulamentações específicas – que ampliam as vantagens informacionais *vis-à-vis* os participantes do setor privado – e à ampla dimensão das intervenções cambiais e das reservas oficiais nos países emergentes relativamente ao giro do mercado de câmbio.

Já o estudo de Mihalijek (2005), a partir da pesquisa do BIS, chega a algumas conclusões relevantes sobre a relação entre, de um lado, a eficácia da política cambial e, de outro lado, as metas, estratégias e canais de influência sobre a taxa

19. Como destaca Holub (2004) a transparência nas operações no mercado de câmbio pode comprometer sua eficácia, mas também é impossível definir uma regra mecânica: uma tática que funcionou em uma situação pode ter pouco efeito em outra.

de câmbio. No que diz respeito às metas, as intervenções que procuram atenuar a volatilidade cambial são consideradas mais eficazes do que aquelas voltadas para a correção de desalinhamentos ou estabilização do patamar da taxa de câmbio (ver quadro B.3). Esse resultado deve estar associado, em parte, à importância do provimento da liquidez pelas autoridades monetárias nos mercados de câmbio dos países emergentes, predominantemente estreitos. É interessante mencionar que os BCs também declararam que conter movimentos de apreciação cambial tende a ser mais fácil do que resistir à depreciação, pois não há, em princípio, limites em relação ao volume de reservas. Contudo, para os países que adotam a estratégia de intervenção esterilizadora e mantêm um diferencial positivo entre os juros internos e externos (como o Brasil), esse limite se impõe na prática, devido aos custos fiscais dessa estratégia.

QUADRO B.3

Eficácia das intervenções de acordo com os principais objetivos

Eficácia	Objetivos	
	Correção de desalinhamentos ou estabilização da taxa de câmbio num patamar desejado	Conter excessiva volatilidade cambial
Eficaz na maior parte do tempo	Argentina, Chile, Hong Kong, Malásia, Cingapura e Tailândia	Argentina, Chile, Colômbia, Hungria, Índia, Indonésia, Coreia, Peru, Filipinas, Cingapura, Tailândia e Turquia
Eficaz em alguns momentos	República Checa, Hungria, Indonésia, Coreia e Venezuela	Brasil, República Checa, México e Venezuela

Fonte: Respostas ao questionário do BIS (MIHALJEK, 2005).

Nota: Número de observações = 18 de um total de 23. 3 BCs da amostra não entrevistaram de 2002 até o terceiro trimestre de 2004.

APÊNDICE B.4

Técnicas de gestão dos fluxos de capitais

Alguns BCs, além de intervirem diretamente no mercado de câmbio, adotam técnicas de gestão de fluxos de capitais que ampliam os graus de liberdade da política cambial (atenuando os conflitos com a política monetária) e a eficácia da intervenção, em momentos de excesso e escassez de divisas.²⁰ Como destaca Ocampo (2000), essas técnicas contribuem, igualmente, para aprimorar a estrutura de maturidade das dívidas em moeda estrangeira, constituindo um instrumento da política de administração dos passivos, fundamental nesses países sujeitos ao descasamento de moedas.²¹ Enquanto o controle de capitais predomina nos países asiáticos, os instrumentos de regulamentação prudencial são utilizados por um leque mais amplo de países, inclusive latino-americanos (ver quadro B.4).

QUADRO B.4

Técnicas de gestão dos fluxos de capitais

Instrumentos utilizados conjuntamente com a intervenção no mercado de câmbio	Controles de capitais			
	Controles sobre as saídas	Controles sobre as entradas	Restrições ao acesso de não residentes a moeda/ ativos domésticos	Regulamentação prudencial
Frequentemente utilizados	Indonésia, Malásia	Indonésia, Malásia	Indonésia, Malásia	Indonésia, Coreia, Malásia
Utilizados às vezes	Argentina, Índia	Índia	Índia	Brasil, Colômbia, Índia, Filipinas, Tailândia, Venezuela
Nunca utilizados	República Checa, Hong Kong, Hungria, Coreia	República Checa, Hong Kong, Hungria, Coreia, Venezuela	República Checa, Hong Kong, Hungria, Coreia	Chile, República Checa, Hong Kong, Hungria, Coreia

Fonte: Respostas ao questionário do BIS (MIHALUEK, 2005).

Nota: Número de respostas = 15 de um total de 23.

Nas respostas ao questionário do BIS, foram mencionados vários argumentos favoráveis à adoção desses instrumentos: *i*) os limites à posição líquida em moeda estrangeira das instituições financeiras, como uma porcentagem do seu patrimônio, reduzem sua capacidade de converter posições em moeda estrangeira em fluxos de divisas, que podem ter efeitos amplos e expressivos sobre a taxa de câmbio; *ii*) nos períodos de depreciação, o reforço das regulamentações prudenciais pode inibir a demanda por moeda estrangeira; *iii*) a adoção de medidas complementares pode afetar expectativas ao sinalizar a intenção das autoridades de estabilizar o mercado de câmbio; *iv*) certos controles de capitais contribuem para diminuir fluxos de capitais que poderiam causar choques em mercados de câmbio estreitos.

20. Para uma discussão sobre os argumentos favoráveis e contrários aos controles de capitais, ver: Carvalho e Sicsú (2004).

21. Um importante exemplo é a imposição de requerimentos de reservas sobre os passivos em moeda estrangeira, adotada no Chile e na Colômbia nos anos 1990. Como destaca Ocampo (2000), vários estudos mostraram a eficácia deste instrumento no sentido de melhorar a estrutura de maturidade dos passivos externos.

APÊNDICE C.1

O mercado doméstico de derivativos cambiais

Os principais instrumentos derivativos vinculados à taxa de câmbio do real negociados no mercado doméstico são os contratos futuros, as opções e os *swaps*, cujas características são detalhadas a seguir, com base em Farhi (1998).

Contratos futuros – Nos mercados futuros organizados, as especificações da mercadoria ou do ativo, as datas de vencimento e as modalidades da eventual entrega são previamente definidas de forma precisa em contratos padronizados. O objeto da negociação passa a ser não mais a mercadoria ou o ativo subjacente, mas o contrato que representa um compromisso padronizado de compra ou de venda, a um preço fixado no momento da realização do negócio para um vencimento futuro específico. Para cada ativo subjacente, os contratos fixam as datas dos diversos vencimentos. O vencimento de maior liquidez do futuro de câmbio da BM&F – aquele que concentra a maioria dos negócios realizados e que permite aos agentes, a qualquer momento, abrir ou encerrar uma posição – consiste no chamado primeiro futuro, o contrato que vence no primeiro dia útil de cada mês. Enquanto no mercado à vista com entrega imediata ou diferida, o operador negocia mercadorias disponíveis ou suscetíveis de estarem disponíveis num lapso determinado de tempo, nos mercados futuros é possível vender a descoberto um ativo subjacente que não se possui ou comprar ativos que não se pretende vir a possuir. Para liquidar essas posições, basta realizar, em qualquer momento durante a vida útil do contrato, a operação inversa à posição inicialmente assumida. Esta forma de liquidação é a mais comumente empregada em todos os mercados futuros e representa mais de 99% de todas as liquidações, inclusive nos mercados que preveem a possibilidade de entrega efetiva no vencimento, que não ocorre na BM&F. Ela só é possível por causa do alto grau de padronização dos contratos. Quando as posições são carregadas até a data do vencimento, seu encerramento na BM&F ocorre mediante a liquidação por diferença (já que a liquidação por entrega efetiva não é permitida): no vencimento, a liquidação de todas as posições ainda existentes é efetuada pela Bolsa em questão pela cotação do ativo à vista naquela data. A câmara de compensação da Bolsa promove diariamente a conciliação de todas as transações futuras, assegurando que, para cada posição vendida a um determinado preço, existe uma posição comprada no mesmo preço e promovendo as necessárias liquidações das posições já existentes. Uma vez efetuada a conciliação e registradas as operações, os compradores e os vendedores passam a não ter mais relação entre si. Assim, essa câmara constitui, deste momento em diante, a contraparte de todas as transações registradas. Tal procedimento reduz ou elimina os riscos de crédito, assegurando a integridade financeira dos negócios realizados, e possibilita a liquidação de posições através da operação contrária, sem necessidade de recorrer à contraparte inicial do

negócio. Como, por definição, o número de posições compradas é exatamente igual ao número de posições vendidas, a posição líquida da câmara de compensação é sempre nula. Com exceção de uma pequena taxa de registro das operações, o saldo financeiro final das atividades da compensação é também nulo na medida em que as somas que recebe são idênticas às somas que deve pagar. Para o funcionamento das câmaras de compensação é essencial que todas as operações realizadas durante o dia, a preços bastante diversos, e aquelas que provêm de pregões anteriores possam ser financeiramente equiparadas. Esse é o papel do preço de fechamento, denominado ainda “preço de ajuste”, base oficial dos cálculos da compensação que determinarão as quantias a pagar pelos detentores de posições com prejuízos e a receber pelos detentores de posições com lucro. Esses pagamentos (chamados de “ajustes diários”, “ajustes de margem” ou ainda de “margem”), além de igualarem financeiramente todos os contratos existentes, têm a função de verificar a existência de disponibilidades financeiras das partes com prejuízos. Com efeito, eles obrigam todos os participantes com posições perdedoras a cobrir periodicamente seus prejuízos, impedindo que esses se avolumem a ponto de ultrapassar sua capacidade financeira. Os ajustes diários são cobrados ou pagos pela compensação enquanto as posições não são liquidadas. Mas, por motivo de segurança, este organismo exige um depósito inicial – em geral, uma pequena fração do valor do contrato – tanto dos compradores quanto dos vendedores, todas as vezes em que uma posição não é encerrada no mesmo dia em que foi iniciada. Este depósito pode ser constituído de títulos públicos, avais bancários ou, mais raramente, depósitos em dinheiro remunerados pelas taxas correntes para aplicações de curto prazo. Ele tem por finalidade garantir o pagamento dos ajustes diários. Caso estes não sejam efetuados, é declarada a inadimplência do devedor e suas posições são imediatamente liquidadas. Nesse caso, o depósito inicial é utilizado para cobrir os ajustes diários devidos. Caso o prejuízo seja superior a esse depósito, a corretora membro da Bolsa que originalmente registrou a operação é obrigada a cobri-lo. Quando esta, por sua vez, não consegue cobrir o prejuízo, o capital próprio da câmara de compensação será utilizado. Normalmente, o depósito original é devolvido no dia seguinte ao da liquidação das posições e após o pagamento dos ajustes devidos. Avalia-se o efeito de alavancagem nos mercados futuros tomando-se como base exatamente o depósito inicial, que constitui o requisito mínimo para qualquer participação. Levando-se em conta que o depósito inicial é devolvido no encerramento da posição, conclui-se que a alavancagem embutida no mecanismo de mercado futuro é bastante elevada, já que o custo real de se participar do mercado se resume a uma eventual perda de liquidez momentânea acarretada pela exigência de depósito.

Opções – Os mercados de opções sobre ativos financeiros nasceram do desejo dos detentores de ativos financeiros de beneficiar-se de uma eventual alta de seus preços, sem arcar com o risco de eventuais quedas; bem como do desejo dos

devedores de tirar proveito de uma possível baixa de preços, estando cobertos do risco de uma alta. Com a utilização dos mecanismos de opções, os participantes do mercado conseguem, mediante o pagamento de um prêmio, eliminar algumas das restrições à realização sistemática das operações de cobertura de riscos. As opções são definidas como sendo o direito e não a obrigação para seu comprador (ou titular) de adquirir ou de vender um ativo subjacente, a um preço predeterminado (preço de exercício) num futuro também determinado (vencimento ou maturidade). Até esse vencimento, as opções são consideradas como tendo “vida útil”. As opções que dão a seu titular o direito de comprar o ativo subjacente são chamadas de opções de compra (*call options*), enquanto as opções que garantem a seu titular o direito de vender o ativo subjacente são conhecidas como opções de venda (*put options*). O comprador da opção só exercerá seu direito contratual se isso for vantajoso. O que significa que, no momento do exercício, a opção permite comprar o ativo subjacente mais barato do que os preços do momento no mercado à vista ou vendê-lo mais caro. Caso contrário, deixará sua opção vencer sem exercê-la. Para usufruir desse direito, o titular da opção paga ao vendedor (lançador), no momento da realização do negócio, uma soma em dinheiro ou “prêmio”. Em troca do recebimento do prêmio, o vendedor da opção assume a obrigação de vender ou comprar o ativo subjacente a um preço predeterminado num futuro também estabelecido, se este for o desejo do comprador. Os perfis de ganhos e perdas das opções são completamente distintos daqueles originados da detenção direta do ativo subjacente ou de sua venda. Estes perfis são igualmente distintos e assimétricos para os compradores de uma opção e para seus vendedores. A assimetria das situações dos compradores (que têm direitos e não obrigações) e vendedores de opções (que têm obrigações e não direitos) exprime-se também no fato que, nos mercados organizados, os depósitos originais só são cobrados dos vendedores de opções de compra ou de venda. Os compradores de opções, após o pagamento do prêmio devido, são dispensados do pagamento dos depósitos originais, na medida em que seus prejuízos máximos estão limitados ao valor deste prêmio. Em compensação, o prejuízo dos vendedores de opções pode, teoricamente, ser ilimitado, bastando para isso que o preço do ativo subjacente esteja muito acima do preço em que se comprometeram a vendê-lo ou muito abaixo do preço em que se engajaram a comprá-lo. No entanto, seus ganhos limitam-se ao prêmio recebido. Para um titular de opção, o efeito de alavancagem é muito mais acentuado nos mercados de opções do que nos mercados futuros. Uma pequena soma inicial de dinheiro pode mais do que centuplicar em algumas situações.

Swaps – Nos anos 1980, ocorreu a imensa expansão dos contratos de troca (*swaps*), que representam uma das grandes inovações financeiras no plano internacional. Por definição, um *swap* é um contrato de troca entre duas partes que se comprometem a intercambiar entre si ativos ou fluxos financeiros num prazo

predeterminado. Há dois tipos básicos de *swaps*. O primeiro é o *swap* de juros que envolve a troca de fluxos financeiros expressos na mesma divisa. O segundo é o *swap* de câmbio ou de divisas expresso em moedas diferentes. Os *swaps* de taxas de juros e de câmbio são instrumentos financeiros tipicamente negociados no mercado de balcão. No entanto, as principais instituições financeiras fornecem permanentemente cotações para os tipos de operações mais comuns.

Nos países, como o Brasil, com um mercado de derivativos de câmbio desenvolvido e um elevado grau de abertura financeira (que cria “vasos comunicantes” com o mercado de derivativos de câmbio externo), as negociações envolvendo esses instrumentos financeiros exercem uma influência fundamental na evolução da taxa de câmbio nominal. As operações de arbitragem no tempo constituem o principal mecanismo de transmissão entre a taxa do mercado futuro e a taxa de câmbio à vista. Mediante essas operações, os bancos e gestores de fundos procuram obter lucro a partir de diferenças de curtíssimo prazo nas cotações das moedas e nas respectivas taxas de juros.

A diferença entre os preços de qualquer ativo no mercado à vista e futuro é denominada “base” ou “prêmio”. No caso dos ativos financeiros, o prêmio em situações normais está relacionado, essencialmente, à taxa de juros vigente no mercado monetário para o mesmo prazo (além dos custos de transação) – em outras palavras, o preço futuro consiste no preço à vista capitalizado pela taxa de juros. No caso da taxa de câmbio, a base ou prêmio depende do diferencial de juros entre as duas divisas em questão. Para as moedas dos países emergentes como o Brasil, tal prêmio inclui um indicador numérico do grau de aversão ao risco soberano (o chamado risco país).

Assim, a cotação da taxa de câmbio futura depende da sua cotação à vista, capitalizada pelo diferencial entre os juros das duas divisas no período de tempo considerado. Três situações são possíveis: *i*) a taxa de câmbio futura equivale à taxa à vista mais o prêmio normal; *ii*) a taxa futura carrega um prêmio efetivo superior à taxa à vista acrescida do diferencial de juros, induzindo os agentes a comprar o ativo no mercado à vista e vendê-lo no futuro para lucrar com a uma taxa de aplicação maior; *iii*) a taxa futura embute um prêmio efetivo inferior à taxa à vista acrescida do diferencial de juros, o que leva os agentes a vender o ativo no mercado à vista e o adquirirem no mercado futuro, usufruindo uma taxa de captação mais barata. Prêmios superiores ou inferiores ao prêmio normal somente vigoram durante períodos curtos, pois as operações de arbitragem entre os dois segmentos conduzem à convergência para um prêmio “normal” (equivalente ao diferencial de juros), tornando as cotações dos mercados à vista e futuro intrinsecamente vinculadas.

PROPOSTAS PARA UMA POLÍTICA CAMBIAL COM FOCO NO DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO

1 INTRODUÇÃO

O debate sobre os efeitos do câmbio na economia brasileira continua intenso. De um lado, economistas mais liberais reduzem a importância do nível da taxa de câmbio como determinante do processo de crescimento econômico. De outro, economistas de viés mais desenvolvimentista chamam a atenção para os possíveis efeitos negativos de uma apreciação excessiva e da alta volatilidade da taxa de câmbio no Brasil. No cerne dessa discussão está a política cambial e a forma de intervenção do governo nesse mercado, tanto em termos de desenho institucional quanto num nível mais operacional de compra e venda de reservas.

Nesse contexto o capítulo procura contribuir para o debate e tem por objetivo elaborar propostas para uma política cambial que privilegie o desenvolvimento econômico com foco na geração de emprego, renda e produção doméstica e aumento da produtividade dos trabalhadores e indústrias nacionais. Partindo da premissa de que o nível da taxa de câmbio nominal e real resultante das transações no mercado de câmbio não se reverte necessariamente num nível ótimo do ponto de vista do desenvolvimento econômico, elencam-se sugestões para um regime cambial administrado que tenha como foco a promoção do desenvolvimento econômico do país.

Além das questões teóricas relevantes para a discussão, o capítulo analisa também casos empíricos, com destaque para países da Ásia e da América Latina. As evidências aqui apresentadas apontam para uma recorrente subvalorização das moedas asiáticas quando comparadas às latino-americanas nos anos 1980 e 1990. Essas evidências tendem a comprovar a hipótese principal deste trabalho e estão em linha com a literatura empírica que ressalta a importância de câmbios competitivos como uma das explicações para o relativo sucesso dos países do Leste e do Sudeste Asiático nos últimos 30 anos, notadamente quando comparado ao desempenho decepcionante dos latino-americanos e africanos.

O capítulo se divide em cinco seções, além desta breve introdução. Na seção 2, discutem-se os efeitos do nível e da volatilidade da taxa de câmbio na dinâmica de produtividade e nas contas externas do país. A seção 3 faz uma análise das possíveis estratégias de administração da taxa de câmbio nominal de modo a influenciar o comportamento

da taxa de câmbio real e trata da articulação da política macroeconômica necessária para se atingir uma meta de câmbio competitivo e estável, como é proposto neste trabalho. As seções 4 e 5 discutem, respectivamente, experiências na América Latina e no Leste Asiático nos anos 1980 e 1990. A última seção traz algumas conclusões.

2 COMPETITIVIDADE DA TAXA DE CÂMBIO E SEUS EFEITOS SOBRE A PRODUTIVIDADE

Uma das importantes discussões sobre os efeitos da taxa de câmbio numa economia diz respeito aos seus impactos sobre o nível geral de produtividade. Alguns economistas defendem que um câmbio apreciado pode ter um efeito benéfico na produtividade na medida em que reduz o preço das máquinas importadas e obriga as empresas a operarem em seu limite de eficiência devido à concorrência com bens importados. Este trabalho argumentará que um câmbio competitivo e, portanto, relativamente desvalorizado tende a promover o aumento de produtividade e não o inverso.

Um nível competitivo e estável da taxa de câmbio tem efeitos benéficos para a economia doméstica na medida em que estimula a produção de manufaturas para o mercado doméstico e mundial. Ao aumentar o preço relativo dos bens comercializáveis domesticamente e, portanto, a rentabilidade da produção de bens industriais, um câmbio competitivo estimula o aumento de produção e investimento nesse setor, rico em economias de escala, o que acaba por promover fortemente o aumento da produtividade dos trabalhadores. É importante fazer aqui um contraponto à tese mencionada acima de que um câmbio relativamente apreciado pode estimular aumentos de produtividade, pois reduz o preço de máquinas importadas.

De fato, dois canais operam em relação aos efeitos do nível do câmbio na produtividade doméstica. O primeiro, já mencionado, diz respeito ao aumento de escala de produção e utilização de retornos crescentes estáticos e dinâmicos estimulados na indústria por um câmbio competitivo. O segundo diz respeito à incorporação de máquinas baratas em processos produtivos domésticos estimulada por câmbios apreciados. O efeito final do nível do câmbio na produtividade doméstica dependerá da força relativa de cada um desses dois canais.

Segundo a perspectiva deste trabalho o primeiro canal é mais importante e tende a se sobrepor ao segundo. Em processos de intensa apreciação cambial, a rentabilidade da produção de bens industriais para exportação e para o mercado doméstico se reduz, o que acaba por desestimular a importação de máquinas baratas que poderiam melhorar a produtividade do setor. Os únicos setores imunes a esse problema são aqueles produtores de bens não comercializáveis cuja rentabilidade não depende do nível da taxa de câmbio.

Pode haver também um aumento de escala de produção industrial puxada pelo mercado interno, apesar da sobrevalorização do câmbio. Entretanto, mesmo em casos

de crescimento puxado por mercado interno com câmbio sobrevalorizado, a trajetória da economia tende a ser insustentável devido à deterioração das contas externas. Um câmbio competitivo e estável, por outro lado, tende a promover o aumento de produtividade da economia e colocá-la numa rota de crescimento sustentável na medida em que mantém as contas externas em posição confortável. As experiências latino-americanas recentes mostraram que trajetórias de crescimento com câmbio apreciado não são sustentáveis, ao passo que as experiências do Leste Asiático mostraram que estratégias de crescimento com câmbio competitivo tendem a ser duradouras.

Quanto ao argumento de que um câmbio apreciado tende a aumentar a produtividade doméstica, pois expõe as empresas domésticas à concorrência internacional, há que se assumir que as empresas brasileiras não operam em seu nível máximo de eficiência e que só o fariam no caso de relativa apreciação do câmbio. Dado o nível de abertura comercial atual do país e o grau de concorrência nos mercados, parece mais razoável supor que as empresas brasileiras já operam no seu limite de eficiência, mesmo porque qualquer ganho possível de eficiência resultaria em aumento de lucro e, portanto, seria de total interesse das empresas praticá-lo.

Um nível de câmbio real competitivo tem, portanto, um papel fundamental na dinâmica macroeconômica de curto e de longo prazo de uma economia. Ao influir na determinação da especialização setorial do tecido econômico, notadamente no que diz respeito aos estímulos à indústria, o impacto do nível do câmbio na dinâmica de produtividade é elevado. Sobrevalorizações cambiais são especialmente nocivas para processos de desenvolvimento econômico, pois reduzem substancialmente a lucratividade da produção e investimento nos setores de bens comercializáveis manufatureiros. Ao realocar recursos para os setores não manufatureiros, especialmente para a produção de *commodities* (com retornos decrescentes de escala), e para setores não comercializáveis, as sobrevalorizações cambiais acabam por afetar toda a dinâmica tecnológica da economia.

Ao definir a rentabilidade da produção de manufaturas através da relação de preços entre bens comercializáveis e bens não comercializáveis, o câmbio real acaba por definir a viabilidade de setores econômicos importantes para o aumento da produtividade geral da economia. Sobrevalorizações podem impedir a transferência de mão de obra dos setores de baixa produtividade (especialmente os de subsistência e de trabalho precário) para os de alta produtividade, já que o preço dos bens não comercializáveis fica artificialmente elevado. Um dos canais importantes de progresso técnico e aumento de produtividade fica assim bloqueado, impedindo a economia de transitar da situação de imaturidade para a de maturidade nos termos utilizados por Nicholas Kaldor (KALDOR 1966, 1978). Uma moeda competitiva, por outro lado, pode ser um estímulo adequado para a integração de trabalhadores em atividades de alta produtividade e retornos crescentes.

Na análise kaldoriana, a dinâmica tecnológica e de produtividade depende fortemente do próprio nível de produção agregado, especialmente do setor industrial. Nesse sentido, estabelece-se uma relação de causalidade entre a taxa de crescimento da produtividade e a taxa de crescimento da produção: um aumento na produção, induzido pelo aumento da demanda, provoca um aumento da produtividade em setores onde se verifica a presença de economias dinâmicas de escala e *learning-by-doing*. Há, portanto, uma relação positiva entre a taxa de crescimento da produtividade do trabalho e a taxa de crescimento da produção, conhecida na literatura como “lei de Kaldor-Verdoon”. Um aumento da demanda agregada, ao induzir uma aceleração da taxa de crescimento da produção e do produto industrial, acaba por acelerar o ritmo de crescimento da produtividade do trabalho.

A correlação entre o crescimento do produto industrial e o desempenho geral da economia pode ser explicada a partir dos aumentos de produtividade encontrados no setor industrial. Há duas explicações para tal efeito. A primeira diz respeito à transferência de trabalhadores de setores de baixa produtividade para atividades industriais que apresentam produtividade elevada. Como há excesso de oferta de trabalho nos setores tradicionais e de baixa produtividade, a transferência de trabalhadores para os setores modernos tem pouco ou nenhum impacto no nível de produção dos setores tradicionais. De acordo com Kaldor, esse processo caracterizaria a transição das economias da imaturidade para a maturidade, onde imaturidade significa um estado de permanente oferta de trabalho nos setores de trabalho precário e de subsistência e, portanto, de baixa produtividade.

A segunda razão para a correlação entre o produto da indústria e o aumento da produtividade relaciona-se à existência de retornos crescentes de escala estáticos e dinâmicos em atividades manufatureiras, como mencionado acima. Retornos estáticos dizem respeito a economias de escala encontradas dentro das firmas e retornos dinâmicos referem-se a aumentos de produtividade derivados de externalidades positivas, “transbordamentos” tecnológicos e processos de aprendizado em geral.

Existe ainda outra maneira de abordar os efeitos do nível do câmbio real na especialização setorial da economia. Uma proposição básica do modelo de crescimento com restrições do balanço de pagamentos (THIRLWALL, 1979) é a de que o crescimento de longo prazo é restringido pelo equilíbrio externo da economia. Sob algumas hipóteses simplificadoras é possível mostrar que a taxa de crescimento de longo prazo de uma economia é dada pela relação entre o crescimento das exportações e a elasticidade renda das importações, a chamada lei de Thirlwall.

Taxas de câmbio competitivas podem estimular o setor industrial e a diversificação produtiva, alterando, portanto, as elasticidades de longo prazo da lei de Thirlwall, tanto de exportações quanto de importações. Na abordagem aqui

proposta, a política cambial pode ter efeitos duradouros na composição setorial da economia, afetando, portanto, as elasticidades renda das importações e exportações com efeitos positivos ou negativos sobre o crescimento de longo prazo.

Uma política cambial adequada pode, portanto, ajudar a estimular o setor de bens comercializáveis não tradicional da economia, em especial o de manufaturas para exportação. Como argumentam Bresser-Pereira (2007) e Williamson (2008), numa “abordagem desenvolvimentista” para a política cambial uma taxa de câmbio competitiva é fundamental para estimular o desenvolvimento do setor de bens comercializáveis não dependente de *commodities*, evitando assim os problemas da doença holandesa e desindustrialização (ver PALMA, 2005). Ao estimular a produção de manufaturas para o mercado mundial, uma taxa de câmbio competitiva pode ajudar os países a “subir a escada” do desenvolvimento tecnológico.

3 AUSÊNCIA DE METAS EXPLÍCITAS, ESTABILIDADE E ARTICULAÇÃO MACRO

Apesar de uma taxa de câmbio mais competitiva apresentar vantagens em relação a níveis mais apreciados quanto à dinâmica de produtividade, produção e equilíbrio de contas externas, a história recente mostrou que metas explícitas de câmbio são praticamente inviáveis devido à ocorrência de ataques especulativos. Tentativas de se fixar e honrar uma taxa específica no mercado de câmbio acabam se tornando alvo de dinâmicas especulativas na medida em que agentes financeiros têm um estímulo muito forte para “derrubar” o regime trazendo graves consequências econômicas para o país. Ao se endividar em moeda doméstica e aplicar os recursos em moeda estrangeira com vistas a auferir grandes lucros, agentes financeiros são capazes de desestabilizar e, no limite, provocar uma quebra do regime cambial.

Num ambiente de conta capital relativamente aberta, a moeda doméstica passa a se comportar como um ativo financeiro e, portanto, torna-se muito difícil para qualquer governo controlar seu preço. Um regime de câmbio flutuante, por sua vez, funciona como um amortecedor em casos de ataques especulativos na medida em que vai ajustando o câmbio nominal para remover a potencial lucratividade das posições de compra ou venda excessiva da moeda doméstica. Na arquitetura financeira atual o que é possível fazer, portanto, é uma intervenção assimétrica no mercado de câmbio, privilegiando a manutenção de taxas competitivas e relativa estabilidade num regime flutuante através de pesadas compras de reservas cambiais em momentos de bonança e, no limite, através da adoção de controles¹ à entrada de capitais, como fez com sucesso o Chile, nos anos 1980, e, mais recentemente, tem feito a Argentina.

1. Para mais detalhes sobre controle de capitais à entrada e também sobre outros instrumentos de regulação de fluxos, consultar apêndice.

Ademais, a adoção de metas cambiais explícitas pressupõe a capacidade do governo de medir o nível de equilíbrio do câmbio para definir sua meta alvo. A literatura recente tem mostrado que, a despeito da sofisticação de técnicas econométricas, a estimação exata de câmbios de equilíbrio continua sendo muito problemática. Por outro lado, a identificação de posições de relativa apreciação ou depreciação cambial, especialmente em relação a níveis de renda *per capita*, é possível, mesmo que um número exato não seja alcançado. Uma política cambial anticíclica e assimétrica, sem metas explícitas de intervenção, tem, portanto, a vantagem de não assumir compromissos em relação a níveis específicos da taxa nominal de câmbio, mas pode buscar permanentemente uma taxa de câmbio real estável e competitiva. As intervenções podem ser feitas, preferencialmente, a partir da geração de superávits correntes nas contas do governo como têm feito países asiáticos ou ainda a partir da criação de um fundo de estabilização cambial com financiamento via dívida pública que seria criado pelo governo com o objetivo de administrar a política cambial.

A literatura sobre taxas e regimes cambiais trata desse tema por meio de ideia de um trilema de política econômica. Entre as opções de deixar a conta de capitais aberta, praticar uma política monetária relativamente autônoma e fixar a taxa de câmbio, o governo só poderia escolher duas delas. Por trás desse trilema encontra-se uma relação de arbitragem de capitais financeiros que implica que taxas de juros maiores em determinados países tendem a atrair fluxos de capital que acabam por apreciar a taxa de câmbio nominal corrente, para dados níveis de risco. Para evitar a operação desse mecanismo, são duas as opções de um governo: *i*) controlar a conta capital a partir de taxação sobre determinados tipos de fluxo de capital ou *ii*) explorar a assimetria existente no caso de tentativas de evitar apreciações cambiais.

Mesmo numa situação de conta capital relativamente aberta, o governo pode influenciar o nível da taxa de câmbio nominal e real através de pesadas compras no mercado cambial como argumentado acima. Como a condição para a compra de reservas é a emissão de moeda doméstica, um governo que queira evitar uma apreciação cambial está numa posição muito mais confortável do que numa situação de tentativa de evitar depreciações cambiais que demandam um volume considerável de reservas cambiais. No primeiro caso, os níveis de taxas de juros domésticas devem ser menores ou iguais aos juros externos para que a política de acumulação de reservas seja sustentável, já que grande parte da emissão de moeda para a compra de dólares deverá ser esterilizada pela emissão de dívida pública interna para não afetar a base monetária. Como segunda opção o governo pode também praticar superávits nominais e utilizar os recursos para a compra de reservas.

Um regime de política cambial anticíclica e assimétrica com foco no desenvolvimento econômico deverá estar também fortemente articulado com a condução

da política monetária e fiscal para que seja efetivo. Em relação à política monetária é necessário que o regime de metas de inflação seja flexível o bastante para que os objetivos da política cambial possam ser acomodados. Não há necessidade de se colocar a taxa de câmbio explicitamente como objetivo da política monetária, mas a meta implícita de competitividade do câmbio real deve ser levada em consideração no manejo do regime monetário, especialmente nos momentos de conflito entre políticas.

A sobrevalorização cambial não pode ser utilizada como arma complementar no combate à inflação como vem sendo feito ultimamente no país. Em momentos de relativo aquecimento da economia e aumento da inflação, o câmbio não pode ser usado como ferramenta para controle de preços. A própria política de aumento de juros deve ser usada com muita parcimônia na medida em que atrai capitais e acaba por apreciar a taxa nominal de câmbio. Na articulação do regime macro, as bandas de acomodação da inflação devem ser usadas em casos de aumento relativo dos preços.

Ademais, se o processo inflacionário estiver associado a um componente estrutural de custos, medidas alternativas de política econômica (mudanças em regras de indexação de contratos, de preços administrados, reduções tarifárias etc.) podem ser mobilizadas no combate à inflação.²

4 EXPERIÊNCIAS NA AMÉRICA LATINA

Os ciclos de apreciação do câmbio real decorrentes de movimentos populistas foram bastante comuns na América Latina. Governos tentavam melhorar o bem-estar dos trabalhadores no curto prazo aumentando os salários reais via apreciação cambial com vistas ao ciclo político, sem levar em consideração as consequências de longo prazo de tais políticas. A lógica populista produz distorções com efeitos benéficos no curto prazo à custa de grandes desajustamentos no longo prazo. O desalinhamento da taxa de câmbio no sentido de sobrevalorização é uma poderosa ferramenta de aumento de salários reais sem contrapartida de mudanças estruturais adequadas na economia. A redução de preços dos bens comercializáveis em relação ao preço dos bens não comercializáveis, especialmente salários nominais, representa um significativo aumento de salário real.

O excesso de demanda, em especial do consumo agregado, provocado por políticas populistas, não tem uma contrapartida em aumento da capacidade produtiva.³ O esgotamento das reservas cambiais e a incapacidade de financiamento do setor externo resultam em crises de balanço de pagamentos, insolvência fiscal e aceleração

2. Conforme analisado no capítulo 4 do presente volume.

3. Salvo quando o efeito acelerador for muito forte.

inflacionária. A perda de bem-estar geral decorrente das crises oriundas dos ciclos populistas acaba por superar em muito o ganho transitório do que ficou conhecido nessa literatura como “distributivismo ingênuo”. O aumento artificial dos salários reais provoca fortes desequilíbrios internos e externos que acabam por prejudicar a situação dos trabalhadores em termos de ganhos reais e emprego (CANITROT, 1991).

Importa aqui destacar a trajetória do câmbio nesses ciclos. Ao apreciar o câmbio real, o governo aumenta salários devido à redução do preço dos bens comercializáveis. O aumento de salários reais tem como consequência um acréscimo do consumo agregado, voltado para bens importados. Como a melhoria dos salários não decorre de aumentos de produtividade, o acréscimo de consumo, especialmente de bens importados, é financiado por endividamento externo. Os excessivos déficits comerciais e o agravamento das contas externas resultam numa crise no balanço de pagamentos.⁴

Na primeira fase do programa populista, as restrições macroeconômicas permitem uma expansão de gastos e endividamento externo já que, em geral, planos desse tipo são implantados após situações recessivas ou de ajustamento. A expansão da demanda no curto prazo, com decorrente aumento de emprego e salários, aumenta a credibilidade das autoridades e estimula a manutenção do programa. A economia atinge então pontos de estrangulamento. Déficits públicos, déficits externos e aumento da inflação sinalizam a gravidade do problema. O ajuste é postergado devido a seu alto custo social. A escassez generalizada de produtos, a aceleração extrema da inflação e a defasagem cambial estimulam fugas de capital. O programa entra em colapso e segue-se uma grande desvalorização cambial como consequência do ajustamento. Na sequência, um plano de estabilização ortodoxo impõe grandes custos sociais, com reduções consideráveis nos salários reais. As consequências negativas do ciclo populista tendem a se perpetuar, com redução de investimentos e emprego.

A fixação do câmbio nominal foi também amplamente utilizada na América Latina como instrumento de controle inflacionário. No caso das âncoras cambiais, a fixação do preço dos bens comercializáveis na moeda local por meio do congelamento do câmbio nominal introduz forte pressão estabilizadora no nível geral de preços. No caso das “tablitas” ou indexação de preços via administração do câmbio nominal, a prática de desvalorizações nominais menores do que o aumento de preços tem como principal função coordenar as expectativas inflacionárias. Quanto maior a penetração de bens importados no tecido econômico e, portanto, maior a presença relativa de bens comercializáveis na economia, maior a eficácia do controle da inflação mediante a administração do câmbio.

4. Ver Bresser-Pereira e Nakano (2003). Vale lembrar que o câmbio apreciado estimula as remessas de lucros e pressiona ainda mais o balanço de pagamentos.

O tradicional efeito colateral desse tipo de estratégia diz respeito à apreciação e, no limite, sobrevalorização do câmbio real. Admitindo-se que os processos inflacionários vêm acompanhados por inércia, um congelamento nominal do câmbio ou uma redução no ritmo de desvalorizações nominais são usualmente acompanhados de apreciação real devido a aumentos residuais de preços. O efeito é tanto mais intenso quanto maior for o aumento de preços dos bens não comercializáveis não expostos à concorrência dos bens importados.

O controle da inflação via administração cambial depende quase que exclusivamente da redução de preços dos bens comercializáveis. Programas de estabilização baseados nessa estratégia têm sucesso se conseguem reduzir os preços dos não comercializáveis a partir do controle de preços dos bens comercializáveis. Quanto maior for a inércia de preços no setor de não comercializáveis, maior a probabilidade de ocorrência de desalinhamentos cambiais e crises no balanço de pagamentos. Dependendo da intensidade da apreciação real, um ciclo de aumento de consumo nas linhas do populismo cambial poderá ser desencadeado, resultando em grandes crises externas (DORNBUSCH, 2002).

No caso de países com altos níveis de inflação, como Brasil e Argentina, por exemplo, a fixação da taxa de câmbio em relação a alguma moeda com histórico de baixa inflação foi uma ferramenta poderosa para conter processos inflacionários e coordenar expectativas. A taxa de câmbio foi muito usada no passado como âncora nominal do sistema, substituindo outras âncoras como metas de inflação ou metas de agregados monetários. Um bom exemplo de sobrevalorização cambial decorrente de programas de controle inflacionário está nos planos de estabilização do Cone Sul (Argentina, Uruguai e Chile) no final dos anos 1970. Ao fixar uma taxa de desvalorização cambial menor do que o ritmo de aumento de preços na tentativa de coordenar as expectativas inflacionárias, os planos de estabilização latino-americanos acabaram por criar fortes passivos externos que resultaram na maioria das vezes em crises de balanço de pagamentos.

Os principais ciclos de apreciação do câmbio real e crise da América Latina nos anos 1990 estão associados a três grandes programas de estabilização: México, 1987; Brasil, 1994; e Argentina, 1991. A utilização da ancoragem cambial nos três planos, entre outras medidas, trouxe como consequência negativa apreciações cambiais que acabaram por resultar em três grandes crises externas: México em 1994, Brasil em 1999 e Argentina em 2002.

O programa de estabilização chileno iniciado no final dos anos 1970 também guarda semelhanças com esses casos. A partir de sua implantação, observa-se uma considerável apreciação cambial, que, somada a outros fatores, acaba por terminar numa crise em 1982. Os quatro ciclos foram muito parecidos com os episódios de populismo cambial discutidos acima. Inicialmente observou-se crescimento nos

quatro países. Os salários reais aumentaram, o consumo aumentou, o endividamento externo aumentou e finalmente o balanço de pagamentos entrou em colapso, seguido de forte depreciação cambial. Todos os ciclos foram acompanhados de crescente apreciação cambial até o momento da crise.⁵

Todas as crises dos anos 1990 na América Latina estão associadas a problemas de apreciação cambial. As sobrevalorizações resultantes dos programas de estabilização inflacionária em muito se assemelham aos episódios de populismo econômico. A fixação da taxa de câmbio nominal ou a redução do ritmo de desvalorizações associadas à inércia nos preços dos bens não comercializáveis acabam gerando resultados parecidos aos dos programas populistas. Ambos produziram excessivos aumentos de preços dos bens não comercializáveis em relação aos comercializáveis, resultando em desalinhamento do câmbio real. A queda das exportações e o aumento das importações provocaram o aumento do endividamento externo e, no limite, crises.

5 EXPERIÊNCIAS NO LESTE ASIÁTICO

Um dos pontos de convergência no debate sobre o sucesso dos países asiáticos na segunda metade do século XX parece estar no reconhecimento da importância da estabilidade macroeconômica para o crescimento, especialmente no que diz respeito à manutenção da competitividade da taxa de câmbio (RODRIK, 1994; WILLIAMSON, 1999). No seu famoso relatório de 1993 sobre o milagre asiático, o Banco Mundial destaca a importância das políticas cambiais nesse processo. A prática de taxas de câmbio real relativamente desvalorizadas estimulou a formação de um dinâmico setor de bens comercializáveis que contribuiu para a acumulação de capital e inovações tecnológicas nesses países.

Esse foi um dos pilares do modelo de crescimento liderado pelas exportações da região. Muitos governos asiáticos usaram a política cambial para atenuar os efeitos negativos de liberalizações comerciais para produtores de bens substitutos de importação. Alguns foram além, utilizando deliberadamente a relativa desvalorização do câmbio real como forma de estímulo ao setor exportador. Nesses casos, a política cambial se integrou com as políticas fiscal e monetária numa estratégia geral de desenvolvimento (WORLD BANK, 1993).

O relatório do Banco Mundial destaca três casos de forte intervenção cambial com vistas à manutenção da competitividade da moeda na Ásia. Os grandes superávits em conta corrente de Taiwan no período de 1984 a 1987 – com média de 16% do Produto Interno Bruto (PIB) e um pico de 20% em 1986 – resultaram de esforços do governo para manter a moeda desvalorizada. Uma apreciação da moeda anularia rapidamente esse resultado de conta corrente, prejudicando a estratégia de

5. Para uma análise resumida dos casos de Chile, México e Brasil, ver Dornbusch (2002).

crescimento liderado pelas exportações. A Coreia do Sul também interveio fortemente em meados dos anos 1980 para evitar uma apreciação expressiva do won, acumulando reservas e mantendo a competitividade externa. A desvalorização da rúpia na Indonésia em 1978 foi claramente uma medida de proteção, já que seu balanço de pagamentos não apresentava problemas naquele ano. A deterioração de suas contas externas, em 1982, teve um impacto moderado no seu desempenho econômico devido às medidas tomadas no final dos anos 1970.⁶

Sobre os asiáticos e suas estratégias de desenvolvimento, em contraste com países da África e especialmente da América Latina, o Banco Mundial chama a atenção para o que foi um dos principais motores do aumento de produtividade dos primeiros: promoção deliberada de manufaturas para exportação. Depois de passar por uma fase de substituição de importações, esses países mudaram para a estratégia de industrialização com promoção de exportações (EPI), especialmente pela necessidade de aquisição de divisas. Na busca de mercados externos para a produção doméstica, esse grupo de países – Hong Kong, Cingapura, Coreia do Sul, Taiwan, Indonésia, Malásia, e Tailândia – adotou uma série de estímulos para as exportações, com destaque para a política cambial.

Muitos trabalhos chamam a atenção para a administração pró-competitividade da taxa de câmbio na Ásia. Vários ressaltam casos de países asiáticos que perseguiram metas de câmbio real para favorecer exportações nos anos 1980 e 1990. No caso da Malásia, especialmente depois da sobrevalorização do início dos anos 1980, a trajetória do câmbio real foi sempre monitorada e administrada de perto pelas autoridades monetárias (DORNBUSCH; PARK, 1999). No caso de Cingapura, por exemplo, a autoridade monetária além de zelar pelo controle de preços nos anos 1980 e 1990, manejou por muitos anos as taxas de juros de forma subordinada à política cambial com vistas a manter a competitividade da moeda (DORNBUSCH; PARK, 1999).

Na Coreia do Sul, a ação do Banco Central (BC) nos anos 1980 e 1990 foi semelhante. O BC coreano interveio com frequência no mercado de câmbio nesse período (RHEE; SONG, 1999, p. 80). Ao longo dos anos 1980, o país passou por um breve ciclo de apreciação por conta do bom desempenho das exportações, especialmente no meio da década. A intervenção do BC foi assimétrica no sentido de privilegiar as exportações (RHEE; SONG, 1999; ver também MEDEIROS, 1997). No início dos 1990, as autoridades monetárias tiveram grande dificuldade para evitar a apreciação do won devido aos intensos fluxos de capital. A estratégia de compra de reservas foi permanente e no ano de 1993 o BC comprou grandes volumes, atingindo cifras próximas a US\$ 2 bilhões em alguns dias (BARREL *et al.*, 1999).

6. Ver também, a respeito, Belluzzo e Tavares (2005).

É importante notar, entretanto, que alguma apreciação real passou a ser observada nessa região, especialmente no período 1995-1997 quando o dólar começa a se apreciar mais fortemente em relação ao yen. Coreia do Sul, Filipinas, Malásia e Tailândia estão entre os países que teriam passado por relativa apreciação, com possíveis impactos na crise de 1997 (LIM, 2004). Como destaca Lim (2004), ao manter o atrelamento de suas moedas ao dólar e permitir uma apreciação real, esses países estavam agindo em sentido contrário a sua estratégia de sucesso. Além da questão dos excessivos fluxos de capital de curto prazo e de problemas na regulação e supervisão bancária, destacam-se como principais causas da crise asiática de 1997 os déficits em conta corrente e a sobrevalorização cambial.

A China representa atualmente um bom exemplo da estratégia de política cambial perseguida pelos asiáticos (WORLD BANK, 1993; MEDEIROS, 1997). A estratégia chinesa, que segue os passos da Coreia do Sul e do Japão, de manter um câmbio permanentemente desvalorizado, tem levado a um crescimento sustentado de seu estoque de capital e produto. O câmbio competitivo na China tem estimulado exportações e investimento, favorecendo a acumulação de um estoque de bens de capital de alto padrão voltado para a produção de bens comercializáveis.

O livre funcionamento do mercado cambial, associado à liberdade de fluxos de capital, provocaria um ajustamento dos excessivos superávits na conta comercial e na conta corrente da China através de uma forte apreciação do yuan. Um câmbio mais apreciado estimularia o consumo de bens importados, revertendo o saldo da balança comercial, e desestimularia o investimento na produção de bens comercializáveis a partir de uma mudança de preços relativos (EICHENGREEN, 2004). Como o superávit comercial e em contas correntes é uma meta da China, sua estratégia básica é praticar um câmbio real relativamente desvalorizado com fortes intervenções no mercado cambial e uso de controles de capital. A maior dificuldade dessa estratégia é evitar pressões especulativas no sentido de apreciação da moeda. O acesso a fundos é dificultado a agentes privados e o governo controla o mercado de câmbio através da autoridade monetária que compra reservas e as aplica em títulos americanos.

O modelo de relativo controle de capitais, câmbio administrado e competitivo e inserção da produção manufatureira na economia mundial parece, portanto, caracterizar a estratégia macroeconômica seguida com sucesso pelos países no Leste Asiático no período que vai de meados dos anos 1970 até o final dos anos 1990. O contraste com os ciclos de apreciação cambial e crise na América Latina é marcante.⁷

7. Para maiores detalhes sobre a estratégia de controle de capitais, ver apêndice.

6 CONCLUSÕES

Os argumentos apresentados no capítulo procuraram discutir os impactos do nível do câmbio real nos salários reais, taxas de lucro e na produtividade e, portanto, no processo de desenvolvimento econômico. Em casos de sobrevalorização excessiva do câmbio, a redução de margens de lucro nos setores de produção de bens comercializáveis significará uma queda nos níveis de investimento e inovação tecnológica, a não ser que o nível de utilização da capacidade instalada (Nuci) mais do que compense a redução das margens de lucro.

Para os setores produtores de bens não comercializáveis ou de comercializáveis maquiladores, a apreciação cambial poderá significar um aumento de margens de lucro e de investimento na medida em que reduzirá preços de insumos importados sem reduzir preços de venda. O efeito líquido final da apreciação do câmbio no investimento agregado será, portanto, ambíguo, dependendo do Nuci, do tamanho do setor de comercializáveis e da proporção de insumos importados na indústria como um todo. É importante notar, entretanto, que mesmo que o investimento agregado aumente, pode haver uma especialização setorial perversa da economia no sentido de restrições do balanço de pagamentos e capacidade de geração de divisas. Se parte considerável do investimento estiver concentrada no setor produtor de bens não comercializáveis, haverá grande probabilidade de restrição de divisas para o crescimento no longo prazo.

Sobre a competitividade das moedas asiáticas e sobrevalorizações na América Latina analisadas nas últimas duas seções, vale destacar que há variações dessa estratégia dentro de cada região. Na América Latina, a mais notável exceção é a economia chilena, que parece ter mudado para um padrão asiático de administração cambial no período que vai de meados dos anos 1980 até final dos anos 1990. No Leste da Ásia, a exceção fica por conta das Filipinas, que passaram por períodos de sobrevalorização nesses anos. Os resultados da economia chilena se destacam nesse período e as Filipinas acabaram se caracterizando como uma exceção no Leste Asiático.

No contexto do que foi discutido neste capítulo, um dos maiores desafios que se colocam para o Brasil no futuro será a administração da taxa de câmbio, de modo a evitar fortes apreciações reais. As perspectivas de crescimento da economia brasileira nos próximos anos, somadas às oportunidades de investimento para o capital estrangeiro e as novas descobertas de petróleo do pré-sal, exercerão uma pressão quase permanente no sentido de apreciação da nossa taxa de câmbio. O governo terá de usar diversos instrumentos para tentar evitar esse movimento, entre os quais: *i*) controles abrangentes à entrada de capitais;⁸ *ii*) criação e fortalecimento de fundos de intervenção cambial do tipo soberano; *iii*) compras maciças de reservas cambiais; e *iv*) alinhamento da taxa de juros doméstica às taxas internacionais.

8. Ver apêndice do capítulo.

Mesmo com essas medidas, não será fácil evitar a relativa apreciação de nossa moeda já que o mercado financeiro brasileiro se apresenta hoje como provavelmente um dos mais desenvolvidos e sofisticados do mundo emergente, tendo uma das maiores bolsas de valores e futuros do mundo. O potencial de fluxo externo de divisas para nossa economia é enorme e mesmo um sistema inteligente de controles de capitais na entrada terá dificuldade de estancar o processo de apreciação cambial que poderá surgir no Brasil. Alguns dos controles não surtirão tanto efeito devido à sofisticação de nosso mercado financeiro, mas, de todo modo, devem ser usados para ajudar a controlar a sobrevalorização da moeda. Controles nos mercados futuros e operações na Bolsa de Mercadorias e Futuros (BM&F) também deverão ser implementados como estratégia para evitar a apreciação de nossa moeda.

Outro agravante em processos de relativa apreciação do câmbio que poderá se observar por aqui diz respeito à sensação de euforia criada no início de um processo deste tipo. O aumento de preço de bens não comercializáveis e a criação de possíveis bolhas nesse setor e nas bolsas de valores acabam criando uma falsa sensação de prosperidade que acompanha o processo de apreciação cambial como se observou na Ásia nos anos 1995, 1996 e 1997. Esse processo tende a estimular o aumento do consumo agregado, aumentando o crescimento até que uma crise no balanço de pagamentos interrompa o ciclo. Para evitar dinâmicas desse tipo, a ação do governo é fundamental, especialmente no que diz respeito à prática de uma política econômica anticíclica.

No caso de uma política cambial anticíclica e assimétrica, o principal objetivo é manter o câmbio real numa posição estável e competitiva e, portanto, promover o aumento da produtividade doméstica via aumento da escala de produção industrial para o mercado doméstico e mundial. Numa estratégia desse tipo, a competitividade da taxa de câmbio contribui também para uma dinâmica saudável de contas externas, evitando crises no balanço de pagamentos. Ao estimular o aumento da lucratividade de empresas que operam no setor de bens comercializáveis, um câmbio competitivo também contribui para o aumento da poupança doméstica, ajudando no financiamento do desenvolvimento. O caso argentino recente é especialmente ilustrativo a esse respeito. Houve nos últimos anos um aumento de 10 pontos percentuais (p.p.) de poupança doméstica em relação ao que se observou nos anos 1990.

Em relação ao caráter regressivo de políticas cambiais que estimulem o aumento de competitividade da moeda é importante notar que políticas compensatórias devem ser usadas no curto prazo para contrabalançar a queda relativa do salário real. Por outro lado, vale destacar que tentativas de aumento do salário real pela via da sobrevalorização cambial têm, em geral, se mostrado bastante problemáticas. Os inúmeros casos de populismo cambial e crise na América Latina elencados

anteriormente são testemunhas disso. A via por excelência de aumento sustentado do salário real passa pela redução do desemprego e incorporação dos trabalhadores nos setores dinâmicos da economia mundial, como bem mostraram as experiências asiáticas de sucesso. Uma política de câmbio competitivo tem exatamente esse objetivo. Ao promover a competitividade das indústrias domésticas, contribui para a mudança estrutural da economia que é, em última análise, o que causa o desenvolvimento econômico.

Para concluir, vale mencionar que um regime de metas de inflação flexível, câmbio administrado competitivo e estável e superávits em conta corrente do governo poderiam se constituir num genuíno regime de política macroeconômica com foco no desenvolvimento do país.

REFERÊNCIAS

- BARREL, R. *et al.* FEERs for the NICs: exchange rate policies and development strategies in Taiwan, South Korea, Singapore and Thailand. *In*: COLLIGNON, S.; PISANI-FERRY, J.; PARK, Y. C. (Ed.). **Exchange rate policies in emerging Asian countries**. New York: Routledge, 1999.
- BELLUZZO, L. G. M.; TAVARES, M. C. A mundialização do capital e a expansão do poder americano. *In*: FIORI, J. L. (Org.). **O poder americano**. Petrópolis: Vozes, 2005.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. The dutch disease and its neutralization, a Ricardian approach. **Revista de Economia Política**, São Paulo, v. 28, n. 1, jan.-mar. 2007.
- _____.; NAKANO, Y. Crescimento com poupança externa? **Revista de Economia Política**, v. 22, n. 2, abr. 2003.
- CANITROT, A. A experiência populista de redistribuição de renda. *In*: BRESSER-PEREIRA, L. C. (Org.). **Populismo econômico: ortodoxia, desenvolvimentismo e populismo na América Latina**. São Paulo: Nobel, 1991.
- DORNBUSCH, R.; PARK, Y. C. Flexibility or nominal anchors? *In*: COLLIGNON, S.; PISANI-FERRY, J.; PARK, Y. C. (Ed.). **Exchange rate policies in emerging Asian countries**. New York: Routledge, 1999.
- DORNBUSCH, R. **Keys to prosperity: free markets, sound money and a bit of luck**. Cambridge: MIT Press, 2002.
- EICHENGREEN, B. **Chinese currency controversies**. Presented to the Asian Economic Panel, 12-13 April, a revised and edited version is forthcoming in Asian Economic Papers. 2004.
- KALDOR, N. Causes of the slow rate of economic growth of the United Kingdom. **Further essays on economic theory**. New York: Holmes & Meier Publisher, 1966.
- _____. **Further essays on economic theory**. New York: Holmes & Meier Publishers, 1978.
- LIM, J. Macroeconomic implications of the Southeast Asian crises. *In*: JOMO, K. S. (Ed.). **After the storm: crisis, recovery and sustaining development in four Asian economies**. Singapore University Press, 2004.
- MEDEIROS, C. A. Globalização e a inserção internacional diferenciada da Ásia e América Latina. *In*: TAVARES, M. da C.; FIORI, J. L. (Org.). **Poder e dinheiro, uma economia política da globalização**. Petrópolis: Vozes, 1997.

PALMA, G. Gansos voadores e patos vulneráveis: a diferença da liderança do Japão e dos Estados Unidos no desenvolvimento do Sudeste Asiático e da América Latina. *In*: FIORI, J. L. (Org.). **O poder americano**. Petrópolis: Vozes, 2005.

RHEE, Y.; SONG, C. Exchange rate policy and effectiveness of intervention: the case of South Korea. *In*: COLLIGNON, S.; PISANI-FERRY, J.; PARK, Y. C. (Ed.). **Exchange rate policies in emerging Asian countries**. New York: Routledge, 1999.

RODRIK, D. King Kong meets Godzilla: the World Bank and The East Asian miracle. *In*: FISHLOW, A. *et al.* (Ed.). **Miracle or design?** Lessons from the East Asian experience. Washington, D.C.: Overseas Development Council, 1994 (Policy Essay, n. 11).

THIRLWALL, A. P. The balance of payments constraint as an explanation of international growth rates differences. **Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review**, v. 128, 1979.

WILLIAMSON, J. The case for a common basket peg for East Asian currencies. *In*: COLLIGNON, S.; PISANI-FERRY, J.; PARK, Y. C. (Ed.). **Exchange rate policies in emerging Asian countries**. New York: Routledge, 1999.

_____. **Exchange rate economics**. Washington, 2008 (Working Paper Series, Peterson Institute for International Economics).

WORLD BANK. **The East Asian Miracle, economic growth and public policy**. New York: Oxford University Press, 1993.

BIBLIOGRAFIA CONSULTADA

BRESSER-PEREIRA, L. C. **Globalização e competição**. Elsevier, 2009.

CHANG, H. The East Asian development experience. *In*: CHANG, H. (Ed.). **Rethinking development economics**. Anthem Press, 2003.

CORDEN, W. M. **Too sensational, on the choice of exchange rate regimes**. Cambridge: MIT Press, 2002.

DÍAZ-ALEJANDRO, C. Planos de estabilização no Cone Sul. *In*: BRESSER-PEREIRA, L. C. (Org.). **Populismo econômico: ortodoxia, desenvolvimentismo e populismo na América Latina**. São Paulo: Nobel, 1991 (Originalmente publicado em 1981).

DOOLEY, M. P.; LANDAU, D. F.; GARBER, P. **An essay on the revived Bretton Woods System**. Sep. 2003 (NBER Working Paper, n. 9.971).

_____.; EDWARDS, S. The macroeconomics of populism. *In*: DORN-BUSCH, R.; EDWARDS, S. (Ed.). **The macroeconomics of populism in Latin America**. Chicago: Chicago University Press, 1995.

_____.; GOLDFAJN, I.; VALDES, R. Currency crises and collapses. **Brookings Papers on Economic Activity**, Washington, issue 2, p. 219, 1995. 75p.

EICHENGREEN, B. **The real exchange rate and economic growth**. Unpublished paper presented at the Conference Macroeconomics and financial policies for sustained rapid growth of the World Bank's Commission on Growth and Development. New York, Apr. 9, 2007.

FISHLOW, A. *et al.* (Ed.). **Miracle or design?** Lessons from the East Asian experience. Washington, D.C.: Overseas Development Council, 1994 (Policy Essay, n. 11).

FRENKEL, R. Argentina, a decade of the convertibility regime. **Revista de Economía Política**, v. 22, n. 4 , p. 88, out./dez. 2002.

PALMA, G. The three routes to financial crises: Chile, Mexico and Argentina [1]; Brazil [2], and Korea, Malaysia and Thailand [3]. *In*: CHANG, H.-J. (Org.). **Rethinking development economics**. Anthem Press, 2003.

RODRIK, D. **The real exchange rate and economic growth**: theory and evidence. Cambridge, MA: Kennedy School of Government, Harvard University, Aug. 2007. Mimeografado.

WADE, R. **Governing the market, economic theory and the role of government in East Asian industrialization**. Princeton: Princeton University Press, 1990.

WILLIAMSON, J. **Exchange rate policy and development**. Presented in Initiative for Policy Dialogue Task Force on Macroeconomics. New York: Columbia University, 2003.

APÊNDICE

Conversibilidade na conta de capitais e regulação dos movimentos de capitais

A liberalização dos movimentos de capitais, com a remoção dos controles de capitais, é incompatível com um regime de flexibilidade de capital numa economia em desenvolvimento. Movimentos de capitais são intrinsecamente voláteis, especialmente, mas não exclusivamente, no que se refere aos investimentos em carteira, submetendo a economia a choques repetidos seja pelo excesso de entradas de capitais, seja pelo excesso de saídas, independentemente do regime de câmbio adotado. A liberalização da conta de capitais torna regimes de câmbio fixo vulneráveis a ataques especulativos, quando o mercado percebe que a autoridade ou não tem reservas para defender a taxa de câmbio ou não tem a vontade ou a liberdade política para fazê-lo. Ao contrário do que muitos afirmam, regimes de câmbio flutuante também são vulneráveis a esses movimentos, pois tornam as taxas de câmbio excessivamente voláteis, prejudicando o funcionamento do comércio exterior, e ameaçam a solvência daqueles que emitem débitos denominados em moeda estrangeira. O excesso de volatilidade tem sido precisamente um traço marcante do comportamento da taxa de câmbio no Brasil desde a adoção do câmbio flutuante em 1999, dado o cenário de liberalização da conta de capitais completado na prática, ainda que não *de jure*, em 1994.

A redução da volatilidade cambial tornaria o regime de câmbio adotado atualmente no país mais estável e mais responsivo às transações cambiais referidas a operações reais de comércio de bens e serviços. Assim, a flutuação cambial cumpriria de modo mais adequado seu papel de modificar preços relativos de bens comercializáveis e não comercializáveis, permitindo uma alocação mais eficiente dos recursos produtivos do país. Por outro lado, a regulação dos movimentos de capital seria uma condição no caso de uma alteração do regime cambial na direção proposta no item anterior, reduzindo a probabilidade de montagem de ataques especulativos contra a política cambial em vigor (ao contrário do ocorrido em 1998-1999).

A regulação da conta de capitais, coibindo a livre movimentação de capitais para dentro ou para fora do país, é o instrumento que permitiria a desejada redução de volatilidade. As medidas regulatórias propostas com este intuito não exigiram, similarmente ao proposto no item anterior, mudança de legislação. Ao contrário, em contraste com as medidas tomadas em direção à liberalização da conta de capitais. A legislação brasileira a respeito da movimentação de capitais se apoia, há décadas, no princípio de que o direito de saída de capitais depende de sua prévia entrada no país. Deste modo, a residentes no Brasil não se assegura *direito* de saída. A concessão de facilidades promovida pelo BC é vista por muitos como abuso de poder, o que seria corrigido pela restauração do princípio que orienta a legislação

brasileira. Nessa direção, propomos três conjuntos de medidas de regulação dos movimentos de capitais conforme a seguir descritos.

1) Restrições à entrada de capitais de não residentes no país

Propõe-se a adoção de medidas que dificultem a entrada de capitais estrangeiros com características indesejáveis do ponto de vista macroeconômico. Investimentos em carteira, atraídos pela possibilidade de arbitragem entre as taxas de juros domésticas e internacionais erodem a capacidade da autoridade monetária de implementar políticas de acordo com objetivos domésticos. A entrada descontrolada de recursos financeiros cria pressões inflacionárias domésticas, no caso dos regimes de câmbio fixo (exigindo a adoção de políticas de esterilização que são, em si mesmas, potencialmente danosas), ou pressões à valorização da moeda doméstica, com câmbio flutuante, prejudicando o desempenho das exportações líquidas do país. Estes riscos são geralmente criados sem qualquer contrapartida positiva para o crescimento econômico, já que tais capitais nada contribuem para o financiamento das atividades econômicas ou do investimento, além de criar riscos de colapso cambial em caso de retorno abrupto a seus mercados de origem ou quaisquer outros.

A tecnologia de controle desses movimentos é conhecida, com ampla experiência não apenas internacional (esses são conhecidos atualmente como os “controles à chilena”), mas também no Brasil. O método proposto é o mais simples e, reconhecidamente, o mais difícil de evitar por meio de operações financeiras mais complexas, que é a imposição de depósitos compulsórios não remunerados, proporcionais à entrada de capitais de não residentes de qualquer natureza. O impacto desse controle pode ser calibrado de acordo com as necessidades tanto pela fixação da taxa de recolhimento, quanto pela duração do período em que o depósito permanece indisponível. Este instrumento sabidamente desencoraja a entrada de capitais de curta duração, como os investimentos em carteira atraídos pela possibilidade de arbitragem de taxa de juros, sem afetar significativamente a entrada de capitais por modalidades mais atraentes, como no caso do investimento estrangeiro direto, ou mesmo o investimento financeiro de longo prazo. Por outro lado, mesmo essas modalidades de investimento podem ser inconvenientes por razões macroeconômicas em momentos determinados. Nesse caso, seus movimentos poderiam ser também atenuados pela adequada calibragem dos termos do depósito compulsório.

Nota-se que a imposição de restrições dessa natureza não viola o princípio basilar da legislação brasileira, que reconhece o direito de saída a capitais que entraram no Brasil. Ainda que, em períodos de emergência, esse direito possa ser também objeto de restrição temporária, o que se busca é barrar a entrada de aplicações indesejáveis, não a sua saída. Desse modo, não se viola qualquer direito contratual implícito do investidor não residente.

A eficácia destas restrições é tanto maior quanto mais generalizada for sua incidência. A eventual existência de exceções incentivaria, naturalmente, a criação de esquemas em que as características de uma modalidade de investimento que se queira isentar do depósito compulsório pudessem ser reproduzidas através de operações financeiras estruturadas (mediante, por exemplo, de derivativos) que estendessem o privilégio para outras modalidades. Por isso, é recomendável extrema parcimônia na consideração de eventuais privilégios ou isenções. Duas linhas de atividade, no entanto, podem demandar o estudo de um tratamento especial: entradas de capitais de curto prazo para financiamentos de atividade do comércio exterior e entradas para a realização de operações de *hedge* em moeda estrangeira para exportadores. Regimes especiais poderiam ser concebidos, com a possibilidade de definir um regime *off shore* para essas modalidades, isolando-as do mercado doméstico e impedindo, assim, sua conversão em reais para aplicação no país.

2) Restrições à saída de capitais de residentes no país

Trata-se aqui de restaurar total ou parcialmente o conjunto de restrições ao investimento financeiro no exterior feito por residentes, praticado excessivamente no Brasil até os anos 1990. A tecnologia para tanto é também conhecida, tendo sido abandonada no processo de liberalização da chamada Carta-Circular nº 5 (CC5). Essas contas foram extintas recentemente, em um processo de facilitação da saída de investimentos financeiros de residentes que, paradoxalmente, facilitam um processo de reimposição de restrições. A definição de uma lista de operações de remessas de capitais não permitidas a residentes incorporaria essas restrições. A extensão da lista negativa de operações dependerá do grau de controle que se desejar.

Além disso, a restrição pode ser absoluta ou parcial, impedindo certas modalidades de saída, ou, alternativamente, impondo-lhes um teto valor, ou fazendo incidir sobre as operações de remessa um imposto cuja alíquota pode ser, por exemplo, progressiva. Operações que sejam julgadas de interesse do país, como a realização de investimentos no exterior por parte de empresas exportadoras ou a construção de plantas no exterior por parte de empresas brasileiras com capacidade de transnacionalização, podem ser isentas de restrições.

O instrumento aqui proposto, como se vê, é bastante flexível, permitindo também não apenas a calibragem adequada de sua incidência, como também a escolha de instrumentos de natureza administrativa ou de natureza *market friendly*. Note-se, novamente, que a restrição à saída de capitais de residentes obedece ao espírito da legislação brasileira, que não reconhece ao capital gerado no país qualquer direito de saída. A permissão de saída, nos termos e volumes adequados à economia nacional, é um privilégio, não um direito.

Para que sejam eficazes, é preciso que essas restrições se façam acompanhar de um monitoramento mais estreito de operações não financeiras que possam ser usadas de forma indevida para contorná-las. Assim, operações com cartões de crédito internacionais, por exemplo, devem ser objetos de monitoramento. Deve-se ter em mente, contudo, que estes canais são amplamente inadequados para as transferências de capitais, exceto no caso de cumplicidade ativa das instituições financeiras que patrocinam cada bandeira. A fragmentação de operações aumenta sensivelmente o custo de transações envolvidas numa transferência de valor mais alto. Assim, o monitoramento de despesas de cartões de crédito poderia ser realizado apenas para gastos superiores a um teto pré-especificado, como, por exemplo, US\$ 5 mil americanos. Gastos superiores a esse teto que se adequassem ao conjunto de restrições poderiam ser pré-autorizados a partir de uma solicitação dos interessados (como no caso de gastos com promoção comercial, por exemplo).

3) Restrições ao endividamento de empresas privadas de operações domésticas

Na década de 1990, cresceu intensamente o endividamento externo de empresas voltadas para o mercado doméstico. Esta expansão se explicou menos por uma suposta escassez de capital do que pelas altas taxas de juros resultantes das opções de política econômica adotadas durante todo o período e do racionamento ao acesso a crédito por parte das empresas privadas, com o Estado monopolizando praticamente a absorção da capacidade de *funding* disponível. Em consequência, o total da dívida externa privada brasileira chegou ao mesmo nível do endividamento público ao final da década de 1990, e lá permaneceu até a crise cambial de 2002, nos últimos anos, o endividamento tem diminuído, apesar de ainda permanecer em patamares elevados. Além disso, nada garante que a passagem do tempo não apague da memória das empresas a experiência de 2002, quando o risco de *default* em seus compromissos externos se mostrou mais agudo.

Mudanças no *mix* de políticas econômicas domésticas, favorecendo a redução da taxa de juros doméstica e o alívio no racionamento de crédito, deverão contribuir para a normalização do problema. No entanto, razões de natureza prudencial recomendam que precauções sejam tomadas para que o endividamento externo privado não venha a se tornar novamente uma ameaça à estabilidade macroeconômica. Nesse sentido, o que cabe evitar é o descasamento cambial, isto é, entre as denominações monetárias das entradas e saídas de caixa das empresas. O endividamento externo deve ser permitido a empresas com acesso ao *hedge* natural representado por receitas em moeda estrangeira. As empresas exportadoras devem ter acessos a débitos em moeda estrangeira, e na proporção média em que suas receitas são obtidas em mercados externos, já que são imunes ao risco cambial. Empresas não exportadoras devem ter seu endividamento externo regulado, mesmo que se disponham a comprar o *hedge* necessário, porque nesse caso a proteção da

empresa é obtida à custa da exposição da instituição financeira que vende o *hedge* ao risco cambial. Do ponto de vista macroeconômico, o risco cambial permaneceria presente, cabendo, portanto, limitar severamente tais comportamentos.

Deve-se notar que contratos de dívida externa devem ser registrados no BC para que se definam as possibilidades de remessa dos recursos referentes ao serviço da dívida. No caso aqui proposto, só seria permitido o registro de dívidas emitidas por empresas qualificadas. Por outro lado, deve-se lembrar que, no caso das grandes empresas exportadoras, que detêm participação expressiva nas exportações brasileiras, os coeficientes de exportação tendem a ser relativamente estáveis, já que o estabelecimento de canais comerciais com o exterior demanda, em geral, certo volume de gasto que torna a participação nos mercados externos relativamente rígida. Assim, não deverá haver maiores dificuldades para que se possa classificar as empresas exportadoras no segmento das grandes empresas. Já para as empresas pequenas e médias, onde a participação no comércio internacional pode ser mais volátil, o acesso ao mercado internacional de capitais é, por si, muito limitado. A imposição das restrições propostas ao endividamento externo seria provavelmente irrelevante a esse segmento, dado seu reduzido acesso a financiamentos externos. Caso, no entanto, esse acesso seja promovido através, por exemplo, da criação de mecanismos supraindividuais, como cooperativas de empresas, a restrição sobre o seu endividamento externo deveria seguir a regra geral aqui proposta.

PARTE IV

POLÍTICA FISCAL

UMA ANÁLISE DO TAMANHO E DA COMPOSIÇÃO DO GASTO PÚBLICO BRASILEIRO NO PERÍODO PÓS-REAL

1 INTRODUÇÃO

Há uma certa convicção, que assumiu ares de verdade absoluta, dominando o debate sobre as finanças públicas no Brasil: a de que o Estado brasileiro se agigantou, tendo criado uma carga tributária excessivamente elevada e gastos desproporcionalmente altos com o consumo da máquina pública. Tal agigantamento seria uma das causas de nosso baixo crescimento em comparação ao de outros países em desenvolvimento.

Os vários temas abrangidos pela ciência econômica são todos muito polêmicos, mas, sem dúvida, quando se trata do campo específico das finanças públicas, as controvérsias parecem se tornar muito mais acirradas. Há fortes razões para isso. É grande a capacidade que tem o Estado de atingir o funcionamento da economia, isto é, de afetar, com suas receitas e despesas, a rentabilidade dos negócios privados, de inverter o fluxo de renda entre os segmentos sociais, de determinar o volume de emprego e de salários e de influenciar de forma anticíclica ou pró-cíclica a dinâmica da economia. Os interesses atingidos pela ação do Estado são, portanto, muitos, e as posições das classes sociais envolvidas estão longe de ser convergentes.

Este capítulo objetiva fazer uma avaliação de um dos pilares do debate – os gastos públicos no Brasil –, procurando demonstrar sua composição e os principais determinantes de sua flutuação, num esforço de desvendar algumas entranhas do Estado brasileiro no período 1995-2008.

Quanto custou a manutenção do Estado brasileiro que administra um país com 8.498.331,60 km², dimensões, portanto, continentais? Qual o dispêndio para responder às justas demandas por bens públicos de uma população que passou de 158.874.963 de habitantes, em 1995, para 189.612.814, em 2008? Quanto custou manter as grandes metrópoles brasileiras em funcionamento? O que dizem os números sobre o uso da capacidade financeira do Estado brasileiro voltada para o objetivo de reduzir as condições de pobreza e de desigualdade social nos últimos 14 anos cobertos por esta análise? Qual foi o potencial do investimento público utilizado para alavancar a economia nacional?

Os gastos foram submetidos a uma verdadeira radiografia, abrangendo União, estados, Distrito Federal e municípios, com o uso dos dois mais completos

sistemas de investigação disponíveis – o sistema de contabilidade pública brasileiro e o sistema de Contas Nacionais – e ambos, à revelia da intensa polêmica que os cerca, produziram conclusões convergentes. Tais conclusões desautorizam algumas postulações amplamente veiculadas por parte da mídia e por alguns estudiosos das finanças públicas. Podem ser assim resumidas:

- 1) Ao contrário da persistente proposição de que a administração pública do país tem sido progressivamente dispendiosa, os dados demonstram que o *custeio* do aparelho estatal pouco variou – em % do Produto Interno Bruto (PIB) no período pós-1994 até o ano de 2008 –, localizando-se abaixo de 7% do PIB em média, e sua trajetória está muito longe de ser descrita como explosiva.
- 2) O gasto com funcionalismo público, ativo e inativo, frequentemente alvo de interpretações depreciativas ou, no mínimo, enviesadas, ficou relativamente estável, em torno de 5% do PIB no caso da União e 5,8% do PIB no dos estados, ao longo do período analisado. Não há sinais de descontrole, ao contrário do que divulga parte da mídia e do que pensa o cidadão comum, acostumado a ser induzido a enxergar, nessas despesas, um grande problema para as finanças do país.
- 3) O investimento realizado pelo Estado manteve-se, sem dúvida, em baixo patamar durante o período observado. Entretanto, o investimento público é, comumente, subavaliado nas análises correntes, pois nelas se considera apenas o desempenho da União, quando se deveria necessariamente levar em consideração o que está acontecendo nos estados e municípios e, sobretudo, nas empresas estatais. O peso das estatais federais tem se acentuado de forma significativa no investimento total do governo desde 2004. O verdadeiro impacto do investimento público é, portanto, muito superior e mais complexo do que aquele frequentemente abordado, o que exige uma análise mais rigorosa e que vá além da contabilidade pública tradicional.
- 4) A conta de juros das administrações públicas brasileiras (medida em % do PIB) tem se mantido muito alta – na verdade, uma das mais altas do mundo – mas seu comportamento tem sido de queda, desde 2006, ao ritmo de 0,5% do PIB por ano.
- 5) Os gastos públicos que, de fato, cresceram de forma expressiva, foram as transferências de assistência e previdência social. Melhor explicando, os dispêndios do governo se avolumaram com aposentadorias e pensões pagas aos trabalhadores do setor privado, com benefícios pagos aos idosos pobres, com o pagamento do seguro-desemprego e com as despesas de

programas assistenciais, como o Bolsa-Família. Há um consenso de que o crescimento desses gastos foi, em grande medida, responsável pela redução da pobreza em níveis acelerados e pela desconcentração da renda pessoal dos brasileiros dos últimos anos.

Para chegar a essas conclusões o presente capítulo se divide em quatro seções, incluindo esta introdução. Na segunda seção, há uma descrição detalhada dos gastos públicos no período pós-Real. Na terceira, o presente capítulo se propõe a comparar o que ocorreu no Brasil com outros países para permitir ao leitor tirar uma conclusão se de fato o Estado brasileiro gastou muito e mal como frequentemente apontam as análises correntes. Finalmente, algumas notas à guisa de conclusão são apresentadas na quarta seção.

2 A EVOLUÇÃO DOS GASTOS PÚBLICOS NO PERÍODO PÓS-REAL

Existem duas metodologias básicas de divulgação dos dados sobre o gasto público brasileiro. A primeira delas é a metodologia das Contas Nacionais, elaborada pela Organização das Nações Unidas (ONU) e adaptada ao caso brasileiro pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) (o órgão encarregado de produzir as contas nacionais brasileiras). A segunda é a metodologia da contabilidade pública brasileira, regulamentada pela Lei nº 4.320, de 1964, e seguida (algo livremente, diga-se) pelas administrações públicas brasileiras em seus documentos oficiais. Ambas as metodologias têm virtudes e defeitos e, portanto, admiradores e críticos. Para nossos propósitos importa notar que: *i*) a utilização de uma ou de outra base de dados leva ao mesmo diagnóstico sobre a evolução histórica dos gastos públicos brasileiros no período pós-Plano Real; *ii*) os dados da contabilidade pública permitem análises mais desagregadas do que os dados das Contas Nacionais; e *iii*) os dados das Contas Nacionais são mais adequados para comparações internacionais.

Os gastos das administrações públicas podem ser divididos em quatro grupos com características muito diferentes entre si, a saber: *i*) o consumo do governo; *ii*) as despesas de investimento das administrações públicas; *iii*) os pagamentos (líquidos) de juros dessas últimas aos detentores de títulos da dívida pública; e *iv*) as despesas das administrações públicas com benefícios previdenciários e de assistência social.

2.1 O “consumo do governo”

Antes de entrar nos números do consumo do governo, algumas considerações são essenciais. Muito se tem dito sobre o agigantamento do Estado e da necessidade de reduzir gastos com a manutenção dos aparelhos estatais para dar espaço aos investimentos em infraestrutura capazes de desimpedir o caminho que conduz ao crescimento econômico. O volume do gasto corrente, tido não apenas como elevado, mas em constante expansão, é interpretado como um sintoma de ineficiência e ganância.

Pouca atenção costuma ser dada ao fato de que os gastos com o *consumo do governo* envolvem uma série de itens associados a funções de grande relevância para uma sociedade em desenvolvimento, como a manutenção dos serviços de educação, saúde, assistência social, justiça, segurança pública e transportes urbanos. São gastos decisivos para garantir a oferta regular de bens e serviços públicos essenciais à população. Uma análise simplista, que contrapõe o montante global dos gastos com consumo do governo aos gastos com investimentos, e que daí retira conclusões baseadas apenas na ordem de grandeza dessas duas rubricas, julga a eficiência do Estado através de um caminho que encobre informações relevantes e leva a conclusões genéricas e distorcidas.

Gastos com custeio e com funcionários significam, em grande medida, a manutenção de investimentos realizados no passado, portanto, a preservação da oferta de serviços públicos que foi expandida tempos atrás. Tão importante quanto investir é manter o investimento já realizado. Pode-se afirmar, portanto, que todo gasto com investimento resulta, em alguma medida, em gastos futuros de consumo. Escolas precisam ser construídas e depois mantidas. Hospitais e postos de saúde são criados e, em seguida, exigem elevadas despesas para seu funcionamento cotidiano. Assim, grande parte da oferta de serviços públicos essenciais implica geração de gastos correntes.

Cabe, ainda, dizer que em fases de desaceleração da economia, quando o nível de utilização da capacidade instalada (Nuci) está em baixos patamares, a elevação dos gastos públicos correntes é essencial para a retomada do crescimento, porque seu impacto na economia é rápido e eficiente para impulsionar a demanda agregada. Estando a economia com capacidade ociosa, o estímulo à demanda através do consumo do governo e das famílias induz à rápida reação da produção com o uso da capacidade produtiva instalada, elevando, assim, o nível de emprego e renda do conjunto da sociedade.

Por todos os motivos citados, a melhor forma de avaliar a dinâmica do gasto público corrente do governo é não apenas dimensioná-lo em sua magnitude, mas, sobretudo, considerá-lo sob várias perspectivas, que possam proporcionar uma visão mais precisa das finanças públicas. É o que será feito a seguir.

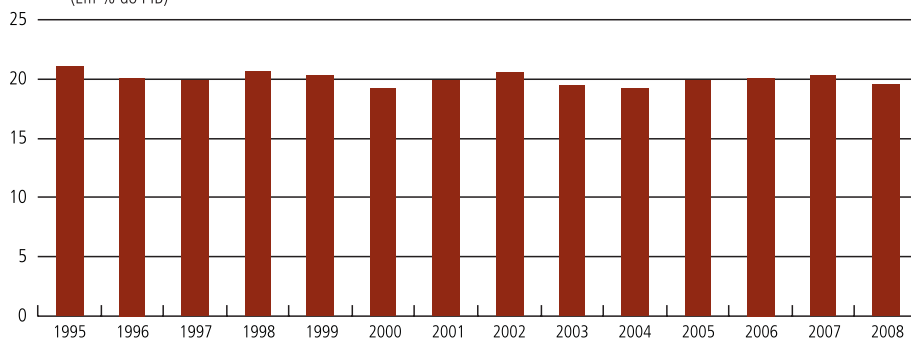
Dados das Contas Nacionais apontam claramente que o chamado “consumo do governo” – ou seja, os gastos da União, dos estados e dos municípios brasileiros com a remuneração de funcionários públicos ativos,¹ com a depreciação do capital

1. Note-se que o conceito de remuneração dos funcionários públicos das Contas Nacionais vai além do pagamento de salários, englobando ainda as contribuições sociais “efetivas” e “imputadas” pagas pelas administrações públicas a esses funcionários. O chamado “consumo do governo” – mesmo englobando apenas as remunerações aos servidores *ativos* – acaba incorporando os gastos das administrações públicas com o pagamento de benefícios sociais a servidores *inativos* (líquidos das contribuições previdenciárias desses últimos), tendo em vista que esses gastos são utilizados como *proxy* para uma parte da remuneração dos servidores ativos.

público e com as compras de bens e serviços “correntes” – não variou muito (quando medido em % do PIB) no período pós-Plano Real. Tais gastos podem ser aproximadamente decompostos em dois grupos, quais sejam: *i*) o “valor adicionado do governo”, composto basicamente pelas remunerações dos funcionários públicos ativos e pela depreciação do capital das administrações públicas; e *ii*) o “consumo intermediário do governo”, ou seja, as despesas “correntes” das administrações públicas com bens e serviços (tais como giz para escolas públicas, ou soro fisiológico para os hospitais públicos, ou as contas de luz e telefone de ambos). Os dois tipos de gasto variaram relativamente pouco como proporção do PIB no período 1995-2008 (ver gráficos 1, 2 e 3).

GRÁFICO 1
Consumo das administrações públicas

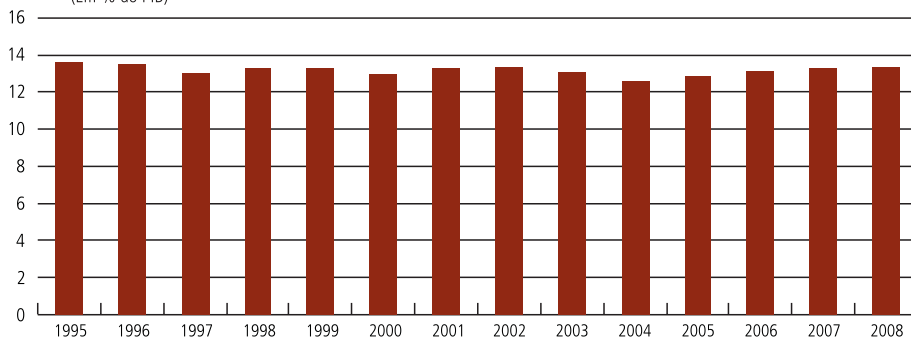
(Em % do PIB)



Fonte: Elaboração própria a partir das Contas Nacionais do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

GRÁFICO 2
Valor adicionado das administrações públicas

(Em % do PIB)

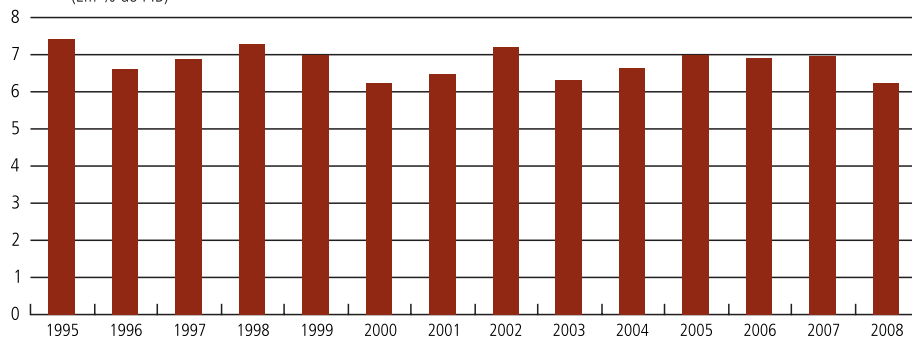


Fonte: Elaboração própria a partir das Contas Nacionais do IBGE.

GRÁFICO 3

Consumo intermediário (aproximado) das administrações públicas

(Em % do PIB)



Fonte: Elaboração própria das Contas Nacionais do IBGE.

O quadro acima se altera pouco quando analisamos os dados extraídos dos sistemas de contabilidade pública brasileira. Os dados da tabela 1, por exemplo, indicam que os gastos da União com as remunerações de funcionários públicos ativos e inativos permaneceram próximos de 5% ao longo de quase todo o período em questão, caindo um pouco apenas por conta do ajuste à crise de 2002-2003. Fenômeno parecido se verifica também nos dados estaduais, que apontam despesas com pessoal próximas de 5,8% do PIB em todo o período 1998-2008 (após considerável aumento nesse último ano). Aparentemente, os únicos entes federativos cujos gastos com pessoal cresceram mais do que o PIB no período em questão foram os municípios.

A relativa estabilidade dos gastos (em % do PIB) também se verifica quando olhamos os dados dos sistemas de contabilidade pública sobre as despesas de custeio dos vários entes da Federação, excluindo transferências intragovernamentais, pagamentos de juros sobre a dívida pública, pagamentos de benefícios assistenciais e previdenciários do sistema geral e despesas com servidores públicos ativos e inativos (ver tabela 2). O valor de tais despesas é uma aproximação do conceito de “consumo intermediário das administrações públicas”. E, novamente, apenas as administrações públicas municipais parecem estar gastando mais em anos recentes (em % do PIB).

Em suma – e mesmo levando-se em consideração as várias e significativas diferenças conceituais entre as bases de dados utilizadas acima – não parece ter havido no período 1995-2008 qualquer crescimento descontrolado dos gastos das administrações públicas com a remuneração de funcionários públicos e com a compra de bens e serviços finais indispensáveis ao custeio diário dessas administrações.

TABELA 1
Gastos das administrações públicas brasileiras com o funcionalismo
 (Em % do PIB)¹

	União			Estados			Municípios capitais de estados ²		
	Ativos	Inativos	Total	Ativos	Inativos	Total	Ativos	Inativos	Total
1996	2,9	2,1	4,9	n.d.	n.d.	5,3	n.d.	n.d.	n.d.
1997	2,8	1,9	4,7	n.d.	n.d.	5,0	n.d.	n.d.	n.d.
1998	2,8	2,1	4,9	n.d.	n.d.	5,6	n.d.	n.d.	0,77
1999	2,5	2,2	4,6	n.d.	n.d.	5,8	n.d.	n.d.	0,78
2000	2,8	2,1	4,9	3,9	1,9	5,8	n.d.	n.d.	0,83
2001	2,9	2,3	5,1	3,9	1,8	5,7	n.d.	n.d.	0,83
2002	2,9	2,1	5,0	4,0	2,0	6,0	0,68	0,21	0,89
2003	2,5	2,2	4,7	3,8	1,9	5,7	0,70	0,21	0,90
2004	2,5	2,1	4,6	3,8	1,8	5,6	0,68	0,20	0,88
2005	2,4	2,0	4,4	3,8	1,9	5,7	0,71	0,18	0,88
2006	2,9	2,0	4,9	4,0	1,8	5,8	0,75	0,20	0,95
2007	2,8	2,0	4,8	3,8	1,9	5,7	0,70	0,20	0,90
2008	2,9	2,1	5,0	3,9	1,9	5,8	0,74	0,22	0,96

Fontes: União: BCB (séries 7.567, 7.568 e 7.569); estados: STN (2009b); municípios: STN/Fimbra (vários anos).

Notas: ¹ Em linhas gerais, o total dos gastos com funcionários públicos de estados e municípios foi obtido somando-se o item “despesas com pessoal e encargos sociais” com os itens “pensões” e “aposentadorias” das “outras despesas correntes” (que ganhou muita importância, em ambas as bases de dados, apenas a partir de 2005). Ademais, o total dos gastos com funcionários públicos inativos e pensionistas foi obtido – em ambas as bases, Fimbra e Execução Orçamentária dos Estados (EOE) – somando-se as transferências a esses últimos, registradas tanto como despesa de pessoal quanto como “outras despesas correntes”. Note-se que diversos ajustes tiveram que ser feitos nos dados tanto da EOE quanto da base de dados Fimbra – ambas da Secretaria do Tesouro Nacional (STN) – para tentar contornar o problema das mudanças constantes no plano de contas de ambas as bases de dados.

² Note-se que a utilização dos dados agregados da base Fimbra é desaconselhável, tendo em vista que os mesmos são afetados pelas grandes variações verificadas no número de municípios incluídos em cada ano. Assim sendo, optou-se aqui por trabalhar com um pequeno número de municípios representativos (no caso os municípios capitais de estados).

n.d. = não disponível.

TABELA 2

Aproximando o “consumo intermediário” das administrações públicas com dados dos sistemas de contabilidade pública(Em % do PIB)¹

	União	Estados	Municípios capitais de estados	Total
1995	3,4	n.d.	n.d.	n.d.
1996	3,1	n.d.	n.d.	n.d.
1997	3,1	n.d.	n.d.	n.d.
1998	3,0	n.d.	n.d.	n.d.
1999	2,9	n.d.	n.d.	n.d.
2000	3,1	n.d.	n.d.	n.d.
2001	3,1	n.d.	n.d.	n.d.
2002	3,2	2,2	0,81	6,2
2003	3,0	2,3	0,81	6,1
2004	3,1	2,4	0,80	6,3
2005	3,5	2,4	0,81	6,7
2006	3,5	2,6	0,85	6,9
2007	3,3	2,3	0,87	6,5
2008	3,2	2,5	0,90	6,6

Fontes: União: STN (“Despesas da União por grupo”); estados: STN (2009b); e municípios: STN/Fimbra (vários anos).

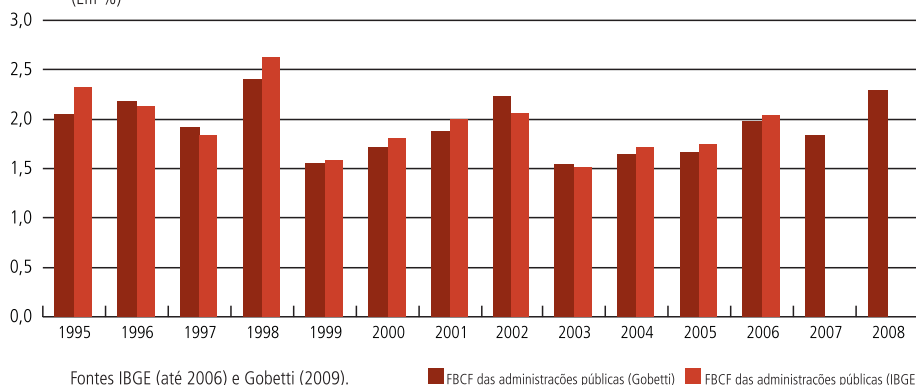
Nota ¹ No caso dos dados da União utilizamos as “demais despesas correntes” da base de dados “Despesas da União por grupo” da STN. Tanto na base de dados da EOE quanto na base de dados Fimbra (ambas da STN) calculamos os valores relevantes subtraindo do valor das “outras despesas correntes aplicações diretas” os itens “aposentadorias e reformas”, “pensões”, “outros benefícios previdenciários”, “outros benefícios assistenciais”, “benefício mensal ao deficiente e ao idoso”, “salário-família”, “outros benefícios de natureza social”. Antes de 2002, os planos de contas utilizados tanto por estados quanto por municípios eram diferentes, impossibilitando comparações.

2.2 O investimento do governo

Começamos notando que ambos os conceitos de “investimento público” das Contas Nacionais (por exemplo, IBGE, 2009) e o da contabilidade pública brasileira (por exemplo, STN, 2009c) não fazem justiça ao verdadeiro “poder de fogo” do(s) governo(s) sobre os níveis de investimento agregado. O motivo é que incluem apenas os números das despesas de investimento das administrações públicas (isto é, da União, dos 26 estados, do Distrito Federal e dos demais 5.563 municípios), não levando em consideração as despesas de investimento das empresas estatais – que são quase tão grandes quanto as despesas de investimentos das administrações públicas (ver abaixo).

O conceito de investimento das Contas Nacionais é a chamada “formação bruta de capital fixo” (FBCF) que inclui, basicamente, os gastos com aquisição de máquinas e equipamentos e com a construção de benfeitorias. Os dados disponíveis (ver gráfico 4) mostram que a FBCF das administrações públicas sofreu quedas muito significativas nos anos de crise (1999 e 2003), recuperando-se lentamente (em ambos os casos) para um valor médio em torno de 2% do PIB, superado nos anos de 1998, 2002 e 2006.

GRÁFICO 4
Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) das administrações públicas
 (Em %)



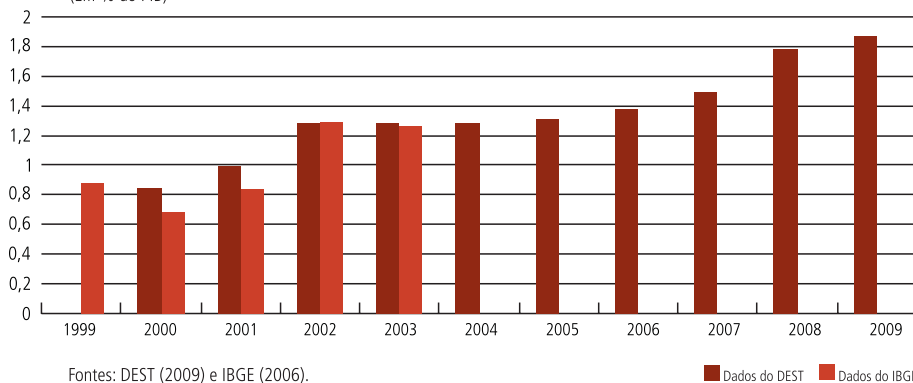
O fato de o valor da FBCF das administrações públicas ter caído significativamente em anos de crise levou diversos analistas à conclusão de que o ajuste fiscal brasileiro (isto é, o aumento do superávit primário alcançado desde 1999) teria sido de má qualidade, visto que obtido “por meio do aumento de impostos e redução nos investimentos e não por corte nos gastos correntes”. No caso específico dos investimentos federais, essa visão parece fazer mais sentido como descrição dos anos duros do ajuste – notadamente nos biênios 1999-2000 e 2003-2004 – do que como descrição do período 1995-2008 como um todo. No caso dos investimentos de estados e municípios – que em conjunto investem bem mais do que a União (GOBETTI, 2009) – essa tese é mais plausível, principalmente por conta das obrigações relacionadas à Lei de Responsabilidade Fiscal e da necessidade de honrar dívidas com a União.

De todo modo, é óbvio que a magnitude da queda do investimento público brasileiro – de cerca de 0,5% do PIB na média do período entre 1999 e 2008 contra a média verificada no período 1994-1998 – não pode ser comparada à magnitude do aumento da carga tributária (de pouco mais de 8% do PIB) neste período.

E o que dizer das despesas de investimento das empresas estatais? O gráfico 5 revela o crescimento desse investimento, particularmente após 2004. Apenas as estatais federais (que responderam por cerca de três quartos dos investimentos no total das empresas estatais no biênio 2002-2003) investiram cerca de 1,5% do PIB em 2007, 1,8% do PIB em 2008 e 1,9% do PIB em 2009 de acordo com dados do Ministério do Planejamento. Com efeito, cumpre lembrar que os 4,35% do PIB obtidos pela soma das despesas de investimento federais com a FBCF das administrações públicas em 2009 são, de longe, o maior valor verificado desde, pelo menos, 1999.

GRÁFICO 5
Investimentos das empresas estatais federais

(Em % do PIB)



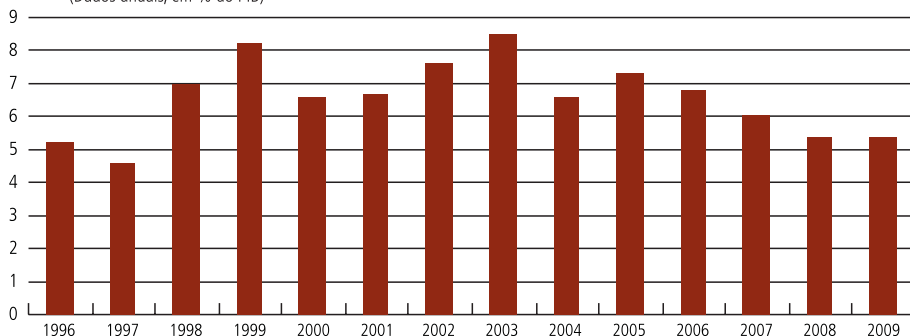
2.3 Os juros sobre a dívida líquida das administrações públicas

É sabido que a conta de juros das administrações públicas brasileiras é uma das maiores do mundo. Apenas para se ter uma ideia, os 5,6% do PIB gastos, em 2008, pelo setor público consolidado no Brasil com o pagamento (líquido de recebimentos) de juros aos detentores de títulos públicos representam mais que o dobro do que é gasto pelas administrações públicas francesas (que têm uma dívida líquida de tamanho comparável à brasileira – ver seção 3). Por outro lado, o dado de 2008 é, de longe, o menor verificado desde 1998 e cerca de 3 pontos percentuais (p.p.) do PIB inferior ao verificado nas crises cambiais de 1999 e 2003 (ver gráfico 6). E, desde 2006, a conta de juros das administrações públicas brasileiras (medida em % do PIB) tem caído ao ritmo de 0,5% do PIB por ano, a despeito da enorme acumulação de reservas internacionais verificada no período em questão (e do elevado custo fiscal de carregamento das mesmas).

O gráfico 6 mostra a “montanha russa” da conta de juros das administrações públicas – com picos de quase 9% do PIB nas crises cambiais de 1999 e de 2003. Mostra também a redução verificada na conta de juros desde 2006 (de cerca de 1,3% do PIB até 2009), que foi causada por uma combinação de quedas no estoque da dívida pública e nas taxas de juros incidentes sobre essa última. Para propósitos de comparação é importante notar que tal economia foi significativamente maior do que o ligeiro aumento verificado no consumo e no investimento das administrações públicas no mesmo período (de 0,5% do PIB no total). Assim, os números vistos até aqui simplesmente não autorizam a conclusão de que os gastos públicos (com o custeio da máquina pública e com juros sobre a dívida pública) teriam crescido de modo descontrolado nos últimos anos.

GRÁFICO 6
A conta de juros das administrações públicas

(Dados anuais, em % do PIB)



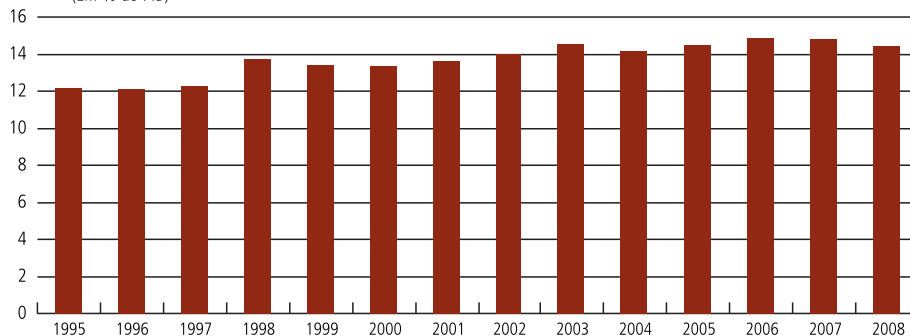
Fontes: Banco Central do Brasil (BCB) e IBGE.

2.4 As transferências de assistência e previdência

Chegamos, finalmente, ao mais controverso dos componentes do gasto público brasileiro, qual seja, as transferências assistenciais e previdenciárias. Ao contrário dos demais tipos de gasto público, essas últimas (acrescidas de minúsculos subsídios) têm, de fato, crescido (quando medidas em % do PIB) na última década – mas fundamentalmente após 2003 (ver gráfico 7).

GRÁFICO 7
Transferência de assistência e previdência e subsídios

(Em % do PIB)



Fontes: Contas Nacionais (IBGE, até 2007) e Santos, Macedo e Silva e Ribeiro (2010).

Pouco menos de 10% das transferências de assistência e previdência e subsídios (Taps, doravante) são compostos por saques do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS). Os subsídios propriamente ditos não passam de 2% das Taps. As aposentadorias e pensões pagas a funcionários públicos e seus dependentes (analisadas

na subseção 2.1) respondem por outros 30%. Todos esses gastos estão mais ou menos constantes como % do PIB já há vários anos e não são particularmente controversos (ainda que os gastos com aposentadorias dos funcionários públicos sejam elevados para padrões internacionais).

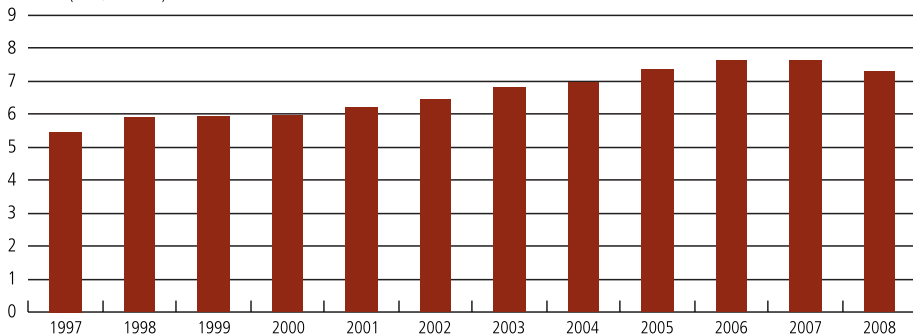
O que, de fato, explica o crescimento das Taps no período em questão são os gastos do governo com o Regime Geral da Previdência Social (RGPS) (isto é, com aposentadorias e pensões pagas a brasileiros que trabalham no setor privado) e, em menor grau, com: *i*) os benefícios pagos aos idosos pobres, regulamentados pela Lei Orgânica de Assistência Social (Loas); *ii*) o pagamento do seguro-desemprego e das despesas de programas assistenciais (como o Bolsa-Família, por exemplo); e *iii*) transferências a instituições privadas sem fins lucrativos.

Com efeito, o gráfico 8 deixa claro que os gastos do governo com o RGPS e com o seguro-desemprego subiram cerca de 2,5 pontos percentuais do PIB desde 1997. Dados da STN deixam claro, por outro lado, que as despesas com a Loas mais do que dobrou como % do PIB entre 2003 e 2007 (passando de 0,26% para 0,55% do PIB nesse período). Entretanto, em ambos os casos, os números de 2008 foram iguais ou inferiores aos de 2007.

GRÁFICO 8

Benefícios previdenciários (regime geral) + seguro-desemprego

(Em % do PIB)



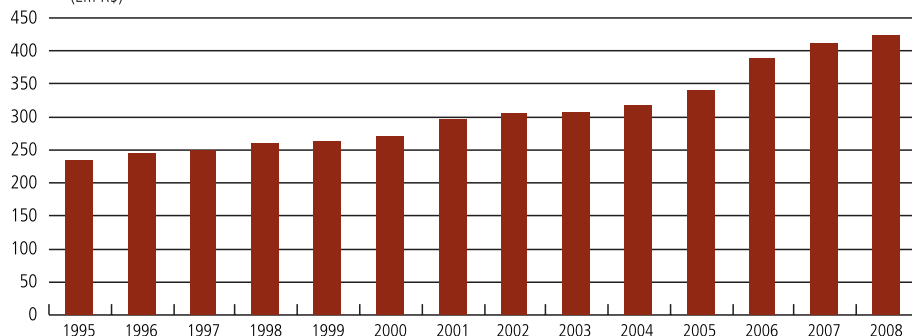
Fontes: Secretaria do Tesouro Nacional (STN) e IBGE.

O gráfico 9, por sua vez, explicita o principal motivo desse aumento expressivo, qual seja, a valorização do salário mínimo (SM) – ainda que o aumento no número de benefícios concedidos também tenha sido importante no período. Muito já se escreveu sobre a suposta explosão do gasto público previdenciário e assistencial no Brasil – não raro em tons críticos. Raramente se encontra nessa literatura, entretanto, menções ao fato de que a elevação desses gastos (e do SM) tem, em grande medida, sido responsável por um significativo processo de desconcentração

da renda pessoal no Brasil (ver, por exemplo, SOARES, 2006) – que se acelerou consideravelmente a partir de 2003 (ver gráfico 10).

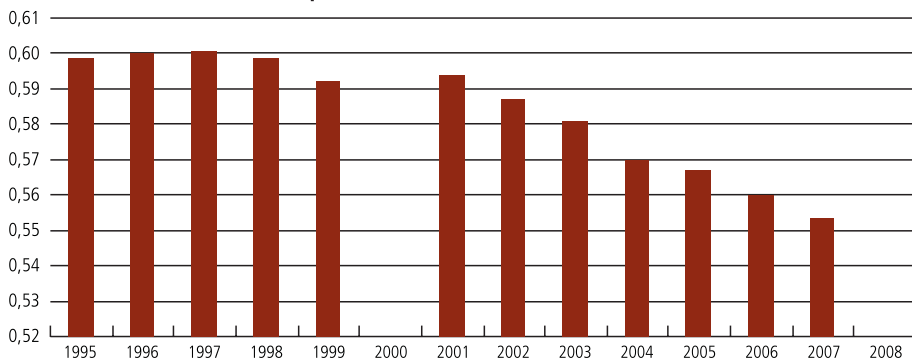
GRÁFICO 9
Salário mínimo médio de fevereiro de 2009 – INPC

(Em R\$)



Fonte: Ipeadata.

GRÁFICO 10
Índice de Gini da renda pessoal dos brasileiros



Fonte: Ipeadata.

3 O GOVERNO BRASILEIRO GASTOU *MUITO E MAL*? ALGUMAS CONSIDERAÇÕES A PARTIR DE COMPARAÇÕES INTERNACIONAIS

Uma das vantagens da metodologia das Contas Nacionais é o fato de a mesma ser utilizada em praticamente todos os países-membros da ONU. Assim sendo, os números das Contas Nacionais são mais adequados a comparações internacionais do que os números da contabilidade pública brasileira. Tais comparações deixam claro que o peso relativo do consumo do governo no total do PIB brasileiro é bastante

superior ao verificado em média na América Latina e em linha com o verificado, por exemplo, nos Estados Unidos ou na França (ver tabela 3).

TABELA 3

Consumo do governo em países selecionados da América Latina e da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) em 2007

(Em % do PIB)

Argentina	Bolívia	Brasil	Chile	Colômbia	México	Paraguai	Peru	Uruguai
12,9	14,4	20,1	11,0	16,6	10,6	10,8	9,1	11,2
Venezuela	Alemanha	Bélgica	Canadá	Coreia	Espanha	EUA	França	Grécia
11,9	12,5	16,9	22,4	13,1	17,0	20,0	20,6	18,2
Hungria	Irlanda	Itália	Japão	Noruega	Polônia	Portugal	Reino Unido	Suécia
21,21	15,7	18,2	12,6	20,2	18,5	18,7	23,6	27,2

Fontes: Cepal (2009) para a América Latina e OECD (2009a) para a OCDE.

A semelhança dos dados brasileiros com os verificados nos países da OCDE também se verifica quando desagregamos o consumo do governo nos seus dois componentes básicos (ver tabela 4). Com efeito, as participações do valor adicionado (12,9) e do consumo intermediário (7,0) das administrações públicas no PIB brasileiro são, respectivamente, pouco menores do que as verificadas na Grécia (13,1) e nos Estados Unidos (8,5) e pouco maiores do que as verificadas na Polônia (12,5) e na Hungria (6,7).

Ademais, a participação das transferências de assistência e previdência no PIB brasileiro (15,5) ocupa uma posição próxima da mediana da amostra de países da OCDE listados na tabela 4, ficando acima da verificada nos países anglo-saxões, europeus orientais (exceto Hungria) e asiáticos, e abaixo da verificada nos países da Europa Continental e Ocidental (exceto Espanha e Noruega).

Por outro lado, as administrações públicas brasileiras gastam relativamente muito mais com juros do que os países da OCDE (a despeito de o endividamento público em várias dessas economias ser maior ou comparável ao verificado no Brasil) e investem relativamente menos do que a média verificada nesses países.

Naturalmente, poucos discordariam que os interesses dos brasileiros mais pobres estariam melhor servidos se as administrações públicas brasileiras gastassem relativamente menos com juros e relativamente mais com investimentos (dada a importância desses últimos gastos para o crescimento da economia). Como vimos acima, os dados de 2008 – e mesmo os de 2009 – parecem apontar que essa é a direção que vem sendo seguida pelos administradores públicos brasileiros (embora apenas lentamente e, no caso dos juros, fortemente influenciada pela crise internacional iniciada no segundo semestre de 2008). Muito menos consenso existe, como também vimos acima, sobre os níveis atuais dos chamados gastos públicos correntes, isto é, aqueles que compõem o consumo do governo e as Taps – cujo crescimento recente tem sido alvo de crítica de diversos analistas.

TABELA 4
Despesas selecionadas das administrações públicas no Brasil e em países selecionados da OCDE
 (Em % do PIB)

País	Valor adicionado do governo em 2007	Consumo intermediário do governo em 2007	Taps em 2007	FBCF em 2007	Dívida Líquida do Setor Público (DLSP) em 2008	Juros líquidos pagos em 2008
Alemanha	8,3	4,2	18,4	1,5	45,1	2,3
Bélgica	13,4	3,5	17,3	1,6	73,6	3,6
Brasil	12,9	7,1	15,4	1,9	38,8	5,6
Canadá	13,5	8,9	11,0	3,0	21,7	0,2
Coreia	9,4	3,8	3,6	4,9	-37,4	-1,5
Espanha	11,9	5,1	12,7	3,8	22,9	1,0
Estados Unidos	11,5	8,5	12,6	2,6	48,2	1,9
França	15,6	5,0	18,9	3,3	41,9	2,7
Grécia	13,1	5,1	17,4	3,0	72,7	4,1
Hungria	14,6	6,7	16,6	3,6	51,3	3,7
Irlanda	10,3	5,3	10,3	4,4	11,1	-0,3
Itália	13,0	5,2	18,1	2,3	89,7	4,9
Japão	9,3	3,3	12,2	3,1	84,3	0,8
Noruega	14,1	6,1	14,1	3,1	-125,3	-3,8
Polônia	12,5	6,0	14,8	4,2	20,2	1,9
Portugal	14,6	4,1	16,3	2,3	47,9	3,0
Reino Unido	11,9	11,7	13,4	1,8	33,6	2,0
Suécia	17,8	9,4	16,8	3,1	-13,8	0,5

Fontes: IBGE (2009), OCDE (2009a, 2009b) e aproximações dos autores.

As informações contidas na tabela 5 visam lançar alguma luz no debate sobre a magnitude do consumo das administrações públicas brasileiras. As mesmas deixam claro que: *i*) a participação dos gastos públicos com saúde no PIB brasileiro é significativamente inferior à média observada nos países da OCDE (conquanto seja maior do que a coreana e similar às observadas na Polônia, na Grécia e na Hungria); *ii*) a participação dos gastos públicos com educação no PIB brasileiro é similar à observada na média dos países da OCDE (sendo similar às observadas, por exemplo, na Irlanda, na Itália, no Japão e na Coreia); e *iii*) os gastos públicos brasileiros *per capita* com saúde e educação são invariavelmente muito menores do que os observados nos países da OCDE, em virtude da diferença verificada entre o PIB *per capita* desses países e o brasileiro.

É importante frisar que a escassez de recursos não pode deixar de ser incluída entre as causas da má qualidade dos serviços públicos oferecidos no Brasil.² O reconhecimento da escassez relativa de recursos para a oferta de bens públicos (como saúde e educação públicas) de qualidade – e a óbvia importância da mesma (e da igualdade de oportunidades entre os cidadãos) para o desenvolvimento das nações

2. Não nos parece controversa a afirmação de que a disponibilidade de recursos é condição necessária, ainda que não suficiente, para a qualidade dos serviços públicos.

– nos parece um elemento importante na discussão sobre as opções à disposição da sociedade brasileira no atual momento histórico. O país já tentou crescer sem investir em educação, saúde e bem-estar de sua população anteriormente – com uma carga tributária bruta bem menor do que a atual, diga-se – sem ter com isso obtido sucesso em sua tentativa de se aproximar dos níveis de bem-estar material característicos dos países do primeiro mundo. Não se trata, naturalmente, de propor aumentos descontrolados em tais gastos – visto que o peso relativo dos mesmos no produto nacional está longe de ser desprezível. Mas de qualificar o mérito de propostas de redução imediata da participação dos gastos públicos correntes no PIB brasileiro – que devem sempre ter em conta os impactos efetivos de tais reduções sobre a já insuficiente oferta de bens públicos à cidadania brasileira.

TABELA 5

PIB *per capita* – ajustado pela paridade do poder de compra (PPC)¹ – e gastos públicos em saúde e educação (em % do PIB e *per capita*, ajustados pela PPC) no Brasil e em países selecionados da OCDE²

País	Gastos com saúde (% do PIB)	Gastos com saúde (<i>per capita</i> , em US\$ PPP)	Gastos com educação (% do PIB)	Gastos com educação (<i>per capita</i> , em US\$ PPP)	PIB <i>per capita</i> (US\$ PPP)
Alemanha	6,3	2.155	3,9	1.334	34.205
Bélgica	7,0	2.475	5,8	2.051	35.363
Brasil	4,8	468	4,7	458	9.747
Canadá	7,3	2.819	7,2	2.780	38.614
Coreia	3,7	981	4,6	1.220	26.523
Espanha	5,7	1.717	4,4	1.325	30.116
Estados Unidos	7,9	3.616	6,3	2.884	45.778
França	7,2	2.407	5,9	1.972	33.424
Grécia	4,9	1.426	3,1	902	29.098
Hungria	4,9	929	5,3	1.005	18.956
Irlanda	7,0	3.039	4,6	1.997	43.414
Itália	6,8	2.073	4,7	1.433	30.479
Japão	7,2	2.417	3,9	1.309	33.573
Noruega	7,1	3.689	5,5	2.857	51.953
Polônia	4,6	751	5,7	930	16.323
Portugal	5,7	1.242	5,8	1.263	21.784
Reino Unido	7,5	2.670	6,2	2.207	35.601
Suécia	6,8	2.495	6,9	2.532	36.696

Fontes: STN (2009c), OCDE (2009a) e FMI (2009) e manipulações do autor.

Nota: ¹ Em inglês, *purchasing power parity* (PPP).

² Os dados referem-se a 2007, com exceção do Canadá, cujo último dado disponível é de 2006.

4 NOTAS FINAIS

Os gastos públicos no Brasil, quando avaliados em relação ao PIB no período 1995-2008, cresceram em dois polos: os gastos financeiros e os gastos com assistência e previdência.

Os gastos com juros evoluíram nas crises cambiais como as ocorridas em 1999 e 2002-2003, afetados pela política monetária. Nos intervalos, o regime de metas de inflação, com sua lógica de funcionamento, contribuiu para que, mesmo passados os momentos de crise, taxa básica de juros³ continuasse em patamares elevados – e, assim, também, o montante dos gastos apropriados com juros, dada a alta participação desse indexador nos títulos da dívida pública. Ainda que decrescentes a partir de 2005, os gastos com juros exerceram influência negativa sobre o potencial de crescimento da economia e restringiram severamente a possibilidade de se fazer uma política fiscal adequada ao desenvolvimento econômico e à melhoria da concentração da renda.

O crescimento dos gastos com transferências de assistência e previdência social (por exemplo, aposentadorias, pensões, bolsas-família etc. do sistema de seguridade social, que atingem pessoas com aguda insuficiência de renda) foi, de longe, o de maior peso no período em questão e representou um importante incremento na renda disponível das famílias brasileiras mais pobres. Sabe-se que o consumo das famílias vem sendo o componente do PIB de maior magnitude no total dessa última variável – de modo que variações no consumo tenderam a afetar profundamente as variações no PIB total, ao contrário da crença vulgar de que o gasto público (“genérico”) tem retardado o crescimento da economia brasileira.

A variável crucialmente importante, portanto, para o debate sobre a política fiscal brasileira em anos recentes é o montante de transferências do governo às famílias – que, alavancadas por uma política explícita de aumentos reais no valor do SM e do número de beneficiários, vêm crescendo significativamente em termos reais e em % do PIB ao longo dos últimos anos. Além de sua importância anticíclica, tais transferências são apontadas por especialistas (por exemplo, SOARES, 2006) como responsáveis por cerca de dois terços da redução da desigualdade na distribuição pessoal da renda brasileira e por impactos importantes sobre a distribuição regional da renda. Por motivos que escapam à nossa compreensão, alguns economistas brasileiros não têm enfatizado a relação entre a política fiscal e a melhoria na distribuição da renda no país.

Por outro lado, não se pode deixar de constatar que o conjunto dos gastos do sistema de seguridade social se expandiu porque a Constituição Federal assegura

3. A taxa básica de juros da economia brasileira é determinada pelo Comitê de Política Monetária (Copom) do BCB. Ela consiste na taxa média dos financiamentos diários, com lastro em títulos públicos federais, apurados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), razão pela qual é conhecida como taxa Selic.

direitos sociais e vincula as receitas de contribuições às despesas. O país gastou menos em outros setores da infraestrutura social (com destaque para habitação e saneamento, dimensões essenciais do bem-estar), não protegidos por regras institucionais, porque o avanço dos gastos financeiros (puxados por elevadas taxas de juros) e a necessidade de manter, a partir de 1999, elevados superávits primários, limitaram os recursos destinados às ações do Estado nessas áreas.

Esta explicação, entretanto, costuma estar ausente das análises de grande parte dos “influentes” economistas e formadores de opinião no ramo das finanças públicas. Cabe, portanto, frisar que as “transferências de assistência e previdência social” e o serviço da dívida pública (e não aumentos no “tamanho da máquina pública”) foram os principais responsáveis pelo crescimento no gasto público verificado no período 1995-2008.

Outras duas conclusões foram, em primeiro lugar, a manutenção do consumo do governo em patamares estáveis (em % do PIB) entre 1995 e 2008 e em linha com os níveis verificados em países como Estados Unidos, França e outros países da OCDE. Em segundo lugar, o valor da FBCF das administrações públicas caiu significativamente nos anos de crise, mas está se recuperando em período recente, particularmente após 2008. Ademais, *o quadro do investimento público está melhorando* e para isso contribuem os compromissos do governo com o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e os investimentos das empresas estatais (notadamente da Petrobras).

REFERÊNCIAS

BCB. Banco Central do Brasil. **Sistema gerador de séries temporais**. Brasília, 2009.

CEPAL. **CEPALSTAT**. Santiago do Chile, 2009.

DEST. Departamento de Coordenação e Governança de Empresas Estatais. **Relatório de Execução Orçamentária do Orçamento de Investimento das Empresas Estatais**. Brasília, vários anos.

FMI. Fundo Monetário Internacional. **World economic outlook: sustaining the recovery**. Washington, 2009.

GOBETTI, S. W. **Qual é a real taxa de investimento público no Brasil?** Brasília: [s.n.], 2009. Mimeografado.

IBGE. **Finanças públicas do Brasil 2002-2003**. Rio de Janeiro: Coordenação de Contas Nacionais, 2006.

_____. **Contas nacionais trimestrais**. Rio de Janeiro: Coordenação de Contas Nacionais, 2009.

OCDE. **General government accounts**. Paris, 2009a.

_____. **Economic Outlook**. Paris, n. 85, 2009b.

SANTOS, C. H.; MACEDO E SILVA, A. C.; RIBEIRO, M. B. Uma metodologia de estimação da carga tributária líquida brasileira trimestral no período 1995-2009. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 14, n. 2, p. 209-236, mai./ago. 2010.

SOARES, S. **Distribuição de renda no Brasil de 1976 a 2004 com ênfase no período 2001-2004**. Brasília: Ipea, 2006 (Texto para discussão, n. 1.166).

STN. Secretaria do Tesouro Nacional. **Consolidação das contas públicas**. Brasília, 2000-2008.

_____. **Finanças dos municípios brasileiros**. Brasília, 2009a.

_____. **Execução orçamentária dos estados**. Brasília, 2009b.

_____. **Consolidação das Contas Públicas**. Brasília, 2009c.

_____. **Resultado fiscal do governo central**. Brasília, 2009d.

A EVOLUÇÃO DA TRIBUTAÇÃO BRASILEIRA NO PERÍODO 1995-2008

1 INTRODUÇÃO

O crescimento quase contínuo da carga tributária bruta (CTB) verificado no período 1998-2008 talvez seja o *fato estilizado* mais marcante das finanças públicas brasileiras no período pós-Real. Tal crescimento viabilizou a política de altos superávits primários, mesmo em um contexto de gastos públicos crescentes (notadamente com a conta de juros, até 2003, e com benefícios previdenciários e de assistência social, até 2007), e, dessa forma, exerceu papel crucial no *arranjo macroeconômico* implantado no Brasil. Não há dúvidas de que parte desse crescimento foi “legislado” – principalmente no período 1998-2004 – entre as crises cambiais de 1999 e 2002-2003. É interessante notar, entretanto, que a carga tributária brasileira cresceu de modo significativo entre 2005 e 2008 sem que alíquotas e/ou bases de incidência tenham sido aumentadas ou novos tributos criados.

Conquanto o tamanho da CTB tenha se aproximado do verificado em países da Organização para a Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) – com renda *per capita* e índices de desenvolvimento humano (IDHs) consideravelmente maiores do que os dos brasileiros –, a composição dessa última variável no Brasil ainda difere consideravelmente da verificada nos países desenvolvidos. Com efeito, o Brasil tributa relativamente muito mais o consumo e muito menos a renda e o patrimônio do que os países da OCDE – o que certamente ajuda a explicar os elevados índices de desigualdade de renda pessoal observados no país.

Análises econômicas sobre a tributação em uma determinada economia são necessariamente incompletas se ignoram a utilização dada à arrecadação tributária. Outro capítulo deste livro cuidará da evolução do tamanho e da composição do gasto público brasileiro no período 1995-2008. Parece, entretanto, apropriado frisar, ainda, a importância dos conceitos de carga tributária líquida (CTL) e de renda disponível das administrações públicas (RDAP) para análises sobre o *retorno social* dos tributos no Brasil.¹

1. Considerado baixo por nove entre dez analistas que não se cansam de repetir que “a carga tributária brasileira é de primeiro mundo, mas os serviços públicos no Brasil são de terceiro mundo”.

O restante deste capítulo está, assim, dividido em quatro partes. Na segunda parte, os grandes números da tributação brasileira no período 1995-2008 são apresentados e discutidos. Na terceira parte, os números brasileiros são comparados aos verificados nos países da OCDE e, quando possível, nos países latino-americanos. Na quarta parte relembra-se ao leitor a importância teórica e analítica dos conceitos de CTL e renda disponível do setor público e são apresentados os números relevantes no período 1995-2008. À guisa de conclusão, breves notas são apresentadas na quinta e última parte.

Porém, antes de seguir, cumpre frisar que análises econômicas sobre a tributação em uma determinada economia são necessariamente incompletas também se negligenciam os aspectos federativos, microeconômicos e setoriais da tributação. O fato de tais questões não serem enfatizadas em análises macroeconômicas – tais como a apresentada neste capítulo – não as torna menos importantes. Cabe assim alertar o leitor para o fato de que – embora se esteja convencido da validade dos argumentos apresentados – a análise a seguir é irremediavelmente incompleta.

2 CONCEITOS BÁSICOS E EVOLUÇÃO DA CTB NO PERÍODO PÓS-REAL

Entende-se por CTB o valor total dos impostos, taxas e contribuições arrecadadas compulsoriamente do setor privado pelas administrações públicas. Seguindo a metodologia das Contas Nacionais, é usual dividir os tributos em quatro tipos, a saber: *i*) impostos sobre produtos; *ii*) impostos sobre a produção; *iii*) impostos sobre a renda, a propriedade e o capital; e *iv*) contribuições previdenciárias e para fundos públicos. A tabela 1 mostra a evolução da arrecadação, medida em % do Produto Interno Bruto (PIB), desses quatro grandes grupos de tributos (e de seus principais componentes) no período 1995-2008.

A primeira coisa a reparar nos dados da tabela 1 é o notável crescimento (de mais de 8% do PIB) da CTB no período em questão.² Nota-se, ainda, que esse crescimento não foi uniforme. A CTB permaneceu relativamente constante entre 1995 e 1997, cresceu cerca de 6% do PIB entre 1997 e 2002, permaneceu relativamente constante novamente entre 2002 e 2004 e voltou a crescer (cerca de 2,5% do PIB) entre este último ano e 2008. Ademais, a composição da CTB também se alterou significativamente no período em questão. O peso dos impostos sobre a renda, o patrimônio e o capital subiu de 20% da CTB em 1995 para 26% em 2008. Por outro lado, a participação relativa dos impostos sobre produtos e as contribuições previdenciárias e para fundos públicos no total da CTB caíram significativamente no período em questão (de 47% para 42,6%, no primeiro caso, e de 28,5% para 27,5%, no segundo caso).

2. O dado de 2008 (35,2% do PIB) é uma estimativa que pode vir a ser revista quando da divulgação pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) do valor “final” do PIB para esse último ano – que deverá ocorrer em novembro de 2010. Para efeito de comparação, a estimativa da Receita Federal para a CTB é de 34,41% do PIB (RECEITA FEDERAL, 2010).

TABELA 1
Evolução do tamanho e da composição da CTB
 (Em % do PIB)

Composição da CTB	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008
CTB total	27,0	26,4	26,5	27,4	28,4	30,4	31,9	32,4	31,9	32,8	33,8	34,1	34,7	35,2
Impostos sobre produtos	12,7	12,0	11,6	11,4	12,6	13,7	14,3	13,9	13,5	14,2	14,3	14,2	14,1	15,0
Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI)	1,9	1,8	1,7	1,6	1,5	1,5	1,5	1,3	1,1	1,1	1,1	1,1	1,1	1,2
Imposto sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS)	6,8	6,6	6,3	6,2	6,3	6,9	7,2	7,0	7,0	7,1	7,2	7,2	6,9	7,3
Imposto sobre Importação (II)	0,7	0,5	0,5	0,7	0,7	0,7	0,7	0,5	0,5	0,5	0,4	0,4	0,5	0,6
Imposto sobre Operações de Crédito, Câmbio e Seguros, Títulos ou Valores Mobiliários (IOF)	0,5	0,3	0,4	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,8
Imposto sobre Serviços (ISS)	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,6	0,6	0,6	0,6	0,6	0,7	0,8	0,8	n.d.
Contribuição para Financiamento da Seguridade Social (Cofins)	2,2	2,0	1,9	1,8	2,9	3,3	3,5	3,5	3,4	4,0	4,0	3,8	3,8	3,9
Demais	0,2	0,2	0,1	0,2	0,2	0,5	0,6	0,8	0,7	0,7	0,6	0,6	0,6	n.d.
Outros impostos ligados à produção	1,2	1,2	1,2	1,3	1,1	1,0	1,2	1,2	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4	1,4
Contribuição do salário educação	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3	0,3	0,3	0,3
Contribuição para Sesi, Sesc, Senai e SENAC (Sistema S) ¹	0,3	0,3	0,3	0,3	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,3
Taxa de poder de polícia	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	n.d.
Taxa de prestação de serviços	0,3	0,3	0,3	0,4	0,4	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	n.d.
Demais	0,2	0,2	0,2	0,3	0,2	0,2	0,3	0,4	0,4	0,5	0,4	0,4	0,4	n.d.
Impostos sobre renda, propriedade e capital	5,4	5,4	6,1	6,8	6,7	7,6	8,1	9,0	8,8	8,7	9,6	9,5	9,8	9,1
Imposto de Renda (IR)	3,7	3,7	3,6	4,2	4,3	4,5	5,0	5,6	5,4	5,2	5,8	5,7	5,9	6,3
Imposto Predial, Territorial e Urbano (IPTU)	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6	0,6	0,5	0,5
Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA)	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,4	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,5	0,6
Contribuição Provisória sobre a Movimentação Financeira (CPMF)	0,0	0,0	0,7	0,8	0,7	1,2	1,3	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	1,4	0,0
Contribuição Social sobre Lucro de Pessoa Jurídica (CSLL)	0,8	0,7	0,8	0,7	0,6	0,7	0,7	0,8	0,9	1,0	1,2	1,1	1,3	1,4
Demais	0,1	0,2	0,2	0,2	0,2	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,1	0,2	0,2	0,3
Contribuições previdenciárias	7,7	7,8	7,6	7,9	8,0	8,0	8,3	8,3	8,3	8,6	8,7	9,1	9,4	9,7
Contribuição aos Institutos Oficiais de Previdência FGTS e PIS/PASEP ²	7,2	7,4	7,2	7,5	7,6	7,1	7,3	7,2	7,3	7,5	7,7	7,9	7,8	7,9
Contribuições previdenciárias do funcionalismo público	0,5	0,4	0,4	0,4	0,4	0,9	1,0	1,1	1,0	1,1	1,0	1,2	1,6	1,8

Fontes: IBGE – Contas Nacionais de 2000 até 2007 e Ribeiro (2009) para 1995-1999 e 2008.

Notas: ¹ Sesi = Serviço Social da Indústria. Sesc = Serviço Social do Comércio. Senai = Serviço Nacional de Aprendizagem Industrial. SENAC = Serviço Nacional de Aprendizagem Comercial.

² FGTS = Fundo de Garantia do Tempo de Serviço. PIS = Programa de Integração Social. PASEP = Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público.

O aumento da carga tributária no período 1999-2002 e em 2004 não se deu por acaso. As crises cambiais de 1999 e 2002-2003 ensejaram enormes aumentos na dívida líquida do setor público (DLSP) – quando medida em % do PIB – por conta da indexação da dívida pública ao dólar. Daí que alguma combinação de aumentos na carga tributária e cortes de gastos públicos (notoriamente rígidos) eram necessários para garantir a manutenção da *sustentabilidade* da dívida pública em tais anos (e nos anos imediatamente anteriores e subsequentes). Com efeito, já em 1998 ficara patente a necessidade de elevar o superávit primário – que, não surpreendentemente, começa a se recuperar precisamente nesse ano, já ajudado pela elevação da alíquota máxima do Imposto de Renda de Pessoa Física (IRPF) de 25% para 27,5%.

Mas o grosso do ajuste na carga tributária se deu mesmo após a eclosão da crise cambial de janeiro de 1999. Com efeito, ao longo de 1999 o governo *i*) recriou a CPMF com alíquota majorada de 0,25% para 0,30%; *ii*) aumentou a alíquota da Cofins, a principal contribuição social do país, com arrecadação de cerca de 2% do PIB em 1998, de 2% para 3%; e *iii*) acelerou os esforços para a redação da lei de responsabilidade fiscal (que entrou em vigor no ano 2000 e incentivou fortemente os estados e os municípios a aumentarem suas receitas tributárias próprias). O propósito era simples: deixar claro para os mercados financeiros que o governo brasileiro “faria a sua parte”, ou seja, aumentaria seu esforço fiscal a fim de garantir a solvência da dívida pública. E assim foi feito, com o superávit primário saltando de zero em 1998 para pouco menos de 3% do PIB em 1999.

Novos aumentos na carga tributária – notadamente a criação da Contribuição de Intervenção no Domínio Econômico (Cide) sobre combustíveis e o novo aumento na alíquota da CPMF de 0,3% para 0,38% – foram “legislados” em 2001, a fim de garantir a manutenção da “austeridade fiscal” (isto é, das metas elevadas para o superávit primário) no segundo governo do presidente Fernando Henrique Cardoso (FHC). Infelizmente, a manutenção de metas elevadas para o superávit primário não foi suficiente para evitar nova crise cambial e nova “explosão” da DLSP no segundo semestre de 2002. Esse último ano terminou melancolicamente com a DLSP atingindo 51,3% do PIB (contra 28% do PIB em janeiro de 1996), a despeito de uma elevação de quase 5% do PIB na CTB ocorrida entre 1998 e 2002.

O “ajuste” do primeiro governo do presidente Lula à crise cambial de 2002 foi muito similar ao ajuste do segundo governo FHC à crise cambial de 1999, combinando elevações nas taxas de juros (que, por sua vez, elevam significativamente a conta de juros do setor público) e na meta de superávit primário.³ E, novamente, aumentos “legislados” na CTB foram fundamentais para que o governo pudesse viabilizar o desejado aumento no superávit primário (que subiu quase 1% do PIB

3. Note-se, entretanto, que um processo de desdolarização da dívida pública teve início em 2003 – em uma clara mudança de estratégia em relação ao governo anterior.

entre 2004 e 2002, de 2,7% para 3,6% do PIB). Com efeito, ambas, a elevação da CSLL no setor de serviços e a mudança no regime tributário da Cofins e das contribuições para o PIS dos trabalhadores (ocorridas em 2003), colaboraram decisivamente para conter a queda da CTB em 2003 e acelerar a recuperação da arrecadação tributária ocorrida em 2004.

Entretanto, o padrão de crescimento da CTB verificado no período 2005-2008 foi inteiramente diferente do descrito acima. Com efeito, a CTB aumentou consideravelmente em tais anos sem que tenha havido a criação de novos tributos e/ou aumentos de alíquotas ou mudanças nas bases de incidência de tributos preexistentes. Ao contrário, o período em questão foi marcado por seguidas “medidas provisórias do bem” (com isenções tributárias setoriais de vários tipos) e, principalmente, pela extinção da CPMF (em dezembro de 2007), cuja arrecadação fluuava em torno de 1,3% do PIB. Ainda assim, estima-se que a CTB tenha aumentado cerca de 2,5% do PIB no período em questão.

As causas desse aumento recente – e surpreendente, diga-se – da CTB estão associadas à retomada do crescimento econômico a partir de 2004. Com efeito, a taxa média de crescimento real da economia entre 1998 e 2002 foi pouco superior a 2% anuais, contra cerca de 4,5% anuais entre 2004 e 2008. Daí que apenas a arrecadação conjunta do IR e da CSLL (tributos cuja arrecadação tende a cair relativamente em momentos de crise e aumentar em períodos de crescimento econômico) cresceu cerca de 1,5% do PIB entre 2004 e 2008. A arrecadação das contribuições previdenciárias e para os fundos públicos – que depende fundamentalmente dos níveis de emprego e de formalização do mercado de trabalho (ambos crescentes entre 2004 e 2008) – por sua vez, contribuiu com mais 1,0% do PIB. Outras contribuições importantes – do ICMS e do IOF, majorado em 2008 a fim de compensar parcialmente a perda de arrecadação advinda do fim da CPMF – também ajudaram a compensar o 1,3% do PIB de arrecadação tributária perdido com a extinção da CPMF em 2008.

Conquanto as arrecadações de IR e do ICMS também tenham crescido significativamente entre 1999 e 2002, é importante notar que a arrecadação das contribuições previdenciárias e para os fundos públicos (excluindo as contribuições de servidores públicos) caiu relativamente no período. Por outro lado, a arrecadação da Cofins – que permaneceu relativamente estável na casa dos 4% do PIB em anos recentes – praticamente dobrou entre 1998 e 2002, o mesmo acontecendo com a arrecadação da CPMF. Não há dúvidas, pois, que o aumento da CTB nesse último período (de relativa estagnação econômica) foi legislado em vez de “espontâneo” como o ocorrido entre 2004 e 2008.

Seja como for, o fato é que, pouco antes da eclosão da crise internacional no quarto trimestre de 2008, a CTB brasileira atingira seu maior valor (em % do PIB) em todos os tempos.

3 ALGUMAS COMPARAÇÕES INTERNACIONAIS

É comum encontrar na literatura menções ao fato de que a CTB brasileira é relativamente alta (quando medida em % do PIB) em relação à observada em países com um nível de desenvolvimento similar ao brasileiro. Frequentemente esse fato é visto como um problema, uma evidência a mais a indicar que a CTB brasileira estaria “retardando o crescimento da economia brasileira”.⁴

Conquanto essa sabedoria convencional esteja longe de ser inquestionável,⁵ ela contém diversos elementos de verdade. Em particular, a CTB brasileira é inegavelmente maior do que a de países latino-americanos e vem se aproximando da média observada nos países da OCDE (ver tabela 2). Igualmente dignos de nota são os fatos de que *i*) a composição da CTB brasileira (e da CTB dos países latino-americanos em geral) é bem diferente da verificada na média dos países da OCDE (ver tabela 3); e *ii*) a CTB tem crescido, nos últimos 15 anos, em diversos países da América Latina (e nos países menos desenvolvidos da OCDE) – e não apenas no Brasil⁶ (ver tabela 3). O crescimento da CTB brasileira nos últimos anos foi similar, por exemplo, ao apresentado pela carga tributária de países como Argentina, Turquia e Coreia do Sul.

TABELA 2
Total das receitas tributárias das administrações públicas (incluindo contribuições sociais) em países selecionados da América Latina
 (Valores em % do PIB)

Países	1995	2000	2005	2007
Argentina	20,3	21,5	26,8	29,1
Brasil ¹	27,3	30,4	33,3	34,7
Chile	17,6	18,9	19,5	21,3
Colômbia	14,0	14,9	17,7	18,3 (2006)
México	16,7	18,5	19,9	20,5
França	42,9	44,4	43,9	43,6
Alemanha	37,2	37,2	34,8	36,2
Reino Unido	34,5	37,1	36,3	36,6
Estados Unidos	27,9	29,9	27,3	28,3
Espanha	32,1	34,2	35,8	37,2
Itália	40,1	42,3	40,9	43,3
Coreia do Sul	19,4	23,6	25,5	28,7
Turquia	16,8	24,2	24,3	23,7
Média OCDE	34,9	35,7	35,5	35,9 (2006)

Fontes: Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe (Cepal) para Argentina, Brasil, Chile e Colômbia e OCDE para os demais.
 Nota: ¹ Os dados da Cepal sobre o Brasil diferem levemente dos números divulgados tanto pelo IBGE quanto pela Secretaria da Receita Federal (SRF) do Brasil. Entretanto, as tendências dinâmicas observadas em todas as referidas bases de dados são essencialmente as mesmas.

4. Ver Delfim Netto (2009) para um resumo representativo dos argumentos dos defensores dessa tese.

5. Ver, a esse respeito, Arnold (2008) e Benos (2009).

6. A ideia de que estaríamos vivenciando um período de “declínio e queda” da “alta taxação” em economias desenvolvidas (TANZI, 2006) pode até ser verdadeira, mas as evidências empíricas nessa direção certamente estão muito longe de serem conclusivas.

TABELA 3

Composição das receitas tributárias das administrações públicas em países selecionados da América Latina e na OCDE em 1995 e 2005

(Valores em % das receitas tributárias totais)

Países	Impostos sobre renda, patrimônio e capital		Impostos sobre produtos		Contribuições sociais e sobre a folha de pagamentos	
	1995	2005	1995	2005	1995	2005
Argentina	20,0	32,9	55,9	54,7	24,1	12,4
Brasil	20,0	28,3	47,0	42,2	30,7	27,2
Chile	25,3	35,0	67,6	57,5	7,2	7,5
Colômbia	38,1	48,5	39,3	38,6	22,6	12,9
Equador	25,5	19,1	51,8	60,5	22,7	20,4
Média OCDE	40,6	40,5	32,4	31,9	25,6	26,4

Fontes: OCDE (2009b) para a média da OCDE, IBGE (2009) para o Brasil, CEPAL (2009) para os demais países latino-americanos e cálculos dos autores.

O elevado peso relativo dos impostos sobre produtos na carga tributária dos países latino-americanos (notórios pela má distribuição da renda) chama a atenção, mas não surpreende. Por um lado, tais impostos afetam os consumidores indistintamente e, portanto, são concentradores de renda (ou, no jargão, são regressivos).⁷ Por outro lado, tais impostos são “embutidos” no preço final dos produtos sem serem explicitados aos consumidores – de modo que a maioria dos cidadãos desses países sequer se dá conta que paga tais impostos. É politicamente conveniente, então, para os governantes latino-americanos (quando necessário) aumentar esses “tributos invisíveis”.

Com efeito, poucos especialistas em finanças públicas conseguem estimar precisamente quanto pagam, por exemplo, de IPI ou ICMS em um dado produto, mas qualquer pessoa que preencha uma declaração de IRPF ou que tenha um carro (e, portanto, pague IPVA) ou um imóvel (e, portanto, pague IPTU) sabe exatamente quanto está desembolsando desses impostos. Além de “visíveis”, esses tributos sobre a renda e o patrimônio são também “progressivos”, ou seja, taxam mais os que podem mais e menos os que podem menos e, portanto, ajudam a distribuir a renda. Ademais, são notoriamente mais difíceis de arrecadar, seja pelo custo político de se arrecadar dos “donos da riqueza e do poder” seja por dificuldades práticas de se mensurar corretamente as variáveis relevantes e/ou de se impedir a sonegação. Não surpreende, pois, que o peso relativo desses tributos “visíveis” na

7. Tributos que distribuem renda (ditos “progressivos”) são aqueles que taxam relativamente mais fortemente os grupos de maior renda da sociedade – que teoricamente podem arcar com mais taxaço do que os grupos de menor renda. Tributos concentradores de renda (ou “regressivos”) são aqueles que taxam de modo igual pessoas com capacidades de pagamento distintas. Esse é precisamente o caso dos “impostos sobre produtos”. O valor do ICMS incidente sobre, por exemplo, um saco de feijão é o mesmo independentemente do fato de esse saco ter sido comprado por uma pessoa pobre ou por um milionário.

CTB de países latino-americanos seja muito mais baixo do que o verificado na média dos países da OCDE.

Nesse contexto, é importante qualificar a ideia, popular em diversos países da OCDE, de que aumentos no peso relativo dos impostos sobre produtos na carga tributária total dos países são “o caminho do futuro” (OCDE, 2007). Os defensores dessa ideia usualmente argumentam que impostos sobre produtos tenderiam a aumentar os níveis de crescimento econômico – visto que os mesmos, por encarecerem o consumo, teriam impactos positivos sobre a taxa de poupança da economia. Já impostos sobre a renda e o patrimônio não ajudariam o crescimento porque diminuem a recompensa pela produção (isto é, a renda auferida nas atividades produtivas, seja na forma de salários seja na forma de lucros).⁸ Mesmo que esses argumentos sejam relevantes do ponto de vista macroeconômico – o que é difícil de atestar na prática – há que se notar que *i*) a distribuição de renda nos países da OCDE que estão optando por aumentar o peso dos impostos sobre tributos na carga tributária (notadamente Alemanha, Holanda e Nova Zelândia) é sensivelmente melhor do que a brasileira ou a média latino-americana;⁹ e *ii*) os aumentos propostos estão muito longe de elevar o peso dos impostos sobre produtos na CTB desses países para perto do verificado nas economias latino-americanas.¹⁰

Cumprindo, ainda, qualificar a visão de vários economistas (por exemplo, STIGLITZ, 1997; THIRSK, 1997, *inter alia*) de que, diante das dificuldades para se tributar a renda e a propriedade em países em desenvolvimento, faz sentido para as autoridades tributárias desses países sacrificar a equidade distributiva em favor de uma simplicidade nos tributos e, portanto, de uma capacidade maior de arrecadar estes últimos. O ponto desses economistas é que a equidade relevante não é a tributária, mas a atuação do governo como um todo, e que esta última poderia ser alcançada mesmo com impostos regressivos, bastando para isso uma focalização maior dos gastos públicos.

Conquanto se possa concordar, em princípio pelo menos, com a visão exposta acima (e com o fato de que o gasto público está longe de ser progressivo no Brasil e nos países em desenvolvimento em geral), há que se notar que a mesma desconsidera elementos de “economia política” cruciais para a definição das políticas tributárias¹¹ – notadamente (e apenas para citar um exemplo) a “dependência de trajetória” dos gastos públicos e, portanto, a dificuldade de se ajustar esses últimos

8. Tais ideias renderam o Prêmio Nobel de Economia de 1996 ao economista inglês James Mirrlees.

9. A exceção a essa regra é o México.

10. Novamente a exceção a essa regra é o México, cuja participação dos impostos indiretos na carga tributária subiu 6%, a despeito de os mesmos responderem por quase 60% desta última (OCDE, 2007).

11. Essa é, por exemplo, a visão de Woo (2006, cap. 1).

rapidamente em sociedades democráticas. Há diversos motivos para se achar, por exemplo, que os gastos públicos brasileiros com as aposentadorias dos funcionários públicos e as pensões pagas às suas viúvas – que somam cerca de 4,5% do PIB – são excessivos e altamente regressivos. Mas pouco se pode fazer a respeito desse fato, pelo menos no curto e no médio prazo, visto que os direitos adquiridos dessas pessoas são defendidos pela estrutura legal do país.

Ademais, a visão acima desconsidera ou, pelo menos, não enfatiza a dramaticidade da questão distributiva no Brasil. E o fato de que o Brasil – pela diversidade de sua estrutura produtiva, o tamanho de sua economia e o relativo desenvolvimento institucional de seus órgãos arrecadatários – não tem diversos dos problemas estruturais que impedem uma progressividade maior da tributação nos países em desenvolvimento (o que, aliás, explica o fato de o tamanho da CTB brasileira se aproximar do verificado nos países desenvolvidos em termos relativos). O quanto exatamente se pode aumentar a tributação sobre a renda e o patrimônio no Brasil (a fim de aumentar o peso dessa última na CTB e, com isso, melhorar a distribuição de renda do país) é uma questão essencialmente aberta, mas não há dúvidas de que os principais obstáculos a esse aumento são os interesses políticos e econômicos e não o pequeno tamanho e/ou a elevada concentração setorial da renda nacional (como ocorre em outros países em desenvolvimento).

Dito de outro modo, não parece que o Brasil esteja estruturalmente preso a uma dada composição da carga tributária. A sociedade brasileira tem, portanto, graus de liberdade para variá-la se assim o desejar. Ademais, parece que – para um dado tamanho da CTB – qualquer escolha sensata entre eficiência (e, portanto, crescimento) econômica (o) e equidade na (composição da) tributação brasileira deve considerar com cuidado a dramaticidade da questão distributiva brasileira e os efeitos nefastos desta última sobre o “ambiente de negócios” e, por essa via, sobre o próprio potencial de crescimento do país.^{12, 13}

4 CARGA TRIBUTÁRIA LÍQUIDA E RENDA DISPONÍVEL DAS ADMINISTRAÇÕES PÚBLICAS

Conquanto seja bastante comum utilizar-se o conceito de CTB como *proxy* para a disponibilidade efetiva de recursos por parte das administrações públicas, esse procedimento implica a aceitação de simplificações draconianas. Com efeito, um quadro bastante rico pode ser alcançado com a utilização concomitante dos con-

12. Ou, de outro modo, deve considerar com cuidado os efeitos negativos da “polarização social”, no sentido preciso de Woo (2005, 2006).

13. Naturalmente, o baixo peso dos impostos sobre a renda e o patrimônio está longe de ser o único problema tributário brasileiro. A complexidade de nosso sistema tributário é notória, assim como o custo administrativo imposto àqueles que desejam cumprir as (complexas e em constante mutação) leis tributárias no Brasil. Para um diagnóstico mais amplo do que há de errado com o sistema tributário brasileiro, ver CDES (2009).

ceitos de CTL e RDAP. O propósito desta seção é relembrar ao leitor o significado preciso desses conceitos e apresentar os números disponíveis para estes últimos no período 1995-2008.

O conceito de CTL visa ressaltar o fato de que grande parte dos recursos tributários arrecadados pelas administrações públicas é simplesmente transferida ao próprio setor privado da economia. Trata-se, literalmente, de tirar recursos de uns (os pagadores dos tributos) e repassá-los a outros (aqueles que recebem as referidas “transferências públicas”) *sem que a renda disponível do setor privado seja afetada*.

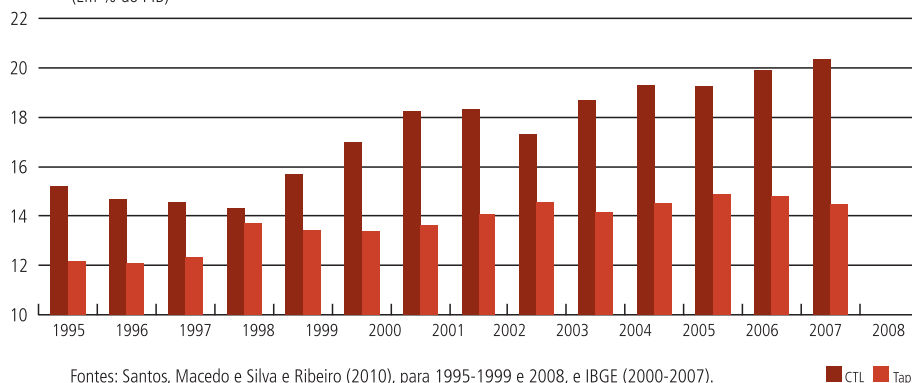
São cinco os principais tipos de “transferências” – isto é, pagamentos sem contrapartida imediata em bens ou serviços – públicas ao setor privado. O primeiro e quantitativamente mais importante é o pagamento de pensões e aposentadorias, tanto do Regime Geral da Previdência Social (RGPS) como dos servidores públicos das administrações públicas federais, estaduais e municipais. O segundo deles é o pagamento de “benefícios assistenciais”, termo genérico que engloba principalmente as despesas do Programa Bolsa Família e os pagamentos feitos a cidadãos pobres idosos e/ou incapazes – regulados pela Lei Orgânica de Assistência Social (Loas). O terceiro deles é o pagamento de subvenções sociais (isto é, recursos destinados ao pagamento das despesas de custeio) às instituições privadas sem fins lucrativos. O quarto é o valor dos saques do FGTS feitos pelos trabalhadores.¹⁴ Finalmente, o quinto (e quantitativamente menos importante) tipo de transferência pública ao setor privado é o pagamento de subsídios aos produtores privados de bens e serviços.

A análise desagregada da evolução das “transferências públicas” – ou, mais precisamente, “transferências de assistência e previdência adicionadas dos subsídios e subvenções sociais” (Taps) no período 1995-2008 é objeto do capítulo deste volume que trata da evolução dos gastos públicos no período em questão. Por ora é suficiente notar que dados oficiais do IBGE dão conta de que as Taps passaram de cerca de 12% do PIB em 1995 para perto de 15% em 2007. Estimativas da Coordenação de Finanças Públicas do Ipea, por sua vez, dão conta de que as Taps atingiram 14,5% do PIB no (excelente) ano de 2008. Daí que o crescimento – da ordem de 5,5% do PIB – da CTL (CTB – Taps) ao longo do período 1995-2008 foi bem inferior ao crescimento de cerca de 8% do PIB na CTB verificado no mesmo período (ver gráfico 1).

14. Um esclarecimento talvez seja necessário aqui. Tecnicamente o FGTS é um fundo de propriedade dos trabalhadores, cujos recursos não podem ser utilizados para custear despesas públicas. O único motivo pelo qual as contribuições para o FGTS são consideradas parte da carga tributária é o caráter compulsório das mesmas. Uma vez que se considerem como tributos as contribuições ao FGTS é natural que se considerem como transferências os saques feitos desse fundo.

GRÁFICO 1
CTL e Taps anuais

(Em % do PIB)



O conceito de CTL certamente representa um refinamento em relação ao conceito de CTB enquanto medida da disponibilidade efetiva de recursos “nas mãos” dos administradores públicos. Mas ainda não é o ideal. Isso porque as administrações públicas têm diversas “rendas de propriedade” (notadamente juros, aluguéis, dividendos e a “renda da terra”) a pagar e a receber, além de algumas receitas correntes não tributárias e não classificadas como “rendas de propriedade” (como, por exemplo, as receitas obtidas na venda de entradas para museus públicos). Note-se que as “rendas de propriedade” são conceitualmente bastante diferentes das Taps. Quando as administrações públicas pagam a um aposentado, por exemplo, elas não esperam dele nenhuma contrapartida em bens e serviços. Quando as administrações públicas pagam um aluguel de um prédio para abrigar uma repartição pública, ou juros sobre um empréstimo, elas estão remunerando o dono desse prédio e o dono desse capital por serviços prestados (no caso a disponibilidade de espaço para a repartição pública e o empréstimo concedido).

Infelizmente, os dados para RDAP – conceito que subtrai da CTB (e das receitas públicas correntes não tributárias e não classificadas como “rendas de propriedade”) não apenas as Taps, mas também as “rendas líquidas de propriedade” pagas pelas administrações públicas¹⁵ – só vão até 2006.¹⁶

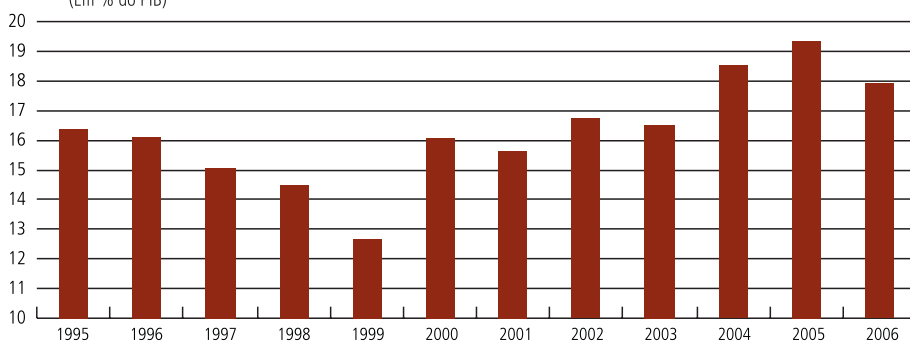
15. Ou seja, as rendas de propriedade pagas pelas administrações públicas menos as recebidas por essas últimas.

16. E, mesmo assim, o cálculo preciso da série apresenta uma importante descontinuidade metodológica no ano 2000, tendo em vista que apenas dados a partir do ano 2000 foram divulgados quando do lançamento (em 2007) das novas Contas Nacionais “referência 2000” (cujo último dado disponível quando do fechamento desse texto é o referente ao ano de 2006). Antes disso, os dados disponíveis (para o período 1995-2003) eram calculados pela metodologia do sistema de contas nacionais “referência 1985” (ver IBGE, 2008 para detalhes). A análise das observações de 2000-2003 das duas séries mostra que – conquanto os valores dos vários componentes da RDAP tenham mudado significativamente com a adoção da nova metodologia, várias dessas mudanças parecem se cancelar de modo que os valores nominais da RDAP não variam tanto como seria de se esperar.

Mas mesmo a análise da evolução da RDAP em % do PIB no período 1995-2006 já nos permite conclusões bastante diferentes das obtidas com a mera análise das CTB (principalmente) e da CTL. Com efeito, os dados mostram um declínio continuado da RDAP ao longo de todo o primeiro governo do presidente FHC (com o ápice em 1999, devido ao crescimento descontrolado das despesas com o pagamento de juros da dívida pública em um contexto de grave crise cambial, e a despeito do significativo crescimento da CTB e da CTL ocorrido nesses anos). O segundo governo do presidente FHC, por sua vez, testemunhou uma recuperação da RDAP para níveis próximos ao verificado em 1995. Assim, o crescimento da RDAP ao longo do período 1995-2006 ocorreu no governo do presidente Lula, mas foi muito menor do que o verificado na CTB e mesmo na CTL.

GRÁFICO 2
RDAP – 1995-2006

(Em % do PIB)



Fonte: IBGE (vários anos).

5 UM PANORAMA RESUMIDO DA TRIBUTAÇÃO BRASILEIRA NO PERÍODO 1995-2008: ALGUMAS NOTAS À GUIA DE CONCLUSÃO

Nota-se acima que a maior parte da elevação de cerca de 8% do PIB da CTB entre 1997 e 2008 foi determinada em resposta às crises cambiais de 1999 e 2002-2003. Com efeito, o crescimento de cerca de 2,5% do PIB na CTB verificado no período 2005-2008 (de elevado crescimento econômico em média) se deu a despeito de seguidas desonerações tributárias, a principal das quais foi a extinção da CPMF (cujá arrecadação anual alcançava 1,3% do PIB) em 2008. Frisou-se, ainda, que *i*) o tamanho da CTB brasileira é superior ao verificado nos países latino-americanos e vem se aproximando da média verificada em países da OCDE; *ii*) a composição da CTB brasileira é muito diferente da verificada em países da OCDE, privilegiando impostos sobre produtos (que concentram renda e encarecem os produtos) em prejuízo de impostos sobre a renda e o patrimônio (que distribuem renda e não

encarecem os produtos) e *iii*) que a elevação da carga tributária foi crucial para garantir a estabilidade macroeconômica (com redução da DLSP após 2003) em um contexto de aumento (pelo menos até 2007) das Taps.

Voltando-se para a discussão sobre o retorno social da carga tributária – julgado baixo pela sabedoria convencional dos especialistas em finanças públicas brasileiros – nota-se que a fatia dos recursos efetivamente à disposição dos administradores públicos para gastos em bens públicos (com exceção daqueles relacionados a previdência e assistência social)¹⁷ no PIB em 2003 foi praticamente igual à verificada em 1995. Apenas a partir de 2004 é que essa fatia (aproximada pelo conceito de renda disponível bruta do setor público) começa a superar esse último patamar. Contudo, o crescimento acumulado da mesma é muito menor do que o da CTB.

17. Cujas provisão (e o impacto redistributivo da mesma) aparentemente não é (são) computada(os) como parte do “retorno social” da carga tributária pela maior parte dos especialistas em finanças públicas brasileiros.

REFERÊNCIAS

- ARNOLD, J. **Do tax structures affect aggregate economic growth? Empirical evidence from a panel of OECD countries**. Paris: OCDE, 2008 (OECD Economics Department. Working Paper, n. 643).
- BENOS, N. **Fiscal policy and economic growth: empirical evidence from EU countries**. Munich, 2009 (Munich Personal Repec Archive Paper, n. 19.174).
- CDES. **Indicadores de equidade do sistema tributário nacional**. Brasília, 2009.
- CEPAL. **CEPALSTAT**. Santiago do Chile, 2009.
- DELFIN NETTO, A. A agenda fiscal. *In*: GIAMBIAGI, F.; BARROS, O. **Brasil pós-crise: agenda para a próxima década**. Rio de Janeiro: Campus, 2009. p. 25-40.
- IBGE. **Sistemas de Contas Nacionais, 200 a 2007**.
_____. **Sistema de Contas Nacionais no Brasil**. Rio de Janeiro: Coordenação de Contas Nacionais, 2008 (Série de Relatórios Metodológicos, n. 24, segunda edição).
_____. **Sistema de Contas Nacionais – Brasil 2003-2007**. Rio de Janeiro: Coordenação de Contas Nacionais, 2009.
_____. **Contas Econômicas Integradas**, vários anos.
- OCDE. **Consumption taxes: the way of the future?** Paris, Oct. 2007 (OECD Policy Brief).
_____. **OECD general government accounts**. Paris, 2009a.
_____. **OECD Economic Outlook**, n. 85. Paris, 2009b.
- RECEITA FEDERAL. **Carga tributária no Brasil 2009: análise por tributos e bases de incidências**. Brasília: Receita Federal, 2010 (Estudos Tributários, n. 21).
- REZENDE, F; OLIVEIRA, F; ARAÚJO, E. **O dilema fiscal: remendar ou reformar?** Rio de Janeiro: Confederação Nacional da Indústria e Fundação Getulio Vargas, 2007.
- RIBEIRO, M. B. **Uma análise das cargas tributárias bruta e líquida no Brasil no período 1995-2009: evolução, composição e suas relações com a equidade e a distribuição de renda**. Brasília: Ipea, 2009 (Texto para Discussão no prelo).

_____.; MACEDO E SILVA, A. C.; RIBEIRO, M. B. Uma metodologia de estimação da carga tributária líquida brasileira trimestral no período 1995-2009. **Revista de Economia Contemporânea**, v. 14, n. 2, p. 209-236, mai./ago. 2010.

STIGLITZ, J. Foreword. *In*: THIRSK, W. (Org.). **Tax reform in developing countries**. Washington: World Bank, 1997.

TANZI, V. **Death of an illusion? Decline and fall of high tax economies**. Politeia: Londres, 2006 (Policy Series, n. 54).

THIRSK, W. Overview: the substance and process of tax reform in eight developing countries. *In*: THIRSK, W. (Org.). **Tax reform in developing countries**. Washington: World Bank, 1997.

WOO, J. Social polarization, fiscal instability and growth. **European Economic Review**, v. 49, p. 1.451-1.477, 2005.

_____. **The political economy of fiscal policy: public deficits, volatility and growth**. Berlin: Springer, 2006.

BIBLIOGRAFIA CONSULTADA

SANTOS, C. H. dos. **Uma metodologia simplificada de estimação da carga tributária líquida brasileira trimestral no período 1995-2007**. Rio de Janeiro: Ipea, 2008 (Texto para Discussão, n. 1.359).

_____.; COSTA, F. R. Uma metodologia de estimação da carga tributária bruta brasileira em níveis trimestrais. **Economia Aplicada**, v. 12, n. 4, p. 581-606, 2008.

_____.; GOBETTI, S. W.; RIBEIRO, M. B. **A evolução da carga tributária bruta brasileira no período 1995-2007: tamanho, composição e especificações econométricas agregadas**. Brasília: Ipea, 2008 (Texto para Discussão, n. 1.350).

SILVEIRA, F. G. **Tributação, previdência e assistência sociais: impactos redistributivos**. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas. Campinas, 2008.

PARTE V

FINANCIAMENTO PARA O DESENVOLVIMENTO

O PAPEL DOS BANCOS PÚBLICOS NO FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO BRASILEIRO

1 INTRODUÇÃO

Na formulação de um modelo de desenvolvimento que contemple um papel ativo de políticas governamentais estruturantes (de longo prazo), associadas a um regime de política macroeconômica (de curto prazo) que busque conciliar objetivos de estabilidade monetária e crescimento econômico, é fundamental considerar os mecanismos de financiamento públicos e privados que sustentam a atividade econômica e, em especial, os investimentos. Este capítulo trata do papel dos bancos públicos (doravante BPs) como instrumentos-chave de uma estratégia de desenvolvimento para a economia brasileira, apoiada naquele modelo.

Essa discussão tem como ponto de partida obrigatório a análise, ainda no plano teórico, do papel do financiamento, em geral, e dos BPs, em particular, para o desenvolvimento econômico. Este é o objeto da seção 2. No que tange ao caso brasileiro, a análise empírica terá por foco os três maiores bancos federais existentes no país – o Banco do Brasil (BB), a Caixa Econômica Federal (CEF) e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) – e como marco temporal, os anos 1980 em diante.

A escolha desses três bancos justifica-se por duas condições. A primeira é de natureza puramente quantitativa: o grande porte dos três, frente ao mercado bancário brasileiro, que os coloca em posição de influenciar, de forma significativa, as condições de financiamento do desenvolvimento no Brasil.¹ Em segundo lugar, esses são os *únicos* BPs federais criados para atuar em todo o território nacional e, portanto, voltados para o desenvolvimento econômico nacional, discutido neste capítulo. O Brasil conta ainda com dois bancos federais de atuação regional: o Banco do Nordeste do Brasil (BNB), criado em 1954, e o Banco da Amazônia (Basa), sucessor do Banco de Crédito da Borracha, criado em 1942 (COSTA NETO, 2004).² Apesar da inegável importância desses bancos para a economia

1. No *ranking* das instituições financeiras em operação no Brasil em 2008, por valor do ativo total, o BB ocupava a segunda posição, com ativo total de R\$ 507 bilhões; a CEF, a quinta posição, com R\$ 296 bilhões em ativos; e o BNDES, a sexta, com ativo total de R\$ 272 bilhões.

2. Até 1986, o país contou ainda com o Banco Nacional da Habitação (BNH), criado em 1964, e o Banco Nacional de Crédito Cooperativo (BNCC), criado em 1952, cujas atividades foram então incorporadas, respectivamente, pela CEF e pelo BB (VIDOTTO, 2003, p. 3-4).

local, a análise do papel de BPs para o desenvolvimento econômico regional envolve aspectos teóricos e empíricos específicos ao tema, cuja discussão foge ao escopo deste capítulo – daí o foco nos bancos de atuação nacional. Deve ficar claro, porém, que não se pretende aqui desenvolver uma análise comparativa, mas meramente descritiva, das formas de atuação dos três bancos selecionados em seus respectivos mercados. Tal comparação seria indevida face às diferenças marcantes entre eles em diversos aspectos, a começar pela própria estrutura de capital – mista no BB e totalmente pública na CEF e no BNDES – e pelas funções tipicamente atribuídas a cada um – atuação predominante no longo prazo, no caso do BNDES, e mais diversificada, no caso do BB e da CEF.

Quanto ao período de análise, os anos 1980 são um marco importante na história recente dos BPs no Brasil. Nessa década, dificuldades financeiras decorrentes de longa fase de instabilidade macroeconômica, aliadas, a partir dos anos 1990, à nova concepção de política de desenvolvimento que predominou no país, de caráter liberalizante, questionaram o (até então) papel central desses bancos no financiamento do desenvolvimento econômico no Brasil. A seção 3 analisa os efeitos dessas mudanças sobre o modo de atuação do BB, da CEF e do BNDES nos anos 1980-1990. A seção 4 analisa os condicionantes macroeconômicos e a atuação desses bancos nos anos 2000 (até 2008). A seção 5 conclui o capítulo, com um breve diagnóstico e algumas propostas a respeito das condições de funcionalidade dos três bancos para o desenvolvimento econômico brasileiro.

2 O PAPEL DOS BPs NO FINANCIAMENTO DO DESENVOLVIMENTO

O desenvolvimento econômico é, inevitavelmente, apoiado na implementação simultânea (ou em curto espaço de tempo) de uma série de projetos de investimento e, portanto, na criação de nova capacidade produtiva, tanto em termos quantitativos, quanto qualitativos. Dificilmente um movimento generalizado de expansão de investimentos pode prescindir de fontes de financiamento complementares ao autofinanciamento (GERSCHENKRON, 1962). É dessa condição que emerge a importância do desenvolvimento financeiro para o desenvolvimento econômico. Quanto mais amplo, dinâmico e diversificado for o sistema financeiro nacional, melhores serão as condições de viabilização financeira de cada etapa do processo de desenvolvimento (GURLEY; SHAW, 1955).

Como mostrou Zysman (1983), não há um modelo “ideal” ou mais eficiente de sistema financeiro para apoiar o desenvolvimento econômico. Historicamente, tanto sistemas financeiros baseados em mercados de capitais, quanto no crédito bancário como canais de financiamento de longo prazo foram exitosos neste sentido. Por outro lado, o autor mostra também que foram poucos os países que lograram combinar, quase que simultaneamente, desenvolvimento financeiro e desenvolvimento econô-

mico – basicamente, Reino Unido, Estados Unidos e Alemanha, os dois primeiros com sistemas de mercados de capitais e o último com um sistema baseado no crédito bancário. Os demais países industrializados e todos os países em desenvolvimento apoiaram seus processos de industrialização numa combinação de crédito bancário governamental – a cargo de grandes BPs e/ou de agências de fomento em parceria com grandes bancos privados – com financiamento externo.

A presença de BPs no financiamento do desenvolvimento em diversos países não é casual. Condições inerentes ao processo de desenvolvimento econômico e ao modo de operação dos mercados financeiros sugerem um importante papel para os BPs nas políticas de desenvolvimento econômico.³ Como já assinalado, o desenvolvimento econômico envolve investimentos em setores, produtos e/ou processos produtivos novos, o que tende a torná-lo um processo marcado por grandes incertezas e elevados custos. Por outro lado, os ofertantes de fundos (pessoas físicas e instituições financeiras) tendem a rejeitar riscos presumidamente muito elevados: além das dificuldades de previsão da exata proporção destes riscos, sua incorporação às taxas de retorno exigidas dos ativos pode ser dificultada pela retração da demanda por recursos.

Essa combinação de coisas torna o financiamento do desenvolvimento econômico uma tarefa difícil e cara, o que contribui para tornar o mercado financeiro, sistematicamente, “incompleto” no que tange às necessidades de financiamento do desenvolvimento.⁴ A elevada incerteza que normalmente marca as operações financeiras de longo prazo e, em especial, as associadas a investimentos nos (novos) setores líderes do desenvolvimento a cada período é o principal entrave à completude do mercado financeiro, justificando, ou mesmo requerendo, a atuação de um BP.

Outra condição que justifica a atuação de um BP, especialmente nos países menos desenvolvidos, é a necessidade de autonomia financeira para a implementação de políticas de desenvolvimento. Tais políticas devem envolver medidas de estímulo a investimentos privados em setores estratégicos (infraestrutura, inovações etc.), ou mesmo programas de investimentos públicos nestes setores, em montantes bem maiores que a média histórica do país em questão (GERSCHENCKRON, 1962). Isto pode ser financiado, em parte, com recursos orçamentários (tributos) e/ou via emissão de dívida pública. No entanto, essa estratégia pode ser limitada pela restrição orçamentária do governo, cujos recursos disponíveis (total de tributos e dívida) sofrem ingerências políticas e legais e são disputados por diversos tipos de despesa. Nessas condições, bastante comuns nos países em desenvolvimento, a atuação de um BP contribui para ampliar a autonomia política e financeira do Estado na implementação de políticas de desenvolvimento.

3. Para uma fundamentação teórica do papel dos BPs para o desenvolvimento econômico, ver Hermann (2009a).

4. Um mercado é dito incompleto quando algum (ou alguns) segmento teoricamente possível é, na prática, inexistente, seja por desinteresse do lado da oferta ou do lado da demanda.

A autonomia financeira do BP tende a ser maior que a do governo devido à possibilidade de o primeiro recorrer a fontes de *funding* mais diversificadas, como a captação de poupança doméstica (voluntária ou compulsória), empréstimos de outros bancos (nacionais ou estrangeiros) e, no caso de BPs já em operação e bem-sucedidos há alguns anos, também o reinvestimento do excedente operacional. A maior autonomia financeira lhe confere também maior autonomia política na alocação de recursos, já que, no BP, a concorrência por despesas alternativas ao financiamento de investimentos (privados ou públicos) tende a ser menor que no Tesouro Nacional.

Por fim, outra importante função macroeconômica de um BP é a atuação anticíclica no mercado de crédito, mantendo ou mesmo expandindo a oferta de fundos nas fases recessivas da atividade econômica. Nesta função, justifica-se inclusive a atuação do BP no crédito de curto prazo – para capital de giro das empresas, por exemplo – já que o objetivo, nas fases recessivas, é conter a tendência de queda do grau de utilização da capacidade instalada e não, diretamente, expandir a capacidade instalada.

As motivações para sua criação sugerem algumas condições de funcionalidade dos BPs para o desenvolvimento econômico.

A incompletude do mercado aponta como papel essencial de um BP a provisão de crédito aos setores desassistidos e estratégicos para o desenvolvimento, sob condições viáveis, isto é, não inibidoras do investimento. Para tanto, é essencial que o BP seja capaz de disponibilizar, de forma regular, linhas de financiamento a prazos adequados e a custos mais baixos (mas não necessariamente subsidiados) que os exigidos pelas instituições privadas (caso entrassem neste mercado). Isto é possível porque, idealmente, o BP não define suas taxas de juros com base em metas de lucro, mas sim de equilíbrio financeiro entre os fluxos de receita e despesa. Além disso, o BP pode ter como parte de sua “missão” a função de assumir alguns tipos de riscos rejeitados pelas instituições privadas. Para tanto, é necessário que o Tesouro Nacional, na qualidade de controlador do BP, disponha de mecanismos de compartilhamento de riscos, ou mesmo de perdas, com o BP, tais como seguros ou fundos constituídos para este fim.

No entanto, se o ativo do BP for excessivamente concentrado em setores de alto risco, esses mecanismos compensatórios podem mostrar-se insuficientes ou demasiadamente onerosos (ou mesmo inviáveis) para o Tesouro. Assim, a manutenção de empresas e/ou setores de boa qualidade de risco na carteira de crédito do BP, ainda que estes possam ser atendidos pelo mercado privado, pode ser indicada, não apenas como meio temporário de adaptação do banco às condições do mercado, mas como instrumento regular de defesa da qualidade do risco de seu ativo. Neste caso, uma função adicional dos BPs seria a indução dos bancos privados a operarem com custos menores para os tomadores em disputa, admitindo-se que o BP seja capaz de cobrar juros menores que esses bancos (pelas razões já apontadas).

O requisito da autonomia financeira recomenda uma estrutura de *funding* pouco dependente de recursos orçamentários convencionais, isto é, derivados dos impostos. Essa mesma condição pavimenta a capacidade de atuação anticíclica do BP, já que, para tanto, o banco deve ser capaz de expandir suas operações em períodos de retração econômica e, portanto, de restrição orçamentária. Contudo, deve ser evitada também uma elevada dependência do BP em relação à captação de recursos em mercado – via depósitos voluntários, empréstimos de outros bancos e/ou emissões de ações e títulos. Essas fontes trazem também limitações à atuação do BP, podendo implicar custos de *funding* mais elevados ou mesmo a insuficiência de recursos nas fases de pessimismo do mercado, inviabilizando, pelo menos, sua atuação anticíclica.

Assim, embora possa contar com recursos de mercado, o requisito da autonomia financeira sugere que o BP deva apoiar sua estrutura de *funding*, predominantemente, em recursos “extramercado”, tais como fundos parafiscais (contribuições destinadas especificamente ao banco ou a programas de desenvolvimento). Além desta, outra fonte regular de *funding* para um BP deve ser o autofinanciamento, isto é, o reinvestimento de recursos próprios, decorrentes das receitas de suas operações. Em complemento a essas duas fontes, uma terceira fonte de *funding* adequada a um BP são empréstimos de organismos internacionais de desenvolvimento (como o Banco Mundial, por exemplo), que, por operarem com critérios e objetivos semelhantes, tendem a disponibilizar recursos a custos e prazos compatíveis com os requeridos por um BP.

Por fim, uma condição geral de funcionalidade de um BP é que a política macroeconômica em curso seja coordenada com as políticas de desenvolvimento econômico que justificam a existência do banco. Por exemplo, na presença de uma política monetária restritiva, a tentativa de expansão do crédito pelo BP pode ser limitada pela insuficiência de *funding* no banco, ou mesmo de projetos de investimento a serem financiados. Esta, porém, é uma condição que diz respeito à orientação da política macroeconômica e não à gestão do próprio BP.

3 BPs NO BRASIL: BREVE HISTÓRICO DOS ANOS 1980-1990

3.1 Os anos 1980

Ao longo de três décadas, de 1950 ao final dos anos 1970, a despeito de algumas tentativas de formação de uma estrutura privada de financiamento de longo prazo, todas as fases de avanço no processo de industrialização no Brasil apoiaram-se numa combinação de autofinanciamento, capital externo (crédito bancário e investimentos diretos) e crédito público federal. Este último esteve, basicamente, a cargo do BB, com foco no setor agrícola; da CEF, voltada prioritariamente para o setor imobiliário; e do BNDE, com foco na indústria (MONTEIRO FILHA, 1994; GUTH, 2006).⁵

5. Somente a partir de 1982 o BNDE tornou-se BNDES.

A década de 1980, como se sabe, marca uma fase de instabilidade monetária (alta inflação e volatilidade das taxas de câmbio e juros), crise fiscal, ausência (ou mesmo inviabilidade) de políticas de desenvolvimento e estagnação econômica no Brasil, bem como em outros países latino-americanos, sendo, por isto, conhecida na região como “década perdida”. O período marca também uma fase de grandes dificuldades financeiras nos três maiores BPs do país.

O BB e a CEF tiveram suas receitas operacionais fortemente atingidas pela crise econômica, em face do elevado comprometimento do ativo desses bancos com setores e operações também fortemente penalizados pela recessão (setores rural e habitacional, respectivamente, além do crédito para capital de giro ao comércio e à indústria). Na segunda metade dos anos 1980, a situação financeira dos dois bancos foi ainda agravada por fatores associados à própria necessidade de reestruturação dos BPs. Em 1986, a CEF incorporou o falido BNH e, com ele, o estoque de créditos pendentes do Sistema Financeiro da Habitação (SFH), criado em 1964, e passou a ser o gestor do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço (FGTS), criado em 1966. No mesmo ano, com a reorganização do sistema monetário nacional, como parte da reforma monetária que compôs o Plano Cruzado (visando à estabilização de preços), foi extinta a chamada “conta movimento” do BB no Banco Central do Brasil (BCB). Através desta, o BB tinha livre acesso a recursos do BCB (via expansão da base monetária) para cobrir eventuais (na verdade, frequentes) déficits de liquidez.

Na década de 1980, em parte por imposição da crise fiscal, os dois bancos passaram também por um processo de gradual (e parcial) substituição de fontes orçamentárias (fiscais e parafiscais) de *funding* por recursos captados em mercado. Essa mudança na estrutura do passivo do BB e da CEF representou um encarecimento de seus custos de operação, não acompanhado, proporcionalmente, pelas receitas operacionais (de empréstimos). Estas foram penalizadas tanto pela redução dos volumes de operação, quanto pela manutenção de critérios “típicos de banco público” para a definição dos custos, prazos de seus empréstimos, bem como das condições de reestruturação (alongamento) daqueles não pagos. Como sintetizam Andrade e Deos (2007) em relação ao BB:

(...) após 1986, as contas do Banco ficaram marcadas por uma inconsistência fatal: as *operações ativas* encontravam-se sob forte influência da política econômica e as *operações passivas* crescentemente sujeitas às condições de mercado. (...) O resultado foi um crescente descasamento dos prazos e custos entre captações e aplicações (ANDRADE E DEOS, 2007, p. 7-8, itálicos do original).

O mesmo quadro aplicava-se à CEF à época, apesar da diferença entre a composição do ativo dos dois bancos no que tange aos setores de atividade mais problemáticos (o rural no BB e o habitacional na CEF).

O BNDES foi menos atingido pela inadimplência em sua carteira de crédito na década de 1980. Esta era concentrada, à época, em grandes empresas privadas, executoras de grande parte dos projetos de investimento priorizados no Segundo Plano Nacional de Desenvolvimento (II PND), que se estenderam aos primeiros anos da década de 1980. Além da maior resistência “natural” de grandes empresas, bem capitalizadas, a períodos de retração dos negócios, grande parte das empresas do setor industrial financiadas pelo BNDES nos anos 1970 tornou-se importante fonte de exportações a partir de meados da década de 1980, quando se inicia a recuperação da economia mundial (embora não da economia brasileira). Em suma, o perfil de inserção interna e externa dos setores e empresas de maior peso na carteira de crédito do BNDES nessa década preservou, em certa medida, a capacidade de geração de receitas pelo banco em meio à crise econômica.

Além disso, tendo mantido um papel central no ajuste externo do país nos anos 1980 – como principal financiador dos setores de energia, infraestrutura e indústria, especialmente a exportadora – o banco passou a contar com novas fontes de *funding*, cativas e estáveis, porque derivadas de fundos parafiscais transferidos para o BNDES ou mesmo criados para financiar o apoio do banco a setores específicos. Foram eles: o Fundo de Investimento Social (Finsocial), criado em 1982, formado por contribuições sobre o lucro das empresas e voltado para o financiamento de atividades de interesse social – que agregou o “S” à sigla do banco; o Fundo da Marinha Mercante (FMM), que passou a ser gerido pelo BNDES a partir de 1983; e o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), criado em 1988 (GUTH, 2006, p. 105), que veio a se tornar a principal fonte “externa” de *funding* do banco. A Constituição de 1988 criou o FAT com recursos da arrecadação do Programa de Integração Social - Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PIS-PASEP) (que já existiam desde 1970) e determinou que, pelo menos, 40% deste Fundo fossem regularmente direcionados ao BNDES, na forma de recursos não amortizáveis, a um custo para o banco limitado a 6% ao ano (a.a.), como remuneração ao FAT.⁶ Assim, ao contrário do que ocorreu no BB e na CEF, a estrutura passiva do BNDES tornou-se mais barata e segura, já que o direcionamento dos recursos ao banco era garantido pela simples ocorrência do fato gerador da arrecadação dos referidos fundos.

As novas fontes de *funding* a que o BNDES teve acesso a partir dos anos 1980, especialmente a partir da criação do FAT em 1988, permitiram que o banco mantivesse seu papel “típico de banco público” também do lado do ativo, concedendo crédito a custos menores que os dos bancos privados (mas não necessariamente subsidiados) e direcionado a setores prioritários para o desenvolvimento (GUTH, 2006).

6. A partir da criação da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP), em 1994, esta taxa passou a ser a referência para remuneração do FAT pelo BNDES, mas foi mantido o teto de 6% a.a., sendo a diferença a maior, se houver, convertida em saldo devedor exigível a longo prazo (BNDES, 2007). Como a TJLP manteve-se, até 2009, superior ao teto, o custo efetivo dos recursos do FAT para o banco manteve-se fixo em 6% a.a.

Mais que isso, essas novas fontes de recursos viabilizaram a continuidade de sua atuação como principal provedor de crédito de longo prazo no Brasil (embora a demanda por este tipo de crédito tenha se retraído em função da recessão) sem a geração de descasamentos de custos e prazos preocupantes e, portanto, sem riscos excessivos para sua própria situação financeira no futuro e, por extensão, para as contas públicas. Ainda assim, a forte retração da atividade econômica do período, ao comprometer todo tipo de arrecadação dela decorrente, impôs uma redução dos níveis de operação do banco, cujos desembolsos passaram de cerca de 11% da Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF) em 1979 para a média de 8% entre 1980 e 1987 e para 4% entre 1988 e 1990 (GUTH, 2006, p. 104).

É importante notar que, a despeito das dificuldades que cercaram a atuação dos BPs no Brasil nos anos 1980, ao final desta década o setor público ainda detinha a maior parcela do mercado de crédito do país, com 67% do crédito total (aos setores privado e público) na média dos anos 1988-1990 (tabela 1). A contribuição do BB e da CEF para este resultado deveu-se, em grande parte, ao efeito contábil dos créditos em atraso, que, no balanço destas instituições, implicaram um aumento “forçado” do estoque de crédito em aberto. No caso do BNDES, explica-se, essencialmente, pela combinação de três fatores: *i*) a atuação do banco no setor energético, que assume papel central em sua política de crédito (o banco passa a apoiar o Proálcool, por exemplo, a partir de 1979); *ii*) a tentativa, nem sempre bem-sucedida, de concluir investimentos aprovados no início da década (alguns foram, de fato, interrompidos); e *iii*) a extensão ou reforço da atuação do banco em novas áreas – basicamente, agricultura (visando, principalmente, o aumento das exportações), pequenas e médias empresas (visando a geração de emprego) e programas sociais (GUTH, 2006, p. 104-105). É também desse período (1982) a criação do BNDES Participações (BNDESPAR), que institucionalizou a atuação do banco através, também, do mercado de capitais, pela aquisição de ações e participações no capital de empresas. Essas operações, porém, não afetam o indicador de desembolso, que inclui apenas as operações de crédito.

Quanto à alocação de recursos (tabelas 2A e 2B), não é perceptível também, até o final da década de 1980, alguma mudança mais substancial. Refletindo ainda o maior comprometimento dos BPs com as políticas governamentais, predominam os setores público, habitacional e rural na alocação do crédito desses bancos: em 1990, o setor público foi o destino de 39% do crédito dos BPs, ante apenas 7% do crédito dos bancos privados; o setor habitacional, de 31% dos BPs e de 37% dos bancos privados; e o setor rural, de 10% dos BPs, ante 4% dos bancos privados.

TABELA 1
Crédito total em % do PIB: setor público versus setor privado, por destino e origem – 1988-2008
 (Dezembro de cada ano)

Ano	% do PIB							% do crédito total	
	Total	Destino		Origem				Origem privado	Origem público
		Setor priv.	Setor públ.	IF nac.	IF estrang.	Total IF priv.	IF públ.		
1988	31,8	22,5	9,3	8,0	2,0	10,7	21,1	33,6	66,4
1989	24,1	17,4	6,7	6,0	2,0	7,4	16,7	30,7	69,3
1990	24,1	17,4	6,7	7,0	2,0	8,6	15,5	35,7	64,3
1991	24,1	18,0	6,1	7,0	2,0	8,5	15,6	35,3	64,7
1992	28,5	21,9	6,6	8,0	2,0	10,5	18,1	36,8	63,5
1993	29,0	23,0	6,0	9,0	2,0	11,6	17,4	40,0	60,0
1994	36,6	31,1	5,5	14,0	2,0	15,9	20,7	43,4	56,6
1995	32,1	27,3	4,8	11,0	3,0	14,4	17,6	44,9	54,8
1996	28,8	23,7	5,1	9,4	3,5	12,9	15,9	44,8	55,2
1997	26,8	24,1	2,7	8,9	4,2	13,1	13,7	48,9	51,1
1998	27,9	25,8	2,1	8,1	4,4	12,6	15,4	45,2	55,2
1999	24,9	23,4	1,5	7,4	5,0	12,4	12,5	49,8	50,2
2000	26,4	25,1	1,3	8,9	5,9	14,8	11,6	56,1	43,9
2001	24,7	23,9	0,8	9,6	6,6	16,1	8,5	65,2	34,4
2002	22,0	21,3	0,7	8,2	5,5	13,8	8,3	62,7	37,7
2003	24,0	23,1	0,9	9,3	5,2	14,4	9,6	60,0	40,0
2004	24,5	23,5	1,0	9,7	5,4	15,1	9,4	61,6	38,4
2005	28,1	27,2	0,9	11,5	6,3	17,8	10,3	63,3	36,7
2006	30,2	29,4	0,8	12,5	6,7	19,1	11,1	63,2	36,8
2007	34,2	34,0	0,2	15,2	7,7	22,9	11,8	67,0	34,5
2008	41,3	40,4	0,9	17,7	8,7	26,3	15,0	63,7	36,3

Fonte: BCB - *Séries Temporais* - 29/06/2009.

Obs.: IF = Instituição financeira.

TABELA 2A

Composição % do crédito de origem pública¹ por destino (setor de atividade) – 1988-2008

(Médias de cada ano)

Ano	Setor público ²			Setor privado						Total Geral	
	Gov. fed.	Gov. est./munic.	Total p/ set. públ.	Indústria	Habitacão ³	Rural ⁴	Comércio	Pessoas físicas ⁵	Outros		Total p/ set. priv.
1988 ⁶	13,5	24,3	37,9	14,2	26,4	12,0	3,6	1,5	4,4	62,1	100,0
1989	11,1	24,6	35,7	12,4	32,8	10,8	2,9	1,5	4,0	64,3	100,0
1990	11,4	27,6	39,0	12,4	30,8	9,7	2,8	1,1	4,2	61,0	100,0
1991	12,0	27,5	39,6	14,0	26,3	11,7	3,2	1,0	4,3	60,4	100,0
1992	10,4	24,7	35,1	15,1	27,3	13,9	3,1	1,1	4,5	64,9	100,0
1993	9,2	24,5	33,7	15,2	28,4	12,9	3,4	1,6	4,8	66,3	100,0
1994	10,3	19,1	29,4	16,7	27,7	13,2	4,6	2,6	5,7	70,6	100,0
1995	6,3	18,3	24,6	16,4	27,7	14,7	6,4	4,1	6,1	75,4	100,0
1996	4,2	23,7	28,0	15,3	27,3	12,4	5,6	4,2	7,2	72,0	100,0
1997	2,3	28,5	30,8	15,1	26,5	10,2	4,6	5,2	7,5	69,2	100,0
1998	2,3	13,4	15,7	20,2	30,2	12,8	5,2	5,7	10,2	84,3	100,0
1999	2,7	11,1	13,8	23,9	30,6	12,9	4,2	5,9	8,8	86,2	100,0
2000	4,0	6,8	10,8	22,4	32,2	13,4	4,1	9,1	7,9	89,2	100,0
2001	5,0	5,1	10,1	27,2	19,6	13,4	5,6	13,2	10,8	89,9	100,0
2002	1,7	4,5	6,2	33,4	11,7	14,0	6,6	14,5	13,7	93,8	100,0
2003	1,9	5,9	7,7	32,1	10,6	15,5	5,9	13,2	15,0	92,3	100,0
2004	2,1	6,4	8,5	27,2	9,7	16,7	6,4	14,4	17,1	91,5	100,0
2005	1,7	6,0	7,7	25,7	9,1	17,2	6,7	15,7	17,8	92,3	100,0
2006	1,4	5,0	6,4	24,6	9,8	17,3	6,8	15,8	19,2	93,6	100,0
2007	1,0	4,0	5,0	26,0	10,2	16,5	7,1	16,5	18,7	95,0	100,0
2008	1,1	3,4	4,4	27,2	10,2	14,6	7,2	16,9	19,4	95,6	100,0

Fonte: BCB, *Boletim Mensal* - junho/2009Notas: ¹ Refere-se às instituições em que os governos federal, estadual ou municipal detêm participação superior a 50% no capital votante.² Inclui administração direta, indireta e atividades empresariais.³ Refere-se às operações realizadas com pessoas físicas e cooperativas habitacionais. As operações destinadas a empreendimentos imobiliários são classificadas no segmento indústria.⁴ Refere-se às operações contratadas com produtores rurais e demais pessoas físicas e jurídicas em conformidade com as normas específicas do crédito rural.⁵ Exclui as operações realizadas com os setores rural e habitacional.⁶ Junho a dezembro/1988.

TABELA 2B
Composição % do crédito de origem privada¹ por destino (setor de atividade) – 1988-2008
 (Médias de cada ano)

Ano	Setor público ²			Setor privado						Total geral	
	Gov. fed.	Gov. est./munic.	Total p/ set. públ.	Indústria	Habitacão ³	Rural ⁴	Comércio	Pessoas físicas ⁵	Outros		Total p/ set. priv.
1988 ⁶	6,9	2,1	9,0	27,5	29,3	3,1	9,4	6,8	15,0	91,0	100,0
1989	5,5	3,9	9,4	24,0	35,7	3,5	6,9	6,0	14,6	90,6	100,0
1990	4,3	2,4	6,7	26,5	37,4	4,0	7,4	4,5	13,5	93,3	100,0
1991	3,9	2,4	6,3	28,5	29,2	4,2	10,5	5,2	16,0	93,7	100,0
1992	3,0	1,8	4,8	30,4	24,7	4,0	11,8	5,4	18,9	95,2	100,0
1993	1,5	3,1	4,5	29,2	19,0	3,7	13,9	6,9	22,7	95,5	100,0
1994	0,5	3,2	3,7	29,1	15,0	3,5	17,4	9,6	21,6	96,3	100,0
1995	0,5	2,5	2,9	29,7	12,7	3,0	19,8	12,2	19,6	97,1	100,0
1996	0,7	2,5	3,2	32,5	11,7	3,3	19,1	12,3	18,0	96,8	100,0
1997	0,6	1,5	2,1	34,0	9,8	2,8	15,7	17,7	17,9	97,9	100,0
1998	0,9	0,9	1,9	34,3	9,2	3,0	14,6	20,6	16,5	98,1	100,0
1999	1,3	0,3	1,6	34,5	8,3	3,8	14,1	20,2	17,5	98,4	100,0
2000	1,2	0,2	1,4	29,7	7,6	5,2	13,7	22,9	19,6	98,6	100,0
2001	0,8	0,5	1,3	28,2	5,5	5,2	13,2	26,4	20,2	98,7	100,0
2002	0,9	0,4	1,4	27,3	4,3	5,5	12,6	28,1	20,8	98,6	100,0
2003	0,8	0,4	1,3	27,0	3,6	6,6	12,4	29,2	20,0	98,7	100,0
2004	0,7	0,7	1,4	26,9	3,0	7,0	12,2	31,7	17,7	98,6	100,0
2005	0,5	1,0	1,5	24,0	2,4	6,5	11,7	39,4	14,5	98,5	100,0
2006	0,3	1,1	1,4	22,3	2,1	6,2	11,9	42,3	13,8	98,6	100,0
2007	0,2	0,8	1,0	21,7	1,9	6,1	12,0	43,0	14,4	99,0	100,0
2008	0,1	0,6	0,7	22,4	1,9	5,7	11,4	42,1	15,7	99,3	100,0

Fonte: BCB, *Boletim Mensal* - Junho/2009

Notas: ¹ Refere-se às instituições privadas e àquelas em que os governos federal, estadual ou municipal detêm participação inferior a 50% no capital votante.

² Inclui administração direta, indireta e atividades empresariais.

³ Refere-se às operações realizadas com pessoas físicas e cooperativas habitacionais. As operações destinadas a empreendimentos imobiliários são classificadas no segmento indústria.

⁴ Refere-se às operações contratadas com produtores rurais e demais pessoas físicas e jurídicas em conformidade com as normas específicas do crédito rural.

⁵ Exclui as operações realizadas com os setores rural e habitacional.

⁶ Junho a dezembro/1988.

3.2 Os anos 1990⁷

A partir de fins da década de 1980, a exemplo de diversos países desenvolvidos e em desenvolvimento, adotou-se no país um novo modelo de política de desenvolvimento econômico, de caráter liberalizante. Neste, idealmente, o desenvolvimento deveria ser orientado pelas iniciativas e interesses do setor privado (do “mercado”) e não mais por ações comandadas ou financiadas pelo Estado. No campo da gestão macroeconômica, o novo modelo preconizava uma política pautada por estabilidade de preços e equilíbrio fiscal como objetivos permanentes – condições que, supostamente, favoreceriam o desenvolvimento econômico. No setor financeiro, recomendava-se uma política de liberalização, pautada pela desregulamentação e abertura do mercado financeiro nacional a instituições e fluxos de capital estrangeiros, aliada a uma forte redução, ou mesmo extinção, dos mecanismos de atuação direta do Estado no setor – o que seria obtido através de programas de privatização de bancos.

Inicialmente, apenas a nova política financeira foi posta em prática, sendo gradativamente aprofundada, a partir da segunda metade dos anos 1990. Em meados de 1994, iniciou-se a estabilização monetária com a implementação bem-sucedida do Plano Real, e somente a partir de 1998, iniciou-se uma política de ajuste fiscal, pautada por metas de superávit primário, visando à zeragem do déficit nominal do setor público (ainda não obtida, até 2008).

O Plano Real teve efeitos diretos sobre as condições de operação dos BPs, bem como dos bancos privados. A estabilização de preços reduziu bruscamente o imposto inflacionário incidente sobre a economia brasileira e, com ele, a receita de *floating* dos bancos. Essa perda foi, em parte, compensada pelo aumento das operações de crédito, especialmente por parte dos bancos privados, e da receita com tarifas bancárias (IBGE/ANDIMA, 1997, p. 80-81). Essa expansão do crédito, porém, deu-se na contramão da política monetária, cuja orientação era claramente restritiva no período, o que impunha elevado risco de crédito às operações. Esse risco rapidamente se manifestou nos índices de inadimplência das dívidas bancárias: os empréstimos em atraso e em liquidação passaram de uma média de 7,7% do total entre julho de 1994 (início do Plano Real) e fevereiro de 1995, para 9,1% entre março e junho de 1995 e 12,6% no segundo semestre do mesmo ano (BACEN, 1996). Foram particularmente afetados pelo contexto macroeconômico desse período os bancos de pequeno porte e os BPs, especialmente o BB e a CEF, e os bancos estaduais.

Os bancos menores foram prejudicados por sua excessiva dependência com relação às receitas inflacionárias. Essa condição contribuiu também, embora em menor escala, para as dificuldades dos BPs. O peso das receitas inflacionárias no

7. Salvo quando explicitamente indicado de outra forma, a análise desta seção, relativa aos anos 1990, baseia-se em Hermann (2002, cap. 8).

PIB deste segmento havia alcançado 68% em 1993, caindo bruscamente a partir de então, para 38% em 1994 e 2,5% em 1995 (IBGE/ANDIMA, 1997, p. 46). Além disso, desde os anos 1980, os índices de inadimplência nos BPs eram maiores que nos bancos privados e esta tendência foi agravada no biênio 1994-1995. A política monetária do período afetou negativamente a capacidade de pagamento dos devedores de empréstimos rurais e habitacionais, indexados à taxa de juros do mercado, através da taxa referencial (TR).⁸ Isto penalizou fortemente o BB e a CEF, instituições nas quais esses empréstimos tinham elevado peso no ativo, e que, à época, já acumulavam um estoque considerável de créditos de difícil recuperação, ou mesmo irrecuperáveis.⁹

Os elevados prejuízos do BB em 1995 e 1996 levaram o governo federal a coordenar uma operação de capitalização do banco neste último ano, pela emissão de R\$ 8,0 bilhões em novas ações, sendo R\$ 6,4 bilhões adquiridas pelo próprio Tesouro Nacional, R\$ 1,1 bilhão pelo Fundo de Previdência do Banco do Brasil (Previ) e R\$ 500 milhões pelo BNDESPAR (ANDRADE; DEOS, 2007, p. 13). No mesmo ano, a Medida Provisória (MP) nº 1.510/1996 instituiu medidas jurídicas visando facilitar a recuperação de créditos imobiliários, ou dos imóveis financiados, pela CEF.

O BNDES, mais uma vez, foi uma exceção entre os BPs, tendo expandido suas operações de crédito na segunda metade da década, embora não para os mesmos setores de antes. Como sintetiza Guth:

Com a conclusão dos projetos de investimento iniciados durante o II PND (...), perdem importância setores da indústria pesada e ganha importância a integração competitiva da economia nacional com a internacional. Assim, dentro da lógica do novo modelo de desenvolvimento, o Banco direciona suas prioridades para o processo de privatização e setores exportadores, além de pequenas e médias empresas e projetos sociais (GUTH, 2006, p. 131).

No segmento de crédito de longo prazo, o “motor” da recuperação das operações do BNDES nos anos 1990 foi o programa de privatização, oficialmente lançado em 1990. Suas operações tiveram início em 1991, mas se concentraram no período 1996-2000 (84% das vendas do período 1991-2001) e, principalmente, no biênio 1996-1997 (63% das vendas até 2001).¹⁰ O banco assumiu as funções

8. A TR foi criada no Plano Collor II (1991) como um indexador *forward* de contratos, em substituição à inflação passada. Sua sistemática de cálculo já foi alterada diversas vezes desde então, mas o princípio básico foi mantido: a TR é formada pela média das taxas pagas sobre CDBs emitidos por uma amostra de 30 bancos selecionados semestralmente, deduzida de um percentual (o “reduzidor”) definido pelo governo.

9. No caso dos bancos estaduais, as dificuldades de recuperação de créditos concedidos aos respectivos governos já eram também um problema antigo, que foi agravado pelos déficits crescentes dos estados (com raras exceções) neste período.

10. O valor acumulado das vendas entre 1991-2001 foi de US\$ 103,3 bilhões (BNDES, 2001).

de gestor do programa, atuando como um dos financiadores na aquisição, bem como na fase de saneamento financeiro das empresas a serem privatizadas.

Diante dos problemas bancários que se seguiram ao Plano Real e que se estenderam a diversos bancos privados, foi instituído, em fins de 1995, o Programa de Estímulo à Reestruturação e Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer) – pelo qual o BCB disponibilizava linhas especiais de crédito a bancos sólidos interessados em adquirir os ativos daqueles em dificuldades. Em 1997 foi criado o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (Proes), semelhante ao Proer, mas voltado exclusivamente para o saneamento dos bancos estaduais, visando a sua posterior privatização. O objetivo de redução da presença de BPs estaduais no setor ganhou novo instrumento em 1998, com a regulamentação das “agências de fomento” (Resolução CMN nº 2.574/1998), vetando sua transformação em qualquer tipo de instituição financeira.

Paralelamente a essas medidas focalizadas, diversas medidas de regulamentação bancária prudencial foram editadas ou reforçadas a partir da segunda metade da década de 1990, visando o controle dos riscos assumidos pelos bancos em geral, incluindo os BPs. Nesse aspecto, uma importante medida já havia sido implementada antes da emergência dos problemas bancários associados ao Plano Real, como parte do esforço de reintegração do país ao mercado financeiro (e bancário, em particular) internacional. Em abril de 1994, o país aderiu ao Acordo de Basileia, coordenado pelo Bank for International Settlements (BIS), pelo qual os bancos centrais signatários passavam a exigir dos bancos sob sua supervisão a manutenção de capital mínimo de 8% sobre o ativo ponderado pelo risco. Como medida de reforço da regulamentação prudencial, em 1997, este percentual foi elevado para 11% no Brasil. Outra importante medida neste sentido foi a Resolução CMN nº 2.682, de dezembro de 1999, que elevou a exigência de provisões contra créditos duvidosos, criando nove categorias de risco de crédito, com provisões de 0% (créditos AA, sem atraso) a 100% (categoria H, com atraso superior a 180 dias).

Os BPs foram enquadrados em todos os itens da nova regulamentação bancária, criada a partir de meados da década de 1990, sob as mesmas condições vigentes para os bancos privados. Além disso, a nova concepção do papel dos BPs, aliada às dificuldades financeiras herdadas da década de 1980 e agravadas nos primeiros anos da estabilização monetária, deu origem a um amplo e gradual programa de privatização de bancos de atuação regional. Entre a segunda metade da década de 1990 e a primeira dos anos 2000, foram privatizados, praticamente, todos os bancos estaduais.

Os BPs federais não chegaram a ser incluídos em qualquer programa de privatização, mas não ficaram também imunes ao novo modelo de regulamentação bancária. Nos BPs federais aqui analisados, um novo modelo de gestão foi gradualmente implementado. Esses bancos passaram a ser geridos por critérios de

operação semelhantes aos de bancos privados.¹¹ Na gestão do passivo, manteve-se a tendência, iniciada nos anos 1980, à complementação do *funding* com captações de recursos privados em mercado – à exceção do BNDES, como já mencionado. Na gestão do ativo a mudança operacional atingiu os três bancos analisados e pautou-se por duas diretrizes básicas: *i*) o já mencionado enquadramento dos BPs em todas as medidas de regulamentação prudencial adotadas para os bancos privados; e *ii*) a adoção de critérios tipicamente privados de seleção de projetos e aplicações financeiras em geral, com base em análises de retorno e risco, bem como em metas de rentabilidade.

A política financeira implementada nos anos 1990 deu início a um processo de “encolhimento” relativo do crédito público, que passou de 65% do crédito total em 1991 para 50% em 1999 (tabela 1). Esse movimento, porém, foi assimétrico entre os três bancos aqui analisados, quando comparados com os 50 maiores bancos do país (tabela 3).¹² Na comparação entre os anos de 1995 (primeiro dado disponível nesta forma) e 1999, a participação do BB recua de 21% para 14% das operações de crédito dos 50 maiores bancos; a da CEF sobe de 23% para 27% e a do BNDES, de aproximadamente 5% para 13%. Há, porém, uma diferença importante entre o aumento deste percentual nos dois últimos: no BNDES ele reflete uma tendência “genuína” de aumento do crédito, enquanto na CEF representa ainda o efeito contábil do alongamento forçado de créditos em atraso. Prova disso é a abrupta e contínua queda relativa dessas operações na CEF, após a reestruturação de 2001 (comentada a seguir), não observada no BNDES. Essa assimetria se explica, em parte, pelas diferenças antes apontadas quanto ao perfil do crédito nos três bancos e se reflete também no peso relativo das operações de crédito nos balanços de cada um deles (tabelas 4A, 4B e 4C): entre 1995 e 1999, este recua de 44% para 24% no BB, de 49% para 46% na CEF e apresenta tendência oposta no BNDES, onde se eleva de 18% para 31% nas operações diretas e de 35% para 42% nas indiretas (por meio de agentes financeiros privados, contabilizadas nas “relações interfinanceiras”), totalizando 73% do ativo em 1999, ante 53% em 1995.

Quanto à alocação de recursos (tabela 2A), a principal mudança provocada pela política financeira dos anos 1990 foi a sensível queda da participação relativa do setor público como destino do crédito dos BPs, que passa de 39% para 14% entre 1990 e 1999. Esse espaço é, em grande parte, ocupado pela indústria, cujo peso relativo se eleva de 14% para 24% no mesmo período, em função da maior

11. Para análises detalhadas das mudanças operacionais ocorridas no BB e no BNDES nos anos 1990-2000, ver, respectivamente, Andrade e Deos (2007) e Guth (2006). Para os BPs em geral, ver Vidotto (2003).

12. Cabe esclarecer que o BNDES não integra o “Consolidado Bancário I”, do qual deriva o grupo de 50 maiores bancos do país. Esse Consolidado inclui apenas instituições que integram o sistema de pagamentos, isto é, que operam com depósitos à vista. O BNDES integra o “Consolidado Bancário II”, que agrega as demais instituições financeiras, exceto as cooperativas de crédito, que compõem o “Consolidado Bancário III”. Para efeito de nossa análise, porém, o BNDES é comparado ao grupo dos 50 maiores bancos, juntamente com o BB e a CEF, porque este é o universo mais representativo do setor bancário brasileiro.

atuação do BNDES. O restante é distribuído pelos demais setores, refletindo a maior diversificação das operações do BB e da CEF.

Na composição do passivo, é nítida a tendência ao aumento do peso relativo das captações em mercado do BB e da CEF, bem como o elevado grau de alavancagem desses bancos, expresso nos baixos percentuais do patrimônio líquido (PL) no total do passivo (tabelas 5A e 5B). Entre 1995 e 1999, aquelas captações passaram de 6% para 12% do passivo no BB e de 5% para quase 8% na CEF. No mesmo período, o PL desses bancos manteve-se, respectivamente, na média de 5,5% e 4% do passivo. Essa composição contrasta com a do BNDES, que demonstra baixo grau de alavancagem – com um PL de 19% do passivo, na média de 1995 a 1999 – e nula dependência em relação a captações em mercado (tabela 5C). Outra diferença importante entre o BNDES e os dois outros BPs é o elevado peso relativo das obrigações por empréstimos e repasses no primeiro (média de 51% entre 1995 e 1999), frente aos demais (média de 15% no BB e de 1% na CEF no mesmo período). Isto reflete a maior importância do BNDES como “braço financeiro” de políticas de desenvolvimento econômico.

TABELA 3

Ativo total e operações de crédito dos bancos públicos como % dos 50 maiores bancos do país – 1995-2008

Ano	Ativo total (%)			Oper. de crédito		
	BB ¹	CEF	BNDES	BB ¹	CEF	BNDES
1995	18,1	18,1	9,8	20,8	23,3	4,6
1996	18,2	18,2	8,9	14,5	24,6	6,0
1997	17,1	17,1	8,9	15,9	30,3	8,5
1998	17,7	17,7	12,1	15,6	31,8	14,3
1999	17,5	17,5	12,4	14,4	27,3	13,0
2000	15,9	15,9	12,7	15,3	22,3	11,8
2001	11,4	11,4	12,9	16,5	7,7	13,2
2002	12,5	12,5	14,7	18,8	7,8	16,7
2003	13,6	13,6	13,8	22,0	8,0	18,3
2004	12,3	12,3	13,5	21,5	7,8	15,6
2005	13,4	13,4	12,2	20,3	8,2	14,3
2006	12,3	12,3	10,9	21,6	8,1	12,5
2007	11,3	11,3	9,0	20,7	7,8	10,6
2008 ¹	10,4	10,4	9,5	22,1	8,7	11,5

Fonte: BCB – Sistema Financeiro Nacional – dados cadastrais e contábeis – 50 maiores bancos.

Nota: ¹ Inclui Nossa Caixa em 2008.

TABELA 4A
Composição % do ativo – BB – 1995-2008

Ano	Ativo total		Oper. de crédito ²	TVM e derivativos	Relações inter financ.	Ativo permanente	Outros ³
	R\$ bilhões de 2008 ¹	%					
1995	259,7	100,00	44,01	17,38	6,19	3,57	28,9
1996	246,1	100,00	33,22	22,56	4,72	3,42	36,1
1997	302,8	100,00	27,88	26,51	7,38	2,66	35,6
1998	353,7	100,00	23,38	31,33	4,79	2,43	38,1
1999	287,9	100,00	23,64	32,74	4,51	2,50	36,6
2000	287,6	100,00	27,97	36,94	4,79	2,65	27,6
2001	311,4	100,00	25,74	37,83	5,21	2,25	29,0
2002	302,2	100,00	26,73	34,67	8,88	1,86	27,9
2003	317,9	100,00	30,24	30,24	8,11	1,79	29,6
2004	295,1	100,00	33,46	30,75	9,25	1,89	24,7
2005	308,0	100,00	36,50	26,28	9,65	1,89	25,7
2006	348,1	100,00	41,26	24,61	9,51	1,55	23,1
2007	388,4	100,00	41,61	20,98	9,35	1,36	26,7
2008 ⁴	507,3	100,00	40,24	14,43	4,20	2,15	39,0

Fonte: BCB – *Sistema Financeiro Nacional – dados cadastrais e contábeis – 50 maiores bancos.*

Notas: ¹ Valores atualizados para 2008 pelo IGP-DI centrado.

² Inclui arrendamento mercantil.

³ Inclui: disponibilidades; aplicações interfinanc.; relações interdependências; provisões; outros créditos; outros valores e bens; e imobilizado de arrendamento.

⁴ Inclui Nossa Caixa em 2008.

TABELA 4B
Composição % do ativo – CEF – 1995-2008

Ano	Ativo total		Oper. de crédito ²	TVM e derivativos	Relações inter financ.	Ativo permanente	Outros ³
	R\$ bilhões de 2008 ¹	%					
1995	261,5	100,00	49,07	8,43	10,20	4,62	27,7
1996	280,7	100,00	49,32	8,84	13,04	3,88	24,9
1997	310,3	100,00	52,04	9,52	15,33	3,71	19,4
1998	313,0	100,00	53,90	7,94	13,10	2,76	22,3
1999	278,8	100,00	46,18	14,64	18,18	3,75	17,3
2000	262,1	100,00	44,70	7,42	25,63	3,72	18,5
2001	191,1	100,00	19,40	42,07	26,59	2,45	9,5
2002	189,7	100,00	17,70	44,67	27,48	1,94	8,2
2003	207,9	100,00	16,79	51,51	24,22	1,58	5,9
2004	182,5	100,00	19,61	49,28	23,14	1,59	6,4
2005	229,7	100,00	19,71	49,53	20,79	1,19	8,8
2006	246,1	100,00	21,81	44,71	20,76	1,15	11,6
2007	271,0	100,00	22,39	48,98	19,86	1,01	7,8
2008	295,9	100,00	27,06	40,75	15,01	1,12	16,1

Fonte: BCB – *Sistema Financeiro Nacional – dados cadastrais e contábeis – 50 maiores bancos.*

Notas: ¹ Valores atualizados para 2008 pelo IGP-DI centrado.

² Inclui arrendamento mercantil.

³ Inclui: disponibilidades; aplicações interfinanc.; relações interdependências; provisões; outros créditos; outros valores e bens; e imobilizado de arrendamento.

TABELA 4C
Composição % do ativo – BNDES – 1995-2008

Ano	Ativo total		Oper. de crédito ²	TVM e derivativos	Relações interfinanc.	Ativo permanente	Outros ³
	R\$ bilhões de 2008 ¹	%					
1995	141,7	100,00	18,0	4,9	34,9	27,3	14,9
1996	137,5	100,00	24,6	6,0	40,8	20,0	8,7
1997	162,5	100,00	27,7	9,9	37,8	18,1	6,5
1998	214,8	100,00	35,4	15,3	33,3	14,2	1,8
1999	197,1	100,00	31,0	10,1	42,2	13,0	3,5
2000	210,3	100,00	29,4	10,1	47,0	11,7	1,8
2001	216,3	100,00	29,5	6,7	52,5	10,5	0,7
2002	223,1	100,00	32,2	5,4	54,7	8,3	(0,6)
2003	209,8	100,00	38,1	4,8	49,8	8,3	(1,1)
2004	199,9	100,00	35,8	5,9	50,3	8,1	(0,1)
2005	208,7	100,00	37,9	7,6	46,9	8,3	(0,7)
2006	217,5	100,00	38,1	7,3	44,9	9,6	0,1
2007	215,7	100,00	38,6	5,2	46,7	8,9	0,6
2008	272,1	100,00	39,2	5,6	45,5	6,5	3,2

Fonte: BCB – *Sistema Financeiro Nacional – dados cadastrais e contábeis – 50 maiores bancos.*

Notas: ¹ Valores atualizados para 2008 pelo IGP-DI centrado.

² Inclui arrendamento mercantil.

³ Inclui: disponibilidades; aplicações interfinanc.; relações interdependências; provisões; outros créditos; outros valores e bens; e imobilizado de arrendamento.

TABELA 5A
Composição % do passivo – BB – 1995-2008

Ano	Passivo total		Depósitos			Captações em mercado			Obrig. p/ emprést./ repasses	Outras obrig.	Patrim. líquido	Outros pass.
	R\$ bilhões de 2008 ¹	%	À vista	Outros	Total	Merc. aberto	Emissão de títulos	Total				
1995	259,7	100,0	7,0	60,3	67,3	5,2	0,8	6,0	10,3	11,5	4,3	0,5
1996	246,1	100,0	4,9	49,8	54,7	11,2	1,0	12,2	15,1	10,6	6,8	0,6
1997	302,8	100,0	8,4	42,4	50,8	6,0	1,0	7,1	19,8	16,4	5,5	0,4
1998	353,7	100,0	8,3	38,8	47,1	13,7	0,6	14,2	18,3	14,0	5,1	1,2
1999	287,9	100,0	9,5	47,6	57,1	11,7	0,6	12,3	11,4	12,9	5,7	0,6
2000	287,6	100,0	11,2	36,3	47,5	20,3	0,6	20,9	10,5	14,8	5,8	0,6
2001	311,4	100,0	11,0	33,5	44,5	26,5	0,7	27,2	8,3	14,2	5,3	0,5
2002	302,2	100,0	11,5	36,0	47,5	23,6	0,5	24,1	9,5	13,3	4,5	1,1
2003	317,9	100,0	11,5	36,3	47,8	17,4	0,7	18,1	7,6	20,2	5,3	1,0
2004	295,1	100,0	11,7	36,6	48,3	18,6	0,3	19,0	11,4	14,5	5,9	0,9
2005	308,0	100,0	13,0	41,5	54,4	12,1	0,2	12,3	7,2	18,0	6,7	1,4
2006	348,1	100,0	12,8	40,8	53,6	16,6	0,2	16,8	6,1	14,1	7,0	2,4
2007	388,4	100,0	13,8	38,8	52,6	20,2	0,1	20,3	5,7	13,4	6,8	1,2
2008 ²	507,3	100,0	9,7	43,7	53,4	18,0	0,2	18,3	5,9	15,2	5,9	1,3

Fonte: BCB – Sistema financeiro nacional – dados cadastrais e contábeis – 50 maiores bancos.

Notas: ¹ Valores atualizados para 2008 pelo IGP-DI centrado.

² Inclui Nossa Caixa em 2008.

TABELA 5B
Composição % do passivo – CEF – 1995-2008

Ano	Passivo total		Depósitos			Captações em mercado			Obrig. p/ emprést./ repasses	Outras obrig.	Patrim. líquido	Outros pass.
	R\$ bilhões de 2008 ¹	%	À vista	Outros	Total	Merc. aberto	Emissão e títulos	Total				
1995	261,5	100,0	0,8	60,0	60,8	0,7	4,7	5,4	0,8	28,2	4,4	0,3
1996	280,7	100,0	1,2	55,6	56,8	1,3	5,7	7,0	0,9	30,4	4,4	0,5
1997	310,3	100,0	2,3	51,8	54,1	1,9	8,0	10,0	1,3	30,2	4,2	0,3
1998	313,0	100,0	2,5	50,1	52,7	0,8	6,8	7,6	0,6	35,5	3,1	0,6
1999	278,8	100,0	2,7	47,6	50,3	0,8	6,7	7,5	0,6	37,9	3,2	0,5
2000	262,1	100,0	3,0	47,0	50,1	1,0	7,1	8,2	0,6	38,4	2,4	0,3
2001	191,1	100,0	4,4	64,0	68,3	2,5	10,0	12,6	3,7	11,1	3,8	0,5
2002	189,7	100,0	4,0	55,6	59,7	14,7	7,1	21,8	4,6	9,5	3,6	0,8
2003	207,9	100,0	3,3	50,5	53,8	22,7	7,3	30,0	5,8	6,2	3,8	0,5
2004	182,5	100,0	4,0	58,1	62,1	9,5	8,0	17,5	7,8	7,8	4,5	0,4
2005	229,7	100,0	3,7	53,0	56,7	17,1	5,3	22,4	6,6	9,8	4,2	0,4
2006	246,1	100,0	4,1	53,8	57,9	16,0	3,2	19,3	8,1	10,0	4,4	0,3
2007	271,0	100,0	4,6	52,2	56,8	16,8	2,5	19,4	8,3	11,1	4,2	0,2
2008	295,9	100,0	4,5	51,5	55,9	17,3	0,5	17,8	9,8	11,9	4,3	0,3

Fonte: BCB – Sistema financeiro nacional – dados cadastrais e contábeis – 50 maiores bancos.

Nota: ¹Valores atualizados para 2008 pelo IGP-DI centrado.

TABELA 5C
Composição % do passivo – BNDES – 1995-2008

Ano	Passivo total		Depósitos			Captações em mercado				Obrig. p/ emprést./ repasses	Outras obrig.	Patrim. líquido	Outros pass.
	R\$ bilhões de 2008 ¹	%	À vista	Outros	Total	Merc. aberto	Emissão de título	Total					
1995	141,7	100,0	0,5	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	37,0	30,6	31,8	0,0	
1996	137,5	100,0	0,4	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	45,5	32,3	21,7	0,0	
1997	162,5	100,0	0,2	0,0	0,2	0,0	0,0	0,0	52,7	29,2	17,9	0,0	
1998	214,8	100,0	0,4	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	54,4	32,0	13,1	0,0	
1999	197,1	100,0	0,4	0,0	0,4	0,0	0,0	0,0	63,2	23,6	12,8	0,0	
2000	210,3	100,0	0,5	0,0	0,5	0,0	0,0	0,0	66,3	21,5	11,7	0,0	
2001	216,3	100,0	0,4	7,3	7,7	0,0	0,0	0,0	26,4	55,3	10,6	0,0	
2002	223,1	100,0	0,2	7,8	8,0	0,0	0,0	0,0	34,3	49,5	8,2	0,0	
2003	209,8	100,0	0,2	7,9	8,1	0,0	0,0	0,0	32,5	50,9	8,5	0,0	
2004	199,9	100,0	0,2	9,0	9,2	0,0	0,0	0,0	28,9	53,1	8,7	0,1	
2005	208,7	100,0	0,3	12,1	12,4	0,0	0,0	0,0	23,3	55,1	9,2	0,1	
2006	217,5	100,0	0,3	13,9	14,1	0,0	0,0	0,0	16,2	59,4	10,3	0,0	
2007	215,7	100,0	0,3	13,1	13,4	0,0	0,0	0,0	14,1	59,9	12,5	0,0	
2008	272,1	100,0	0,0	11,3	11,3	3,1	0,0	3,1	27,6	48,6	9,3	0,1	

Fonte: BCB – Sistema financeiro nacional – dados cadastrais e contábeis – 50 maiores bancos

Nota: ¹Valores atualizados para 2008 pelo IGP-DI centrado.

4 CONDICIONANTES DA ATUAÇÃO DOS BPs NO BRASIL NOS ANOS 2000

4.1 A política macroeconômica e financeira

O Plano Real, como se sabe, foi acompanhado de um quadro de crescente vulnerabilidade externa, expressa em crescentes déficits em transações correntes. Com a deterioração do mercado financeiro internacional, a partir da crise cambial asiática, deflagrada em 1997, esse quadro culminou na crise cambial brasileira de janeiro de 1999.

Nos anos 2000, apesar da sensível mudança no cenário macroeconômico doméstico e externo, a orientação das políticas macroeconômica e financeira – incluindo o tratamento aos BPs – não sofreu mudanças importantes. Em particular, as mudanças no modelo de gestão do BB e da CEF foram reforçadas a partir de 2001. Apenas o BNDES manteve seu perfil de atuação no processo de desenvolvimento econômico do país.

No campo da política macroeconômica, a estabilidade de preços se manteve como prioridade, subordinando outros objetivos, mas alterou-se seu modelo de gestão. A âncora cambial foi substituída pelo regime de câmbio flutuante; a política monetária passou a ser regida por um regime de metas de inflação, com metas decrescentes; e a política fiscal passou a perseguir metas de superávit primário, visando à redução do déficit nominal do setor público. A partir de maio de 2000, esse novo modelo de política fiscal foi ainda complementado pela Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), que instituiu, para as três esferas de governo, uma série de regras de conduta para a formulação e execução orçamentária, visando controlar o endividamento do setor público.

Diante do quadro de vulnerabilidade externa que caracterizou a economia mundial nos anos 1998-2003 (como desdobramento da crise asiática) e da consequente instabilidade cambial no Brasil, o perfil de política monetária e fiscal dos anos 2000, ao priorizar a estabilidade de preços, acabou por seguir, a maior parte do tempo, uma orientação restritiva no que tange ao crédito, aos gastos públicos e à atividade econômica em geral. Isto reforçou a tendência ao estreitamento do espaço de atuação dos BPs, exceto no caso do BNDES, como se demonstra a seguir.

4.2 Os BPs no Brasil nos anos 2000-2008

A flexibilização cambial, aliada à política restritiva, favoreceu os setores exportadores. Com isso, a atuação do BNDES junto a esses setores ampliou-se fortemente a partir de 1999 (HERMANN, 2009b), contribuindo para a sensível recuperação das contas externas do país nos anos 2000. Além do maior apoio à exportação, outro importante fator de preservação e até ampliação do espaço de atuação do BNDES decorreu de uma mudança, ainda incipiente, na postura do governo em

relação à política de desenvolvimento econômico. Em março de 2004, o governo Luiz Inácio Lula da Silva lançou a Política Industrial, Tecnológica e de Comércio Exterior (Pitce) (BRASIL, 2007), retomando, embora em novos moldes, um tipo de política de desenvolvimento abandonado no início dos anos 1990. Com a Pitce, os programas governamentais de apoio à exportação passam a ser integrados a programas de apoio ao desenvolvimento industrial, com foco em setores com elevada capacidade de inovação, visando o aumento da competitividade (CARVALHO JR., 2005).¹³

O BNDES participou diretamente da formulação da Pitce, com outros órgãos do governo, e figura como um dos principais financiadores públicos desta política. A partir de 2007, o banco assumiu o mesmo papel também em outro programa de governo: o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), um programa usado de investimentos públicos e privados em infraestrutura (especialmente em transportes e energia), da ordem de R\$ 500 bilhões para o período 2007-2010.

O BB e a CEF, embora tenham também expandido suas operações de crédito a partir de 2004, o fizeram de “forma horizontal”, diversificando suas áreas de atuação, em direção a segmentos de mercado típicos dos bancos privados – como o financiamento de bens de consumo duráveis e a gestão de recursos de terceiros, através de fundos de investimento com perfis diversos, inclusive voltados para clientes de alta renda (caso do BB). Nos anos 2000, com mais intensidade que na década de 1990, os dois bancos vêm buscando conciliar suas funções de BPs com práticas operacionais típicas de banco privado. No BB, trata-se de uma tendência antiga, que, segundo o próprio banco, remonta a 1986:

A partir de 1986, quando deixa de ser autarquia de crédito, o Banco do Brasil passa a incrementar as suas funções de banco comercial, conquistando a liderança em vários nichos do mercado financeiro nacional. (...). À função de principal agente financeiro da União, o Banco do Brasil agregou as qualidades de empresa competitiva e moderna, integrada ao ambiente da nova economia. O seu papel dual, de agente de políticas públicas e de banco de mercado, é o seu diferencial e a sua principal vantagem competitiva (BB, 2000).

No caso da CEF, essa nova orientação refletiu, fundamentalmente, as diretrizes do Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (PFIFF), lançado em junho de 2001. O PFIFF foi motivado, essencialmente, pelas dificuldades dos BPs federais, exceto o BNDES, em cumprir a regulamentação prudencial imposta em fins dos anos 1990 – em particular, a adequação de capital à “regra de Basileia” e as novas provisões para créditos duvidosos. No

13. Os setores selecionados como prioritários para a Pitce foram fármacos, semicondutores, *software* e bens de capital.

caso da CEF (bem como do BNB e do Basa), foi necessária uma operação de capitalização por parte do Tesouro Nacional (de R\$ 9,3 bilhões na CEF). Além da reestruturação patrimonial, o PFIFF envolveu uma série de mudanças de procedimentos nos BPs alvo, reforçando a tendência à aproximação entre seus modelos de gestão e os de bancos privados. O documento oficial do programa explicita claramente esta intenção:

(...) o governo está determinado a impor aos bancos públicos a mesma disciplina a que estão submetidos os bancos privados. Trata-se de assegurar que as instituições públicas federais estejam preparadas tanto para competir como bancos comerciais como também para desempenhar com eficiência sua missão de fomento ao desenvolvimento econômico e social dado que sua privatização neste governo é hipótese definitivamente afastada (...).

O saneamento patrimonial virá acompanhado de novas medidas que visam pôr fim a uma longa e recorrente história de desequilíbrios nas instituições públicas federais (...). Os subsídios deverão passar a constar da proposta de lei orçamentária encaminhada à deliberação do Congresso Nacional. (...) Providências destinadas a oferecer remuneração adequada às instituições financeiras com recursos equalizados pelo Tesouro Nacional já vêm sendo implementadas. Haverá a necessidade de adequar a remuneração de um conjunto de outras operações (...) (BRASIL, 2001).

No caso do BB, que já atuava como empresa de capital aberto, com ações negociadas em Bolsa,¹⁴ o PFIFF incluiu ainda, como “medidas complementares”:

(...) proposta de atualização do Estatuto da Empresa no sentido de aperfeiçoar mecanismos de gestão e adequar-se às exigências do “novo mercado”; negociações com a Bovespa para ingresso imediato no nível I do “novo mercado”; aprimoramento da segregação da administração de recursos de terceiros com completa autonomia de gestão na BB D'TVM que passará a ser denominada BB Administração de Ativos – Distribuidora de Títulos e Valores Mobiliários (BRASIL, 2001).

O Novo Mercado é o mais exigente, entre os segmentos especiais de negociação de ações, criados pela Bovespa a partir de 2000, para estimular empresas a adotarem melhores práticas de governança corporativa. Estas envolvem, basicamente, regras de transparência na divulgação de informações, de distribuição regular de dividendos, de proteção a acionistas minoritários e de manutenção de um nível mínimo de ações em mercado – de 25% do capital social da empresa, no caso do Novo Mercado – de modo a lhes garantir um grau razoável de liquidez. Embora o BB não tenha ainda completado seu enquadramento nesta listagem especial – mantendo cerca de 22% de ações em mercado – o compromisso assumido junto

14. O BB opera como companhia de capital aberto desde sua criação em 1808. No entanto, como a Comissão de Valores Mobiliários (CVM), que regula o mercado de ações no Brasil, só foi criada em 1976, o banco passa a ter suas ações negociadas em bolsa apenas a partir de 1977 (BB, 2009).

à Bovespa (e aos acionistas, em geral) é um marco importante no novo modelo de gestão da empresa, rumo a “uma gestão guiada pela lógica privada, em detrimento de sua ação pública, e a despeito do aumento da participação do Tesouro em seu capital” (ANDRADE; DEOS, 2007, p. 20). Nos anos 2000, a “ação pública” do BB e da CEF refletiu-se, basicamente, em dois aspectos mantidos de suas origens: *i*) o caráter geograficamente abrangente da presença desses bancos, únicos no país com agências, postos ou correspondentes bancários em todos os municípios brasileiros, promovendo a “bancarização” da população de baixa renda; e *ii*) a gestão de fundos e programas sociais do governo, intensificados no governo Lula.

Essas formas de atuação, aliadas àquela diversificação em direção ao financiamento do consumo, explicam o sensível aumento das pessoas físicas como destino do crédito dos BPs: entre 1999 e 2008, sua participação relativa saltou de 6% para 17% do crédito total desses bancos (tabela 2A). Outra mudança importante na alocação de recursos dos BPs nos anos 2000 foi a abrupta redução do peso relativo do crédito habitacional: com a reestruturação da CEF em 2001, grande parte desse crédito, em prolongado atraso, foi transferida para a Empresa Gestora de Ativos (Emgea), criada pelo PFIF, exclusivamente para este fim. Com isso, o crédito habitacional reduz sua participação no destino do crédito dos BPs de 32% em 2000 para 20% em 2001 e 10% em 2008.

De um modo geral, a política financeira dos anos 2000 deu continuidade ao processo de redução da participação relativa dos BPs no setor: o crédito de origem pública reduziu-se de 50% do crédito total em 1999 para 36% em 2008 (tabela 1). Tal como nos anos 1990, essa redução foi também assimétrica entre os três bancos em análise. No universo dos 50 maiores bancos em operação no país, o crédito do BB elevou-se de 14% para 22% do crédito total desses bancos entre 1999 e 2008; o da CEF recuou, fortemente, de 27% para 9% no mesmo período; e o do BNDES elevou-se até 2003 (de 13% para 18%) e recuou para 11,5% em 2008 (tabela 3). Essas diferenças refletem a distinta composição do ativo dos três bancos, já que o BNDES concentra sua atuação nas operações de crédito (85%, em média, entre 2001 e 2008, incluindo as operações indiretas), enquanto o BB e a CEF vêm diversificando suas formas de atuação (tabelas 4A, 4B e 4C), aproximando sua estrutura de ativo da encontrada nos bancos privados, na qual as operações de crédito representam, em média, menos de 50% do ativo total.

Na composição do passivo, a tendência ao aumento do peso relativo das captações em mercado se manteve no BB até 2001, quando o item atingiu 27% do passivo do banco, mas foi parcialmente revertida a partir de então, representando 18% do passivo total em 2008. Na CEF, essa tendência foi continuamente intensificada, passando este item de 13% para 18% do passivo no mesmo período. Outra mudança perceptível na estrutura passiva desses bancos se deu nas obrigações

por empréstimos e repasses, que se elevaram acentuadamente na CEF (de 0,6% para 10% entre 1999 e 2008) e recuaram no BB (de 11% para 6% no mesmo período). Ainda assim, este item permanece bem inferior aos níveis regulares do BNDES e cada vez mais próximo dos níveis encontrados nos bancos privados. O BNDES manteve seu perfil de *funding*, predominantemente apoiado em recursos de longo prazo, mas reduziu à metade a participação do capital próprio (PL) em sua estrutura passiva: da média de 19% entre 1995 e 1999 para 10% entre 2000 e 2008, bem próxima da média de 9% dos 50 maiores bancos no mesmo período.

5 CONCLUSÃO: BPs NO BRASIL – BREVE DIAGNÓSTICO E PROPOSTAS

A teoria financeira aponta três motivações básicas para a criação e atuação de BPs: *i*) a incompletude do mercado financeiro diante das necessidades do desenvolvimento econômico; *ii*) a necessidade de maior autonomia financeira para a implementação de políticas de desenvolvimento; e *iii*) a capacidade de atuação anticíclica desses bancos no mercado de crédito. Tais motivações, por sua vez, sugerem alguns princípios “ideais” que devem moldar a atuação desses bancos, de modo a preservar sua funcionalidade para o desenvolvimento econômico: *i*) a provisão de crédito aos setores desassistidos e estratégicos para o desenvolvimento; *ii*) a manutenção de setores e/ou empresas de boa qualidade de risco na carteira de crédito do BP, como instrumento regular de defesa da qualidade do risco de seu ativo; *iii*) a fixação de condições de crédito (prazos e custos) melhores que as praticadas pelas instituições privadas, como forma de induzi-las a operar com margens de intermediação não inibidoras dos investimentos (embora positivas); e *iv*) uma estrutura de *funding* apoiada, predominantemente em fundos parafiscais, recursos próprios do banco e empréstimos de organismos internacionais de desenvolvimento.

A análise da trajetória recente do BB, da CEF e do BNDES no Brasil apoia as seguintes conclusões e proposições quanto ao grau de adequação desses bancos àqueles princípios:

1) Quanto à alocação e ao custo do crédito

Os três BPs federais analisados parecem cumprir os princípios relativos à alocação do crédito, já que, embora não exclusivamente, os três operam em segmentos que, tradicionalmente, despertam pouco interesse por parte das instituições privadas: o BB no crédito agrícola, a CEF no imobiliário e o BNDES no crédito de longo prazo em geral. Além disso, como já observado, o BB e a CEF atuam ainda no sentido de promover o aumento da taxa de “bancarização” de empresas e pessoas físicas de menor renda, através de uma ampla rede de agências, que, além de cidades grandes e médias, alcançam também municípios de renda baixa.

O BB e a CEF, porém, vêm crescentemente diversificando suas áreas de atuação e, neste aspecto, se aproximando do modo de operação de grandes bancos pri-

vados. Essa tendência pode favorecer a sua funcionalidade para o desenvolvimento brasileiro, desde que os dois bancos ofereçam condições de crédito (prazos e custos) melhores que os bancos privados concorrentes, de modo a exercer aquele efeito indução antes mencionado. Quanto ao custo do crédito, porém, apenas no caso do BNDES é possível concluir-se pelo cumprimento da condição de funcionalidade. Ante a sua estrutura passiva mais “barata” e estável que a de bancos privados e a dos dois outros BPs em análise, o BNDES opera com uma “taxa básica” de juros (a TJLP) inferior à taxa do mercado interbancário cuja referência é a taxa básica de juros¹⁵ –, bem como com *spreads* bem inferiores à média do segmento privado do mercado.¹⁶ O BB e a CEF não operam com uma “taxa básica” específica, tendo, portanto, a própria taxa Selic como principal referência de custo para suas operações. Nessas condições, só podem praticar taxas finais mais baixas que os bancos privados comprimindo seus *spreads*.

Dados recentes sugerem que essa condição se cumpre atualmente: em setembro de 2009, as taxas médias de juros das operações de curto prazo do BB e da CEF eram inferiores, em geral, às praticadas por grandes bancos privados (tabela 6). No entanto, não sendo disponível uma série temporal desses dados e não havendo, para o BB e a CEF, uma taxa de referência semelhante à TJLP, não é possível afirmar, como no caso do BNDES, que taxas de juros inferiores à média do mercado sejam um traço característico dos critérios de precificação desses bancos. A julgar pela persistência de elevados *spreads* bancários e custos do crédito privado no Brasil, pode-se inferir que, até o momento, as condições de crédito do BB e da CEF nos segmentos em que concorrem com os bancos privados (justamente o crédito de curto prazo antes mencionado) não geraram o efeito indução esperado. Vale notar que a ausência deste efeito não pode ser atribuída à fraca participação desses bancos no mercado, já que, ao final de 2008, como já observado, o BB figurava como o segundo e a CEF como o quinto maior banco em operação no país, o que os coloca em posição de influenciar o mercado. Portanto, uma revisão das condições de crédito do BB e da CEF, nos segmentos de mercado em que concorrem com os bancos privados, pode contribuir para aumentar o grau de funcionalidade desses bancos ao desenvolvimento econômico brasileiro.

De todo modo, a concorrência com bancos privados não deve ser a principal forma de contribuição de BPs ao desenvolvimento econômico, especialmente em países ainda classificados como “em desenvolvimento”, como é o caso do Brasil.

15. A taxa básica de juros da economia brasileira é determinada pelo Comitê de Política Monetária (Copom) do BCB. Ela consiste na taxa média dos financiamentos diários, com lastro em títulos públicos federais, apurados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), razão pela qual é conhecida como taxa Selic.

16. O *spread* máximo com que opera o BNDES em 2009 é de 2,5 pontos percentuais (p.p.) acrescidos à TJLP. Esta, além de ser sempre inferior à taxa Selic, vem sendo gradativamente reduzida pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) nos últimos anos, e está fixada em 6% a.a. para o período outubro-dezembro de 2009. Ver BNDES (2009).

Nestes, os maiores desafios financeiros se manifestam nas atividades voltadas para o reforço da competitividade do país no mercado externo e para o desenvolvimento social. No primeiro grupo incluem-se, basicamente, setores de infraestrutura e energia, além de setores com potencial para ampliar exportações e aqueles intensivos em novas tecnologias, que requerem investimentos em inovação. O segundo envolve, essencialmente, investimentos em saneamento básico, saúde, educação e habitação popular, além de atividades mais intensivas em mão de obra (mais geradoras de emprego), predominantemente a cargo de pequenas e médias empresas e de trabalhadores autônomos. A julgar pela experiência do BB e da CEF desde suas origens e pela já consolidada importância do BNDES no apoio àquele primeiro grupo de atividades, conclui-se que o segundo seria o “candidato natural” à ampliação do papel do BB e da CEF no processo de desenvolvimento econômico brasileiro.

TABELA 6

Taxas de juros prefixadas (médias em % a.m.) bancos selecionados – setembro/2009

	BB	CEF	Bradesco	Itaú Unibanco	Santander Brasil	Citibank	HSBC
Pessoa jurídica (média)	2,15	2,01	2,53	2,68	3,00	1,79	2,92
Hot-Money	-	2,29	2,68	2,73	5,80	-	-
Desc. duplicatas	1,71	1,83	2,15	2,43	2,21	1,40	1,78
Desc. promissórias	-	-	3,46	-	-	3,23	2,25
Capital de giro	1,52	1,90	2,66	2,27	2,19	1,30	2,88
Conta garantida	5,08	-	3,81	5,87	5,12	1,97	8,07
Aquisição de bens	1,15	-	1,81	1,59	1,27	-	1,54
Vendas	1,29	-	1,12	1,21	1,41	1,05	0,97
Pessoa física (média)	3,29	3,55	4,57	4,11	3,73	6,82	4,59
Cheque especial	7,17	6,09	8,12	8,05	8,35	8,33	8,11
Crédito pessoal	2,42	2,21	4,96	4,19	3,45	5,30	4,67
Aq. bens autos	1,62	1,50	1,89	1,82	1,61	-	1,47
Aq. bens outros	1,94	4,39	3,31	2,38	1,50	-	4,10

Fonte: BCB. Acesso em 10/09/2009.

2) Quanto ao *funding*

Nesse aspecto, o BNDES é o que opera com a estrutura mais adequada, fortemente apoiada em fundos para-fiscais (especialmente no FAT) e em recursos próprios. O BB e a CEF, como visto, vêm, crescentemente, apresentando estruturas de passivo semelhantes às de bancos privados, com significativa dependência de “depósitos” e “captações em mercado”, menor comprometimento com “obrigações e repasses” e baixo peso relativo do PL.

A utilização de fontes de mercado (incluindo os depósitos), ao reduzir a dependência do BP em relação a fontes fiscais ou parafiscais, pode, em tese, ampliar sua capacidade de atuação. Mas tal efeito benéfico só existirá se e enquanto a captação em mercado for, de fato, uma fonte adicional de recursos, complementar às fontes “típicas” de BPs. Este, porém, não parece ser o caso do BB e da CEF, cujas captações em mercado, incluindo depósitos, alcançaram, respectivamente, 72% e 74% do passivo em 2008. A título de comparação, vale notar que, no agregado dos 50 maiores bancos, esse mesmo indicador foi de 60% no mesmo ano.

No BB há ainda o agravante de que parte significativa do seu capital próprio (22% em 2008) é composta por ações em mercado. Como empresa de capital aberto, com ações negociadas em bolsa, o BB tem sua estratégia de atuação subordinada, em parte, aos interesses dos acionistas privados, que dificilmente se conciliam com os de um BP “típico”, cujas ações não são guiadas pelo objetivo de lucro.

Esse perfil de passivo, certamente, retira graus de liberdade dos dois BPs na alocação de recursos, seja pela necessidade de controle do risco de liquidez associado aos depósitos à vista ou pela necessidade de remuneração dos depósitos a prazo, títulos e dívidas. Em particular, a capacidade de atuação anticíclica do BB e da CEF no mercado financeiro fica comprometida, já que seus custos e riscos de operação tendem a elevar-se juntamente com os dos bancos privados nas fases de maior pessimismo do mercado. Assim, para que os dois bancos possam cumprir adequadamente as funções típicas de BPs no que tange à alocação de recursos, um plano de reestruturação do passivo do BB e da CEF, visando à redução de sua dependência em relação a recursos de mercado, seria recomendável.

Contudo, para que tal reestruturação não implique a necessidade de contração das operações ativas desses bancos – o que, provavelmente, seria prejudicial ao desenvolvimento econômico do país – é necessário que ela seja implementada de forma gradual e que a redução das captações em mercado seja compensada pelo acesso a novas fontes de recursos, de natureza parafiscal. Isto não requer, necessariamente, a criação de novos impostos ou contribuições voltadas para este fim, mas, principalmente, o desenvolvimento de arranjos financeiros – basicamente, a formação de fundos específicos – que visem direcionar uma parcela de recursos fiscais e parafiscais já existentes para compor o passivo desses bancos. Em outros termos, trata-se de algo semelhante à bem-sucedida experiência do BNDES com a constituição do FAT, a partir da destinação de parte da arrecadação do PIS-PASEP para este banco.

REFERÊNCIAS

- ANDRADE, R. P. de; DEOS, S. **A trajetória do Banco do Brasil no período recente (2001-2006): banco público ou banco estatal privado?** Campinas: IE/Unicamp, out. 2007 (Texto para Discussão, n. 36)
- BACEN - BCB. **Boletim Mensal do Banco Central do Brasil**. Brasília, out. 1996.
- BB. **Relatório Anual 2000**. 2000. Disponível em: <www.bb.com.br>
- _____. **Relação com Investidores – História**. 2009. Disponível em: <www.bb.com.br>
- BNDES. **Relatório Anual**. 2001. Disponível em: <www.bndes.gov.br>
- _____. **Legislação Básica do Sistema BNDES**. Disponível em: <www.bndes.gov.br> Acessado em: mai. 2007.
- _____. **Custos financeiros: condições financeiras aplicáveis de acordo com as linhas de financiamento**. 2009. Disponível em: <www.bndes.gov.br> Acessado em: 29 set. 2009.
- BRASIL. Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior. Política industrial contará com R\$ 15,05 bilhões em recursos. *In: Desenvolvimento da Produção, Notícias*. Disponível em: <www.mdic.gov.br> Acessado em: dez. 2007.
- _____. Ministério da Fazenda. **Programa de fortalecimento das instituições financeiras federais**. 2001. Disponível em: <www.fazenda.gov.br> Acessado em: 22 jun. 2001.
- CARVALHO JÚNIOR, A. M. A política industrial e o BNDES. **Revista do BNDES**, v. 12, n. 23, p. 17-28, jun. 2005.
- COSTA NETO, Y. C. da. **Bancos oficiais no Brasil: origem e aspectos de seu desenvolvimento**. Brasília: Banco Central do Brasil, Departamento Econômico, 2004. Disponível em: <www.bcb.gov.br> Acessado em: 13 jul. 2009.
- GERSCHENKRON, A. **Economic backwardness in historical perspective: a book of essays**. London: The Belknap Press of Harvard University Press, 1962.
- GURLEY, J.; SHAW, E. Financial aspects of economic development. **American Economic Review**, v. XLV, n. 4, p. 515-538, Sept. 1955.
- GUTH, F. C. **O BNDES nos anos 1990: uma análise keynesiana**. 2006. Dissertação (Mestrado) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2006.

HERMANN, J. **Liberalização e crises financeiras**: o debate teórico e a experiência brasileira nos anos 1990. 2002. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 2002.

_____. Bancos públicos em sistemas financeiros maduros: perspectivas teóricas e desafios para os países em desenvolvimento. *In*: ENCONTRO INTERNACIONAL DA ASSOCIAÇÃO KEYNESIANA BRASILEIRA (AKB), 2., 2009, **Anais...** Porto Alegre: Universidade Federal do Rio Grande do Sul, set. 2009a.

_____. **Bancos de desenvolvimento na “era da liberalização financeira”**: o caso do BNDES nos anos 1990-2006. 2009b. Mimeo.

IBGE/ANDIMA. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística/Associação Nacional das Instituições do Mercado Aberto. **Sistema Financeiro**: uma análise a partir das Contas Nacionais – 1990/1995. Rio de Janeiro: IBGE/ANDIMA, 1997.

MONTEIRO FILHA, D. C. **A aplicação de fundos compulsórios pelo BNDES na formação da estrutura setorial da indústria**: 1952 a 1989. 1994. Tese (Doutorado) – Instituto de Economia, Universidade Federal do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro, 1994.

VIDOTTO, C. A. Reestruturação patrimonial e financeira dos bancos federais e trajetória econômica nos anos noventa. *In*: CONGRESSO BRASILEIRO DE HISTÓRIA ECONÔMICA (ABPHE), 5., 2003. **Anais...** Caxambu, MG, set. 2003.

ZYSMAN, J. **Governments, markets and growth**. London: Cornell University Press, 1983.

REFORMAS FINANCEIRAS PARA APOIAR O DESENVOLVIMENTO

1 INTRODUÇÃO

São poucas as possibilidades de que uma eventual retomada do crescimento econômico brasileiro, condição para que um processo sustentado de desenvolvimento tenha lugar, se dê em linhas semelhantes às do passado. O processo de substituição de importações que precedeu o longo período de estagnação do qual a economia brasileira parece começar a sair baseou-se principalmente no *setor público*, através tanto do investimento público tradicional quanto das formas subsidiadas de financiamento do investimento e da criação ou expansão de empresas estatais, e no *capital estrangeiro*. No presente, a recriação em ampla escala de empresas estatais parece politicamente impossível, mesmo se isso fosse desejável. Por outro lado, a experiência recente de relativa folga no balanço de pagamentos dificilmente autorizaria estratégias em que o crescimento econômico se apoiasse no aumento do passivo externo, em quaisquer de suas formas. O fantasma do estrangulamento externo está longe de ter sido exorcizado.

Nessas condições, uma eventual retomada de um ciclo sustentado de crescimento terá necessariamente de se basear no capital privado doméstico. Isto, naturalmente, não significa um papel de menor importância para o setor público, nem mesmo para o capital estrangeiro. O setor público, porém, tenderá a operar mais como suporte do investimento privado, especialmente o mercado financeiro, e ao capital estrangeiro caberá provavelmente uma posição subsidiária no processo, de modo a não causar problemas de solvência externa.

Uma condição essencial para que o potencial de crescimento da economia brasileira, sob liderança do capital doméstico, contudo, seja efetivamente concretizado é a transformação do modo como operou o sistema financeiro brasileiro até o presente. A reunião e disponibilização eficazes da poupança financeira do público para as empresas são essenciais, dado que a base de capital própria das empresas dificilmente seria suficiente para acelerar o crescimento na medida necessária, nem isso seria desejável. Por outro lado, não se trata apenas de mobilizar capital no *volume* suficiente, mas é igualmente essencial que esse capital esteja disponível em *termos* compatíveis com o perfil de fluxos de caixa (e de riscos) suportados pelas empresas produtivas.

O sistema financeiro brasileiro é o resultado do padrão de desenvolvimento exibido pela economia brasileira nos últimos decênios. No período de crescimento correspondente ao processo de substituição de importações, como já observado, o sistema financeiro teve papel menor, já que tanto o setor público quanto o capital estrangeiro se apoiaram de forma reduzida na poupança voluntária doméstica. O Estado teve ao seu alcance alternativas como a tributação, inclusive através do imposto inflacionário. O capital estrangeiro apoiou-se principalmente nos recursos obtidos na matriz. A “autarquia” financeira não deve ser, naturalmente, uma meta em si mesma. Algumas empresas nacionais poderão recorrer ao mercado financeiro internacional, mas essa possibilidade não apenas é restrita, como também deve ser acompanhada de certo cuidado devido aos seus possíveis impactos deletérios sobre o balanço de pagamentos. Assim, os recursos que complementarão o capital próprio das empresas terão de ser encontrados, direta ou indiretamente, junto ao público. Com isso, será exigido do setor financeiro brasileiro um grau de eficácia na coleta e realocação de recursos financeiros bastante elevado, alterando as prioridades e os métodos de operação das instituições financeiras.

Parte da adaptação às novas demandas já está em curso, tanto espontaneamente, pela resposta às demandas colocadas por tomadores privados nos últimos anos, quanto pelo estímulo de medidas de governo. No entanto, serão necessárias mudanças mais profundas para que a oferta de recursos financeiros venha a se dar na escala e na forma compatíveis com um processo de crescimento acelerado, liderado pelo capital nacional. As mudanças julgadas mais essenciais serão discutidas neste texto.

O trabalho está estruturado da seguinte forma. Na seção 2, discutem-se as funções de um sistema financeiro “ideal”. Naturalmente, a identificação das funções mais importantes de um sistema financeiro depende do ponto de partida teórico do autor. Aqui será adotada a perspectiva keynesiana, cujas características centrais serão explicitadas nessa mesma seção. A terceira seção será dedicada à descrição das principais características do sistema financeiro brasileiro das últimas duas ou três décadas. Em seguida, discutiremos meios através dos quais se tentaria garantir que as funções não cumpridas no presente pudessem ser estimuladas a tornar o sistema financeiro nacional funcional no apoio ao desenvolvimento econômico liderado pelo capital doméstico. A seção 5 conclui o texto.

2 FUNÇÕES DO SISTEMA FINANCEIRO

Um sistema financeiro funcional no apoio ao desenvolvimento econômico tem de cumprir duas funções essenciais: disponibilizar recursos financeiros para a sustentação do processo produtivo e da realização de investimentos que permitam ampliar e modernizar a capacidade produtiva existente na economia no volume e

nos termos apropriados; e criar ativos financeiros com os perfis de retorno e risco demandados pelos agentes privados para que estes possam acumular riqueza. Um terceiro quesito seria que a provisão de financiamento à produção e ao investimento e a oferta de ativos para o público devem ser feitas sem que se comprometa a segurança sistêmica da economia, mas cumprir essa condição não seria propriamente papel do sistema financeiro, e sim, do aparato que lhe é complementar, de regulação e supervisão financeiras.

2.1 Financiamento do processo produtivo e do investimento

Em economias modernas de mercado, as atividades produtivas e a realização de investimentos é responsabilidade de empresas. Como sugerido por Keynes, empresas não são meros agrupamentos de indivíduos envolvidos em uma atividade cooperativa em busca de maior bem-estar. Empresas são “agentes” no sentido econômico substantivo, isto é, são caracterizadas pela autonomia de seus objetivos em comparação com outros grupos de agentes relacionados, como, por exemplo, notavelmente os que compartilham a sua propriedade (CARVALHO, 1992, cap. 3). *Acionistas* são indivíduos provavelmente motivados pela satisfação que o consumo aumentado, resultado da obtenção de rendas de propriedade, pode propiciar. *Empresas*, porém, em uma economia empresarial, não têm por meta maximizar a satisfação de acionistas. A distribuição de lucros a acionistas é normalmente mantida no nível mínimo para que se mantenha o seu interesse em continuar associado à empresa. Acionistas não se diferenciam, para as empresas, essencialmente de outros grupos de credores: os lucros que compartilharão com eles sob a forma de dividendos tendem a se manter próximos aos juros recebidos por investidores de capitais equivalentes sob a forma de dívida, ressalvadas, naturalmente, as diferenças de risco envolvido em cada tipo de contrato.

Parte-se aqui da premissa de que empresas são movidas pelo que se poderia genericamente chamar de maximização de lucros, não porque isso maximiza a satisfação de seus proprietários (que, pelo menos no caso das grandes corporações, raramente detêm o controle da firma), mas porque a acumulação de capital é o próprio objetivo de existência – seu objetivo específico – da empresa (ver EICHNER, 1976).

A meta de maximização de lucros implica que a firma não tem razões para se limitar aos seus recursos próprios na decisão de investimento. Se houver a possibilidade de acesso a recursos de terceiros, a aquisição de ativos de capital se dará, idealmente,¹ até o ponto em que os seus retornos esperados sejam iguais ao custo de obtenção de capitais junto a terceiros. Investimentos em economias modernas não

1. Isto é, na ausência de fatores que impliquem formas de racionamento de crédito.

são necessariamente limitados pelos recursos próprios das empresas investidoras. O capitalismo moderno desenvolveu formas de contrato voltadas para permitir precisamente a captação de recursos externos às firmas, quebrando o elo entre a escala de investimentos e a posse prévia de recursos. Essa possibilidade, segundo Schumpeter, é a mais importante diferença a separar o capitalismo moderno das formas passadas de organização da atividade econômica, e tem implicações profundas para a determinação da dinâmica dessas economias, tanto para o bem (possibilidade de extensão praticamente indefinida da atividade), quanto para o mal (criação de fatores de fragilização da economia que, recorrentemente, levam a crises sistêmicas de maior ou menor gravidade).²

A decisão de investir em economias empresariais se defronta com incertezas incontornáveis. Ativos de capital costumam ter vida útil relativamente longa, mas consumidores não têm qualquer compromisso com planos de consumo que envolvam mais que o presente imediato. Por outro lado, a vida útil mais longa dos bens de capital os expõe ao risco de obsolescência precoce, em função seja de mudanças nas preferências dos consumidores ou, mais frequentemente, de inovações de natureza técnica. Esses riscos, por sua vez, não atingem os investimentos das empresas de forma homogênea, variando sua relevância e dimensão conforme o setor de que se trate.

Não é apenas do lado dos riscos que os investimentos se distinguem, contudo. Mesmo que esses riscos pudessem ser calculados de forma objetiva, o que raramente é verdadeiro, a forma de considerá-los no processo de tomada de decisões como um todo tende a variar com o estado de confiança ou o grau de aversão ao risco exibido por investidores específicos em cada contexto determinado.

A característica central de todo esse processo é a de que, em economias empresariais modernas, embora exista uma profusão de modos de socialização das perdas acarretadas por decisões que, ao final do processo, se mostrem equivocadas, a responsabilidade maior por perdas deve recair sobre o agente privado que as tomou (do mesmo modo que a apropriação das recompensas também deve se dar essencialmente de forma privada).

Naturalmente, a possibilidade de captação de recursos de terceiros para a concretização desse processo aumenta a escala dos projetos contemplados, mas também contribui para adicionar novos riscos à decisão de investir, já o outro lado da alavancagem permitida pelo endividamento é o estabelecimento de limi-

2. Vale notar que, nesse aspecto, como em vários outros, Schumpeter e Keynes são certamente heréticos. Por décadas, a visão prevalecente em economia foi a da irrelevância do sistema financeiro para afetar o nível de produção e de investimento real da economia mesmo entre correntes heterodoxas. Entre ortodoxos, de fato, ainda prevalece a visão de autores como Eugene Fama e Robert Lucas em favor da "neutralidade" de fatores financeiros. Um argumento vigorosamente contrário, e muito influente, a essa posição foi oferecido por Levine (1997).

tes mais altos aos retornos que justifiquem o investimento. Em outras palavras, acrescenta-se ao quadro de riscos que cerca a decisão de investir alguma variante do risco de insolvência, caso os retornos efetivamente obtidos de um projeto não sejam suficientes para cobrir os compromissos emitidos em favor de credores.³ A consideração dos riscos envolvidos na captação de recursos externos à firma levou à formulação de diversas teorias micro e macroeconômicas de financiamento da produção e do investimento.⁴

Se investimentos são socialmente desejáveis, como é obviamente o caso de países em desenvolvimento, é preciso criar estruturas que minimizem em algum grau essas incertezas, de modo a garantir que a acumulação de capital produtivo se dê na extensão necessária.

Para dadas diferenças dos perfis de riscos características de projetos individuais de investimento e dadas diferenças de comportamento de investidores individuais, considerado o estado de confiança de cada um em suas próprias expectativas (ou o grau de aversão ao risco), a oferta de recursos de investimento externos às firmas deve ser estruturada de modo a reduzir as incertezas da decisão de investir. Mesmo nesse grau de abstração, é inevitável reconhecer que a estrutura financeira “ideal” para apoiar o processo de investimento é aquela suficientemente *diferenciada* para dar conta das diversas possibilidades de risco associadas a cada projeto específico, bem como do específico grau de aversão ao risco de investidores.

Deste modo, em uma economia onde convivam diversas classes de empresas, de pequenas e médias empresas familiares a grandes corporações, empresas de capital aberto e capital fechado, de controle familiar ou seguindo regras mais modernas de governança corporativa, tenderá a haver demanda por recursos externos à firma pulverizada por vários canais, tanto por razões mais estruturais, como as listadas, como também por motivos de natureza mais conjuntural, como a posição e inclinação de curvas de rendimento, diferenças de liquidez, de preferências de aplicadores, de regulação de proteção a investidores etc. Em sistemas econômicos marcados pela presença de empresas mais heterogêneas, a disponibilidade de recursos apenas sob a forma tradicional de crédito bancário é certamente um empecilho importante para a ampliação sustentada de investimentos.

Um elemento de particular importância nesse processo diz respeito ao prêmio de liquidez associado ao apelo à colocação de títulos em mercados públicos como canal de captação. Como proposto por autores como Keynes, e estendido por

3. Este é o fundamento dos modelos de risco crescente, originariamente propostos por Kalecki (1971, cap. 9). Esses modelos, desenvolvidos por um grande número de autores, inclusive Hyman Minsky, fundamentam a crítica mais radical dos teoremas Modigliani/Miller.

4. Praticamente todo o campo de finanças corporativas se ocupa desse problema (ver MYERS, 2003). Ver também Fazzari, Hubbard e Petersen (1988) e Carpenter, Fazzari e Petersen (1994).

Kaldor, Robinson, Kahn, Tobin e Davidson, dentre outros, o retorno monetário demandado por um investidor de um dado ativo varia inversamente ao seu prêmio de liquidez. Assim, quanto mais líquido for um ativo, maior será a redução que o investidor aceitará no retorno esperado oferecido por um ativo ao adquiri-lo. Ativos tradicionalmente ilíquidos, como empréstimos bancários – pelo menos na sua encarnação anterior à criação de *Credit Default Swaps* (CDS) –, exigem retornos esperados relativamente altos. Papéis transacionados em mercados secundários ativos e organizados (com a presença de *market makers*), em contraste, são adquiridos sob a expectativa de rendimentos menores, já que o investidor recebe parte de seus retornos sob a forma de *segurança*, representada pela possibilidade de revenda do ativo sem perdas significativas. O valor dessa segurança, avaliado *ex ante*, é exatamente o *prêmio de liquidez*.

Assim, quando é possível desenvolver mercados de títulos, esses podem representar, tudo o mais constante, um custo de capital menor para as empresas que puderem explorá-los. Esses mercados, porém, não emergem e/ou prosperam de forma espontânea, nem são acessíveis a qualquer empresa. Seu surgimento e expansão dependem da definição e implementação de políticas especificamente desenhadas para tanto.

Desse modo, a primeira das funções de um sistema financeiro funcional no apoio ao desenvolvimento é, como já apontado, oferecer recursos inversíveis às empresas no volume necessário e nos termos condizentes com a natureza dos riscos que os investimentos planejados representem. Isso significa que em economias de menor grau de desenvolvimento, onde as necessidades de investimento sejam relativamente simples de se identificar, consistindo principalmente na criação de infraestrutura produtiva ou de grandes obras em setores básicos, como siderurgia e metalurgia, o sistema financeiro poderá ser estruturado em torno de instituições bancárias que sejam capazes de reunir e disponibilizar de forma concentrada recursos financeiros. Por outro lado, economias mais sofisticadas, em que o investimento tende a ser mais pulverizado em vários setores, contemplando inclusive projetos de inovação tecnológica, demandam sistemas financeiros mais diversificados, com mercados de crédito bancário e mercados de capitais, tanto de dívida quanto de participação de capital, com instrumentos de financiamento variados, que permitam aos tomadores de recursos financiar seus projetos de modo que não impliquem graus inaceitáveis de exposição ao risco.

2.2 Oferta de ativos financeiros para acumulação de riqueza

Conceitualmente, a escolha de ativos para retenção por parte do público não é essencialmente diferente da que enfrentam as firmas, discutidas acima. Como sugeriu Hyman Minsky, todos os agentes econômicos, firmas, indivíduos e mesmo

governos podem ser abordados, do ponto de vista financeiro, como enfrentando a mesma questão: como estruturar seus balanços, isto é, como organizar seus compromissos de pagamentos (passivos) e seus direitos a pagamentos (ativos). Os constrangimentos sobre essa decisão também são os mesmos: a necessidade de compatibilizar os fluxos de entrada e de saída de caixa estabelecidos nos contratos de direitos e obrigações.

Indivíduos podem adquirir ativos reais (ainda que não, por definição, bens de capital), especialmente imóveis, e ativos financeiros. A composição dos ativos de um indivíduo, como os das firmas, dependerá da expectativa de retornos e do prêmio de liquidez de cada um, dos perfis de risco a que esses ativos estejam expostos, e do estado de confiança e aversão à incerteza que caracterize cada tomador de decisões. No caso de indivíduos, a natureza dos passivos é normalmente um fator menos importante, já que grande parte das aquisições é financiada com recursos próprios (poupança própria). Por outro lado, limitações de acesso a mercados também tendem a limitar as escolhas de ativos (certos mercados só são acessíveis a investimentos mínimos relativamente altos; em outros, a informação relevante para a decisão pode ser inacessível; a possibilidade de apelo a mercados secundários ou a outros suportes de liquidez pode ser limitada, novamente, a detentores de carteiras de alto valor etc.).

A demanda por produtos financeiros parece ser caracterizada por uma elevada elasticidade-renda. Além disso, a demanda por produtos financeiros não apenas cresce mais rapidamente do que a renda, pelo menos a partir de um certo nível mínimo de renda, como também ela tende a se diversificar, preferindo os investidores individuais distribuir suas aplicações por conjuntos mais variados de ativos, evitando a concentração em poucos produtos, típica de mercados de renda mais baixa, onde em geral praticamente só se buscam depósitos, seja em conta corrente, seja em depósitos de poupança. Por outro lado, a emergência de esquemas de investimento coletivo, como os fundos de investimento e os fundos de pensão, tende a criar condições para que essa diversificação desejada de ativos mantidos em carteira possa ser realizada de forma mais profissional e segura (ainda que as regras de operação desses fundos devam ser objeto de cuidadoso desenho e supervisão).

Economias de renda média, com perspectivas de crescimento sustentado, tendem a criar condições favoráveis ao desenvolvimento dos mercados financeiros, tanto pelo lado da demanda por recursos, quanto da oferta. Serviços financeiros diversificados são bens superiores, tanto se vistos pelo lado das empresas que podem escolher dentre os vários instrumentos de captação aqueles que melhor respondem às suas necessidades, quanto pelo lado dos investidores, que buscam combinações variadas de rendimento e prêmio de liquidez.

Essa diversificação, porém, traz consigo também um conjunto de riscos importantes, não apenas para a atividade financeira em si. Em particular, riscos sistêmicos podem ser aumentados pela importância crescente de mercados secundários para garantir a liquidez dos ativos e o valor das posições tomadas pelos diversos investidores.

2.3 O papel da regulação financeira

A regulação financeira, além dos objetivos comuns a outras formas de regulação, como o controle de monopólios, a proteção a clientes etc., visa a preservação da estabilidade macroeconômica através da prevenção de crises sistêmicas.

Crises sistêmicas são fenômenos marcados pela presença de externalidades negativas tão intensas que fazem com que choques relativamente pequenos sofridos em algum ponto da economia se transmitam a todo o sistema de forma extremamente destrutiva. Um exemplo corrente, naturalmente, é a transformação da crise do mercado imobiliário, conhecido como *subprime* nos Estados Unidos, em uma crise econômica mundial cujo fim não está à vista. Em uma crise sistêmica, mecanismos de contágio se sobrepõem aos mecanismos de absorção de choques, de forma que os efeitos de um choque são ampliados em ondas sucessivas que se tornam mais fortes à medida que outros setores, além dos que sofreram o impacto original, são atingidos (CARVALHO, 2009).

A experiência empírica, especialmente no século XX, mostrou que crises sistêmicas não apenas são possíveis, ainda que infrequentes, mas também têm seu ponto focal na operação de sistemas financeiros. Ao custo de uma simplificação excessiva, pode-se dizer que crises sistêmicas emergem do acúmulo de fragilidades no sistema financeiro, geralmente resultantes do crescimento da alavancagem, que expõe as instituições e os mercados a riscos agudos associados ao eventual desapontamento de expectativas de rendimento.

Assim, o surgimento e o desenvolvimento de sistemas financeiros estruturalmente estáveis dependem da adoção e eficaz implementação de regras de comportamento prudencial por parte de reguladores e supervisores especializados. Na verdade, sendo o setor financeiro voltado para a “produção” de contratos onde se definem obrigações mútuas entre ofertantes e demandantes de recursos, a construção de uma infraestrutura legal adequada é fundamental para a operação eficiente do sistema na persecução do desenvolvimento. Mercados financeiros mais sofisticados não emergem espontaneamente. É um papel fundamental do Estado em economias empresariais modernas promover a criação da infraestrutura legal necessária para que recursos sejam disponibilizados no volume e termos necessários à sustentação do investimento (como argumentado na subseção 2.1) e para que produtos financeiros apropriados sejam ofertados aos indivíduos que acumulam riqueza (argumento desenvolvido na subseção 2.2).

Não cabe aqui a discussão mais aprofundada de estratégias regulatórias adotadas na história recente, especialmente a partir da grande depressão dos anos 1930. As propostas de regulação (e reforma) específicas para o ponto deste texto serão apresentadas mais à frente e tomam como ponto de partida a estrutura financeira efetivamente existente no país, sua eficácia relativa e as necessidades que se antecipam para o futuro. Portanto, é necessário que, antes de se formular propostas para o futuro, se possa ter uma visão mais clara da situação presente. É o tema da seção seguinte.

3 DESEMPENHO E CARACTERÍSTICAS DO SETOR FINANCEIRO NO BRASIL PÓS-REAL

O sistema financeiro brasileiro atual oferece um paradoxo aos analistas. Por um lado, ele é marcado pela diversificação e pela sofisticação, com as instituições financeiras locais adotando os mais avançados métodos de operação e de gestão encontráveis em mercados financeiros de países desenvolvidos. Em algumas linhas, como, por exemplo, na operação de sistemas de pagamento, poucos países avançados exibem igual eficiência à encontrada no Brasil, herança, em grande medida, do período de alta inflação (e seus incentivos à rápida liquidação de compromissos).

No entanto, o papel desse mesmo sistema financeiro no financiamento da produção e, mais particularmente, do investimento sempre foi de pouca relevância. Apesar do enorme poder de mobilização de recursos, ilustrado pela rápida expansão do setor nos últimos anos, o setor esteve muito mais voltado para a aplicação em dívida pública (atraído, naturalmente, pela combinação de altos rendimentos e riscos baixos ou quase inexistentes), ou para operações interfinanceiras, expandindo a circulação financeira, mas com poucos reflexos sobre a circulação industrial. Em outras palavras, o sistema financeiro brasileiro exhibe o paradoxo da existência de instituições financeiras modernas, ativas e agressivamente competitivas que, no entanto, de pouco servem para impulsionar a atividade produtiva e ainda menos para sustentar investimentos, preferindo a atividade em mercados secundários, que leva ao crescimento do grau de alavancagem do sistema, mas sem potencializar a capacidade da economia em acumular capital real. Esse paradoxo é talvez mais oculto do que informado pelos dados de participação do setor no Produto Interno Bruto (PIB), que exibiu significativa oscilação nas últimas duas décadas, sem que isso impactasse de forma mais intensa a operação real da economia. O setor apresentava alta participação no PIB nos últimos anos do regime de alta inflação (até meados dos anos 1990). Com a estabilização dos preços e a queda do imposto inflacionário (compartilhado pelos bancos dada sua capacidade de criação de moeda escritural), essa participação caiu dramaticamente (IBGE/ANDIMA, 1997). Depois dos primeiros anos do período de estabilidade de preços, marcado, porém, pela instabilidade macroeconômica, o setor voltou a crescer, mas muito voltado para o aumento da atividade intrafinanceira.

O sistema financeiro brasileiro se enquadra na classe de “sistemas baseados em crédito”, em contraste com sistemas em que mercados de capitais representam a principal fonte de financiamento externo às firmas.⁵ Mais do que isso, dado que se permite no país, desde a autorização dada pelo Banco Central do Brasil (BCB) em 1988 à formação de bancos universais (sob a denominação “bancos múltiplos”), que uma instituição financeira participe de qualquer segmento do mercado financeiro que deseje, o sistema é dominado por instituições cuja atividade predominante é a banca comercial. Como se vê nas tabelas 1 e 2, apesar do rápido crescimento dos mercados de títulos nos últimos anos, o volume de emissões primárias de papéis ainda é significativamente inferior aos fluxos de crédito, cujo principal ofertante são os bancos.

TABELA 1
Evolução recente da oferta de crédito
(Em R\$ milhões)

Ano	Fluxos anuais		Total
	Recursos livres	Recursos direcionados	
2006	94.624	30.942	125.567
2007	162.479	40.904	203.383
2008	210.368	80.955	291.321

Fonte: *Boletim Mensal do Banco Central do Brasil*, tabela II.18.

TABELA 2
Emissões primárias de ações e debêntures
(Em R\$ milhões de 2008, médias anuais)

Período	Ações	Debêntures
1995-1998	14.424,21	24.391,52
1999-2003	2.925,78	19.293,19
2004-2008	19.836,87	47.844,63

Fonte: Projeto IE/UNICAMP e IE/UFRJ (2009, tabela III.31).

O sistema bancário brasileiro tem características relativamente únicas entre os países emergentes. Em primeiro lugar, pela dominância de instituições de controle doméstico frente a bancos estrangeiros, que controlam o setor em todos os outros países da América Latina e em outras áreas, como, notadamente, a Europa Centro-Oriental. Em segundo lugar, pela importância das instituições estatais, que sempre mantiveram a liderança do setor, até a recente constituição do conglomerado Itaú/Unibanco, que rompeu aquele padrão, ao menos temporariamente. Entre as maiores

5. É preciso algum cuidado para não exagerar a importância dessa distinção. Sistemas financeiros diversos convergem em algumas atividades, divergem em outras, e tanto mercados de capitais quanto de crédito parecem ser eficientes, em condições específicas, para acelerar o crescimento econômico. Ver, por exemplo, os ensaios coletados em Black e Moersch (1998).

instituições financeiras do país, estão presentes o Banco do Brasil (BB), a Caixa Econômica Federal (Caixa) e o Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), os dois últimos de propriedade exclusiva do Estado. A influência do governo na alocação de crédito não se dá apenas através dessas instituições, contudo, já que a regulação financeira doméstica também direciona parte dos créditos concedidos por instituições bancárias privadas a setores prioritários.

As características do sistema bancário brasileiro são conhecidas, amplamente tratadas na literatura e não precisam ser detalhadas aqui (DE PAULA; OREIRO, 2007). Mais intrigante, talvez, seja a rápida expansão recente, depois de várias falsas partidas, dos mercados de títulos. A tabela 2 informa a evolução recente em reais constantes (a preços de 2008). Salta à vista o crescimento de debêntures, que oscila no período em torno de valores significativamente elevados. Debêntures são papéis muito atraentes para aplicadores em economias marcadas por persistente instabilidade, já que são contratos que embutem cláusulas automáticas de redefinição periódicas de obrigações. Desse modo, debêntures embutem uma combinação de opções de venda e de compra que tem grande valor em condições voláteis como as que historicamente têm marcado a economia brasileira. O comportamento do mercado de ações (note-se que a informação na tabela 2 refere-se apenas a emissões primárias), por sua vez, é errático, já que reflete de forma mais imediata a instabilidade da economia.

O volume de recursos absorvidos na colocação primária de papéis indica o potencial do mercado de capitais como canal de financiamento no Brasil. No entanto, é preciso ver esses números com parcimônia. Primeiro, porque parte significativa desses recursos se destina a outros fins, que não o financiamento do investimento produtivo. Segundo, porque no caso do mercado acionário a dependência do capital estrangeiro para a expansão do mercado secundário, tanto para a sustentação da liquidez do mercado quanto para a função de descoberta de preços, torna esse canal de financiamento mais instável do que o ideal, já que a movimentação de capitais externos obedece prioritariamente a outros estímulos que não propriamente as perspectivas das empresas cujos papéis são negociados.

A destinação dos recursos é informada nas tabelas 3 (no caso de emissão de ações) e 4 (para debêntures). No caso da emissão de ações, cerca de um terço dos recursos captados se destina ao financiamento de investimentos (embora se possa considerar que também a reestruturação de passivos possa ser relevante, no caso em que investimentos tenham sido financiados originalmente, por exemplo, pela emissão de dívidas em termos prejudiciais à firma). Também no caso de debêntures, há certa diluição de recursos, especialmente pelo vazamento para financiamento de capital de giro. No entanto, deve-se interpretar essa informação com certo cuidado, em função de distorções peculiares ao caso brasileiro. Especialmente nos últimos

anos, com a recuperação pelo BNDES de seu papel financiador de investimentos, percebe-se no mercado uma certa “abundância” de recursos para investimento (para empresas qualificadas a conseguir créditos do BNDES, naturalmente), enquanto o capital de giro se mantém relativamente caro e escasso, já que seu provimento deveria ser de responsabilidade do sistema bancário (que não o faz de forma eficiente e na extensão necessária) ou pela colocação de papéis específicos, como é o caso de *commercial papers* nos Estados Unidos, ou, por tradição, de notas promissórias no Brasil. A emissão de notas promissórias constitui de fato um canal relativamente importante (cerca de 10% da emissão de títulos de dívida no período 2004 a 2008), mas provavelmente ainda insuficiente em face das demandas existentes.

TABELA 3

Destinação de recursos da colocação primária de ações

(Participação média anual no total, em %)

Período	Aquisição de participação acionária	Investimento	Reestruturação de passivo	Capital de giro	Outros
1999-2003	29,8	31,5	29,7	6,8	2,2
2004-2008	26,4	36	10,4	12,1	15,2

Fonte: Projeto IE/UNICAMP e IE/UFRJ (2009, tabela II.22).

TABELA 4

Destinação de recursos da colocação primária de debêntures

(Participação média anual no total, em %)

Período	Alongamento do perfil da dívida	Aquisição de bens por arrendamento	Investimento	Capital de giro	Aquisição de participação societária	Outros
1999-2003	34,1	6,1	9,8	16,6	12,7	20,6
2004-2008	16,4	19,4	1,1	42	12,8	8,3

Fonte: Projeto IE/UNICAMP e IE/UFRJ (2009, tabela III.34).

O sistema financeiro brasileiro não parece se constituir em uma barreira ao financiamento do investimento e ao desenvolvimento econômico do ponto de vista do *volume* de recursos gerados. Os coeficientes que medem o tamanho do setor ainda são relativamente pequenos quando comparados a outras economias emergentes, especialmente na Ásia, mas esse resultado não é anômalo quando se consideram as três décadas de alta inflação que marcaram a economia brasileira até o Plano Real. Por outro lado, o setor tem mostrado alta elasticidade de produção de serviços financeiros, respondendo à demanda com bastante agilidade quando não é contido por controles. É possível que a mera passagem do tempo seja suficiente para levar os coeficientes financeiros agregados a números mais adequados ao estágio de desenvolvimento da economia brasileira. Se a geração de recursos em si não é necessariamente preocupante e pode ser ampliada de forma relativamente espontânea

(apesar da importância de alguns fatores de risco como a excessiva dependência do mercado de ações do investimento estrangeiro), a alocação desse capital e os termos em que ele é disponibilizado às empresas é preocupante, inclusive porque sua melhoria dificilmente seria alcançada por evolução espontânea. É aqui que o papel do Estado é particularmente importante, implementando estratégias que orientem uma provisão mais adequada de recursos para a realização de investimentos produtivos, particularmente pelas empresas privadas nacionais. Na seção seguinte, algumas das iniciativas que poderiam aumentar a eficiência desse processo são apresentadas.

4 REFORMANDO O SISTEMA FINANCEIRO BRASILEIRO PARA TORNÁ-LO FUNCIONAL AO DESENVOLVIMENTO

Propôs-se aqui que o problema da *ampliação* da oferta de recursos financeiros é de relativamente simples solução, já que a evidência aponta para uma reação bastante ágil das instituições financeiras à ampliação da demanda de qualquer origem. Em 1994, depois da reforma monetária, e novamente em meados da presente década, até 2008, antes de a crise chegar ao Brasil no último trimestre do ano, tanto a expansão do crédito quanto a do mercado de capitais foram bastante rápidas em face do crescimento da demanda.

As formas e os termos em que esses recursos são disponibilizados constituem problema mais difícil, provavelmente exigindo algum tipo de orientação por parte do setor público, seja através da definição de políticas de crédito (aqui incluída a política monetária), seja através da definição de um marco regulatório adequado ao que se espera do setor financeiro.

Uma crítica frequentemente dirigida ao setor bancário, componente mais importante, como visto, do sistema financeiro brasileiro, focaliza sua incapacidade de dar sustentação financeira a investimentos produtivos, levando à conclusão de que políticas deveriam ser desenhadas para forçar bancos a concederem créditos de longo prazo. Esse é provavelmente o caminho errado para resolver um problema real – o da insuficiência de canais adequados de financiamento do investimento. Bancos caracteristicamente captam recursos de curto prazo, particularmente sob a forma de depósitos à vista e a prazo. Com passivos de curta maturidade, não seria realmente de se esperar (e ainda menos de incentivar) que bancos se voltassem para aplicações de prazo mais longo, como as voltadas para o financiamento de investimentos. Na verdade, a crise atual ilustra os riscos representados pelo excessivo descasamento de maturidades entre ativos e passivos que instituições financeiras são algumas vezes estimuladas a explorar por curvas de rendimento de inclinação mais aguda.

Preocupações com segurança sistêmica deveriam motivar o desenho de regras que não apenas mantenham a alavancagem média da economia sob controle, mas

que também previnam a exposição excessiva de intermediários financeiros a riscos de descasamento de maturidades. Idealmente, aos bancos caberia a provisão de crédito de curto prazo, seja para capital de giro, seja a consumidores, compatíveis com a duração de seus passivos, enquanto recursos de longo prazo, apropriados para a sustentação de investimentos, seriam providos, seja pela colocação de títulos (de participação proprietária ou de dívida), seja pela obtenção de créditos junto a instituições especializadas que, por sua vez, se forem privadas, captarão recursos igualmente de longo prazo. Reguladores deveriam, portanto, dedicar especial atenção à necessidade de imposição de limites à taxa de alavancagem no sistema financeiro, e de controle do descasamento de balanços dos intermediários financeiros.

4.1 Melhorar as condições de financiamento

Os termos de financiamento e, mais particularmente, o custo do capital para as empresas do setor produtivo, precisam ser drasticamente reduzidos. Há muitas propostas em debate para obter essa redução, seja através da diminuição de depósitos compulsórios, tradicionalmente muito elevados no Brasil, seja através da redução das taxas básicas de juro, mantidas altas por políticas monetárias que muitos criticam por serem também excessivamente conservadoras. Independentemente da validade dessas e de outras propostas, é incontroversa a necessidade de aumento do grau de competição de preços no setor financeiro. Dado o papel preponderante das instituições bancárias no setor, é no setor bancário que pressões competitivas deveriam ser criadas para forçar a redução dos custos de financiamento.

É um esforço inútil, porém, tentar promover a competição *entre* bancos. O setor bancário brasileiro exibe uma estrutura claramente oligopólica, com diferenciação de serviços e liderança de preços pelas maiores instituições. A importância da conquista da confiança do público faz com que o reconhecimento de “marcas” se torne um forte elemento de competição, além da diferenciação de produtos. Também, há fortes evidências de que a indústria bancária, ao contrário do que ocorria no passado, exibe economias de escala em um extenso intervalo de tamanhos. Desse modo, cada instituição bancária almeja crescer o suficiente para usufruir de economias de escala e criar um “nome” no mercado para estabilizar sua *market share* e se valer dela para se expandir ainda mais, ocupando o espaço deixado pelas duas instituições líderes do setor. A competição é forte, mas com efeito relativamente reduzido sobre os preços dos serviços financeiros (CARVALHO, 2007).

O grau de concorrência não vai subir significativamente pelo fomento da competição *entre* bancos, mas no fomento de canais de financiamento *alternativos* ao setor bancário. Foi desse modo que a disseminação de formas securitizadas de financiamento implicou importante redução do custo de capital na década de 1990 na economia americana (BRYAN, 2000, p. 174). A expansão dos mercados

de capitais deveria se dar *às expensas* do setor bancário, não sob sua égide, como tem sido o caso brasileiro.⁶

Expandir os processos de securitização e do mercado de capitais, *paralelamente* ao sistema bancário, deveria ser uma meta prioritária de um conjunto de reformas destinadas a melhorar as condições de financiamento do investimento na economia brasileira. Por outro lado, é preciso aprender da experiência de outros países, para impedir que os efeitos potencialmente destrutivos do processo de securitização tenham lugar aqui. Em particular, o incentivo à expansão da securitização como canal alternativo ao crédito bancário não deve se transformar na permissividade com relação às formas de securitização secundária (emissão de papéis lastreados em outros papéis, como no caso dos títulos lastreados em ativos – *Asset Backed Securities* (ABS) – das obrigações colateralizadas de débito – *Collateralized Debt Obligations* (CDO) – etc., cuja única função era permitir um aumento da alavancagem e exploração de oportunidades de transação por instituições financeiras. Como se determinou na corrente crise financeira, esses papéis servem apenas para tornar operações financeiras mais opacas, favorecendo a especulação e a fragilidade financeira.

Mesmo na sua versão virtuosa, porém, a securitização exibiu aspectos perversos, particularmente no que se refere às dificuldades enfrentadas por firmas médias e pequenas para participar desse mercado. Esquemas especiais devem ser criados para superar a barreira representada pela escala mínima da empresa tomadora que serve atualmente de critério de exclusão da maioria das firmas desse canal. Uma possibilidade seria o “empacotamento” de empréstimos a empresas individuais para lastrear a emissão de bônus que poderiam ser vendidos a instituições interessadas em aplicações de prazo mais longo. Esses papéis poderiam contar com alguma garantia do governo, como no caso dos papéis lastreados em hipotecas nos Estados Unidos,⁷ de modo a estimular sua aceitação por investidores privados.

Na verdade, a extensão de instrumentos de seguro a formas de financiamento que se queira promover seria uma estratégia de governo alternativa à participação direta nos mercados financeiros. Além de não envolver diretamente recursos financeiros, potencializando o impacto da ação pública em cenário de necessidades orçamentárias maiores que disponibilidades, ela favorece também a emergência e consolidação de práticas privadas de financiamento mais positivas.

6. Também neste ponto, a experiência da crise financeira iniciada em 2007 levou um grande número de economistas a defender a volta de disposições do tipo Lei Glass/Steagall, que separava mercados de crédito de mercados de títulos, ainda que por razões de controle de riscos, e não por manutenção de custos de capital mais reduzidos.

7. No contexto presente, é importante não se confundir os problemas criados pelo lastreamento de papéis em hipotecas *subprime*, caracterizadas pelo risco de crédito excessivamente alto e precificadas inadequadamente, com o processo genérico de transformação de hipotecas em títulos que deu sustentação ao financiamento imobiliário americano pela maior parte do século XX. A crise atual mostra a necessidade de limitar e supervisionar o processo de forma eficiente, não de impedir a securitização do financiamento imobiliário, ou de qualquer outro setor em condições similares.

A securitização pode reduzir os custos de capital para empresas porque se apoia em custos de transação menores que os envolvidos na intermediação de crédito. Mas ela pode também representar uma redução de custos pelo lado da captação, já que papéis securitizados tendem a ter um prêmio de liquidez maior que contratos de crédito. Esse prêmio de liquidez será tanto mais relevante quanto mais ativo, permanente e organizado for o mercado secundário criado para negociação dos estoques existentes desses papéis. Nem todo título tem as características necessárias para que sejam eficientes a criação e a operação de um mercado secundário formal.⁸ Para aqueles em que isso seja possível, a organização desses mercados deve ser uma meta de política, inclusive na criação da infraestrutura adequada, em termos de sistemas de registro, de reconhecimento e liquidação de obrigações, de pagamento, custódia, definição e administração de garantias etc. Embora firmas não captem financiamentos nesses mercados, sua operação é um determinante importante dos termos de captação nas emissões primárias.

Finalmente, mas não menos importante, há um papel relevante a ser jogado ainda por bancos públicos, especialmente no caso do financiamento de investimentos que envolvam externalidades positivas relevantes. A existência de externalidades não altera o valor dos projetos privados que as geram. Por isso, projetos importantes para o processo de desenvolvimento podem não obter financiamento privado porque os seus ganhos mais importantes podem não ser internalizados pela empresa tomadora de recursos e, portanto, não alteram a atratividade do projeto aos olhos do financiador. Nesse tipo de situação, a ação de instituições financeiras públicas encontra sua mais forte justificativa, já que é de se esperar que externalidades sejam especialmente presentes em estruturas econômicas em formação (em contraste com economias já maduras).

4.2 Criando produtos para a acumulação de riqueza financeira

Reformas são necessárias não apenas para facilitar o acesso de empresas a recursos financeiros, mas também para aumentar a atratividade das aplicações financeiras com características melhores para investidores e para aumentar o universo de aplicadores, especialmente no que se refere aos grupos de renda média e média baixa.

Como herança do regime de alta inflação, restou uma forte e durável desconfiança de investidores em aplicações que envolvam uma imobilização de recursos por prazo mais longo. A incerteza sobre a evolução de preços relativos embutida na alta inflação deu lugar à incerteza sobre a trajetória futura das taxas de juros.⁹ Essa incerteza, aliada à baixa agressividade das autoridades relevantes em recompor um quadro de normalidade na relação risco/retorno no mercado de dívida pública,

8. Mercados secundários organizados são muito mais comuns para ações que para títulos de dívida.

9. Fortalecida pelo comportamento quase irracional do BCB na fixação das taxas de juros básicas, sempre muito mais ágil na elevação do que na redução dos juros.

estimula investidores a manter suas carteiras recheadas de títulos públicos, forçando títulos privados a oferecer combinações de juros e garantias que são incompatíveis com os riscos do processo de investimento.

Não cabe aqui discutir a administração da dívida pública. Assumindo-se, porém, que os métodos empregados até aqui se mantenham, é preciso criar instrumentos que viabilizem a emissão de papéis privados. Títulos públicos no Brasil, além de oferecer remuneração atraente, estão livres dos riscos mais relevantes temidos por investidores. O risco de crédito, naturalmente, é irrelevante, já que não há razões para um *default* do Tesouro em suas obrigações denominadas em moeda nacional (especialmente após as mudanças legais dos anos 1990, que tornaram ilegais iniciativas como o Plano Collor, de 1990). O risco de liquidez é também irrelevante: o mercado para títulos públicos é amplo, e conta com um *market maker* de última instância, que é o BCB. Essa não é uma de suas funções oficiais, mas a expectativa do mercado, com base nos procedimentos adotados até o passado recente, é semelhante à famosa “opção Greenspan”. É como se títulos públicos fossem colocados já acoplados a uma opção de venda, com preço de exercício muito próximo ao seu valor “normal” de mercado. Finalmente, o risco de juros, isto é, de perda de valor de mercado do papel em caso de aumento de juros, é evitado pelas cláusulas de indexação desse papel às taxas de juros de curto prazo, como a taxa básica de juros¹⁰ ou a outros indexadores.¹¹

Os dois últimos mecanismos representam benesses pródigas a investidores e instituições financeiras e deveriam desaparecer. Se isso não acontecer, títulos privados de prazo mais longo devem embutir alguma compensação, que não seja uma taxa de juros excessivamente elevada, para viabilizar sua colocação em mercado. É inevitável que o risco de crédito de tomadores privados seja mais alto que o do Tesouro. É também inevitável que o risco de liquidez também o seja. O risco de juros, porém, poderia ser diminuído, seja através de seguros semelhantes aos discutidos no item anterior (pelos quais uma instituição pública assumiria o *bottom line* do risco de *default* da empresa tomadora), ou do acoplamento de uma opção de venda, a um dado preço de exercício, no bônus emitido pela empresa.

A instituição de um seguro seria atraente pela alavancagem obtida com um dado volume de recursos destinado para esse fim pelo governo. O fundo de seguros poderia ser constituído, pelo menos parcialmente, por uma taxa sobre o próprio valor do contrato, acrescido de fundos públicos correspondentes. Em circunstâncias normais, a taxa de *default* deveria se manter dentro de intervalos calculáveis, o que serviria de base para a fixação feita pela autoridade relevante para estabelecer o prêmio do seguro.

10. A taxa básica de juros da economia brasileira é determinada pelo Comitê de Política Monetária (Copom) do BCB. Ela consiste na taxa média dos financiamentos diários, com lastro em títulos públicos federais, apurados no Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic), razão pela qual é conhecida como taxa Selic.

11. O que faz com que investidores só se interessem pelo alongamento de duração quando há a expectativa de redução da taxa de juros de curto prazo e enquanto ela durar.

Já o acoplamento de uma opção de venda jogaria um papel essencialmente semelhante, mas permitiria o impulso de um mercado mais denso de opções, do qual, eventualmente, o próprio governo pudesse se desengajar no futuro.

É improvável, de qualquer modo, que esses instrumentos fossem suficientes para reorientar de forma significativa a demanda dos investidores de papéis públicos para papéis privados. Outros meios deveriam ser empregados para aumentar o incentivo a que isto ocorresse, notadamente o uso mais agressivo de incentivos fiscais para favorecer aplicações mais longas. Esta prática já existe para o investimento em fundos, mas poderia ser estendida, de forma mais agressiva, com uma curva de alíquotas mais inclinada, para investimentos em papéis de longa duração.

Mas é preciso também ampliar o universo de investidores, incorporando grupos de rendas médias e mesmo médias baixas. Isto seria útil não apenas para aumentar a reserva de poupança financeira a ser mobilizada, mas também para perseguir objetivos de redistribuição de riqueza, permitindo a grupos mais amplos da população participar dos retornos do processo de investimento.

4.3 Redistribuindo riqueza financeira

O racionamento da oferta de produtos financeiros a grupos de renda média ou baixa não é um fenômeno brasileiro, nem mesmo exclusivo de países em desenvolvimento. O acesso a oportunidades de investimento mais atraentes é limitado a detentores de um certo mínimo de riqueza financeira. Igualmente, o acesso a crédito também é racionado para tomadores, pessoas físicas ou jurídicas, que exibam características que os torne de alguma forma indesejáveis para as instituições financeiras. O racionamento pode atingir não apenas os grupos mais obviamente segregados, como famílias pobres ou desprovidas de ativos para oferecer em garantia, como também casos menos autoevidentes, em que a simples residência em certas áreas geográficas (como, por exemplo, guetos urbanos, favelas etc.) é motivo suficiente para recusa de crédito.

Este fenômeno de segregação, conhecido nos Estados Unidos como *red-lining*, só pode ser superado pela intervenção de reguladores (DYMSKI, 1999, p. 38). A relativa normalização da oferta de serviços financeiros em guetos urbanos, por exemplo, só foi conseguida naquele país depois da adoção da Lei do Reinvestimento Comunitário – *Community Reinvestment Act* (CRA) –, pelo qual os bancos que solicitarem autorização para operações como, por exemplo, fusões e aquisições (F&As), devem demonstrar que não segregam esses grupos sociais. Note-se que não se trata de conceder aos grupos prejudicados nenhum favor especial. O banco apenas certifica que trata clientes com essas características como clientes “normais”, sujeitos aos mesmos critérios de seleção que o restante dos clientes.

Pesquisa recente, realizada pelo Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas (Ibase), mostrou que o fenômeno do *red-lining* é extremamente forte no mercado de trabalho no Rio de Janeiro, e não há qualquer razão para se supor que ele não se repita em todo o país. Indivíduos em busca de emprego declaram locais fictícios de residência quando seu domicílio se localiza em uma favela, porque a disponibilização da informação correta implicaria a imediata desqualificação da candidatura a um emprego.¹² Já com relação ao acesso a instituições financeiras, o fenômeno é conhecido também de longa data, tendo dado origem, em muitos locais, às iniciativas cooperativas de oferta de microcrédito.

O fundamento do CRA, na verdade, é o de que instituições financeiras em geral, e bancárias em particular, funcionem normalmente, apoiadas em um volume enorme de subsídios públicos. Bancos contam com o BCB como provedor de liquidez em caso de emergência, privilégio que nenhum outro setor tem.¹³ A existência de seguros de depósitos permite a bancos não pagar qualquer taxa de juros sobre depósitos à vista, porque depositantes se contentam com a segurança associada aos depósitos, que, por sua vez, não depende de o banco ser ou não competente, mas simplesmente do fato de o setor público garantir, direta ou indiretamente, esses depósitos. Em outras palavras, bancos não são simplesmente empresas privadas competindo no mercado com suas próprias forças. Bancos são empresas que funcionam cercadas de subsídios dados pelo setor público, e, por isso mesmo, devem pagar por esses subsídios através do fornecimento de serviços especiais ao público. A Lei de Reinvestimento Comunitário é uma dessas formas de repagamento. Assim, no rol de propostas de reforma financeira, a criação de regras que coíbam a discriminação de grupos sociais marcados por alguma característica vista como negativa pelo setor financeiro é um passo fundamental.

Mas não é apenas o acesso ao crédito, por mais importante que ele seja, que é necessário promover. Investidores de renda média e média baixa também deveriam poder compartilhar os retornos dos investimentos em uma nova fase de crescimento mais rápido da economia. No momento, praticamente a única oportunidade de aplicação acessível a esses grupos é a caderneta de poupança. O rendimento dessa aplicação está longe de ser desprezível, mas no caso de uma retomada do crescimento econômico, não há porque impedir que investidores desse grupo possam alocar parte de seus recursos no financiamento do setor real. As barreiras maiores para essa participação é o pouco conhecimento dessas oportunidades, e de suas combinações de expectativa de retornos e riscos, por um lado, e, por outro, a exigência de valores mínimos de investimento para que instituições financeiras permitam a aplicação. Para superar ambas as dificuldades, deveria ser examinada a

12. Ver Resultados Preliminares de Grupos Focais, da pesquisa *Dimensões da Cidade: Favela e Asfalto*, em desenvolvimento pelo Ibase, em: <<http://pactopelacidadania.org.br/index/download>>

13. A crise financeira atual tem ilustrado de forma dramática o quanto custam esses subsídios à sociedade.

possibilidade da criação, apoiada na definição de estímulos e controles adequados, de fundos de investimento de responsabilidade, por exemplo, de sindicatos ou de outras formas de associação.

5 CONCLUSÃO

Este trabalho listou um conjunto de propostas de reforma do setor financeiro com vistas a torná-lo funcional com relação ao processo de desenvolvimento no Brasil. Essas propostas se dividem em três grupos, consistindo o primeiro de iniciativas destinadas a melhorar os termos em que o financiamento é oferecido a empresas privadas para a realização de investimentos. O segundo grupo cobre iniciativas para permitir que investidores domésticos possam diversificar suas carteiras, adquirindo ativos de longa duração que possam ser emitidos por firmas para financiamento de investimentos sem fragilizar seus balanços excessivamente. O último grupo consiste de propostas voltadas para a redistribuição de riquezas e a ampliação do acesso a crédito. Ainda que as medidas propostas possam ser consideradas individualmente, elas constituem um grupo integrado, planejado não apenas para baratear custos de capital para empresas mas, também, para dar apoio a transformações estruturais que devem acompanhar o processo de desenvolvimento, inclusive na dimensão essencial de redistribuição de riqueza.

REFERÊNCIAS

- BLACK, S.; MOERSCH, M. (Org.). **Competition and convergence in financial markets**. Amsterdam: North Holland/Elsevier, 1998.
- BRYAN, L. The risks, potential, and promise of securitization. *In*: KENDALL, L.; FISHMAN, M. (Org.). **A primer on securitization**. Cambridge (Mass.): MIT Press, 2000.
- CARPENTER, R.; FAZZARI, S.; PETERSEN, B. Inventory investment, internal-finance fluctuations and the business cycle. **Brookings Papers on Economic Activity**, v. 2, p. 75-137, 1994.
- CARVALHO, F. J. C. **Mr. Keynes and the post keynesians**. Cheltenham: Edward Elgar, 1992.
- _____. Estrutura e padrões de competição no sistema bancário brasileiro: uma hipótese para investigação e alguma evidência preliminar. *In*: DE PAULA, L. F.; OREIRO, J. (Org.). **Sistema financeiro**. Uma análise do setor bancário brasileiro. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2007.
- _____. Systemic crisis, systemic risk and the financial instability hypothesis. *In*: HEIM, E. *et al.* (Org.). **Macroeconomic policy on shaky foundations**. Berlin: Metropolis Verlag, 2009.
- DE PAULA, L. F.; OREIRO, J. (Org.). **Sistema financeiro**. Uma análise do setor bancário brasileiro. Rio de Janeiro: Campus/Elsevier, 2007.
- DYMSKI, G. **The bank merger wave**. The economic causes and social consequences of financial consolidation. Armonk (NY): M. E. Sharpe, 1999.
- EICHNER, A. S. **The megacorp and oligopoly**. Armonk (NY): M. E. Sharpe, 1976.
- FAZZARI, S.; HUBBARD, R.; PETERSEN, B. Financing constraints and corporate investment. **Brookings Papers on Economic Activity**, v. 1, p. 141-206, 1988.
- IBGE/ANDIMA. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística/Associação Nacional das Instituições do Mercado Financeiro. **Sistema financeiro**. Uma análise a partir das Contas Nacionais 1990-1995. Rio de Janeiro: IBGE, 1997.
- KALECKI, M. **Selected essays on the dynamics of the capitalist economy**. Cambridge: Cambridge University Press, 1971.
- LEVINE, R. Financial development and economic growth: views and agenda. **Journal of Economic Literature**, v. 35, p. 688-726, 1997.

MYERS, S. Financing of corporations. *In*: CONSTANTINIDES, G.; HARRIS, M.; STULZ, R. (Org.). **Handbook of the economics of finance**, v. 1A. Corporate Finance, Amsterdam: North Holland/Elsevier, 2003.

PROJETO IE/UNICAMP; IE/UFRJ. Instituto de Economia/Universidade Estadual de Campinas; Instituto de Economia/Universidade Federal do Rio de Janeiro. **Perspectivas da indústria financeira e o papel dos bancos públicos**. Subprojeto: mercado de títulos brasileiros. Rio de Janeiro: IE/UFRJ, tabela III.31, maio 2009 (1º Relatório Parcial).

PARTE VI

EMPREGO E POPULAÇÃO

MACROECONOMIA E PLENO EMPREGO: APONTAMENTOS PARA UMA AGENDA POSITIVA DE PESQUISA E POLÍTICA PÚBLICA

1 CONTEXTUALIZAÇÃO GERAL DO PROBLEMA

A literatura econômica dominante sobre mercado de trabalho se vale de algumas simplificações exageradas no trato de variáveis cruciais para um entendimento mais acurado acerca da natureza e funcionamento desse mercado no Brasil. Mais especificamente, ela considera como categorias homogêneas tanto os trabalhadores como os postos de trabalho na grande maioria de modelos utilizados para analisar as dinâmicas de oferta e demanda por trabalho, em suas relações ou não com o comportamento macroeconômico subjacente.

Ao se proceder desta maneira, perdem-se especificidades ultraimportantes tanto da configuração histórica do trabalho no país, como das relações que existem entre a dinâmica macroeconômica mais geral e as particularidades que se aplicam à determinação da ocupação. Na literatura convencional sobre o tema, causa muita estranheza, por exemplo, o fato de praticamente todos os principais e mais difundidos modelos utilizados computarem indiscriminadamente como “ocupação” todo e qualquer posto de trabalho gerado pelo sistema econômico. Este procedimento, aparentemente banal – que visaria “meramente” à simplificação dos dados para o tratamento estatístico –, traz consequências teóricas e empíricas não desprezíveis, seja para o entendimento que dele deriva acerca da dinâmica de determinação das quantidades e preços no mercado de trabalho, seja para a prescrição de políticas públicas no âmbito da geração de trabalho e renda.

Aqui, alternativamente, a proposta é reconhecer que o mundo do trabalho no Brasil é algo mais complexo do que supõem as teorias convencionais sobre o assunto, fato que suscita a necessidade de abordagens analíticas menos reducionistas ao tema em pauta. Dentre as alternativas existentes, parece-nos adequado começar por distinguir os dois principais vetores de determinação da ocupação no país, cada qual responsável por fatia significativa da ocupação total. São eles:

- 1) Vetor da demanda por força de trabalho: depende de vários fatores associados ao cálculo econômico privado e/ou a decisões de gasto real

dos governos. Em ambos os casos, os postos de trabalho assim forjados costumam tomar as seguintes formas:

- a) assalariada direta com carteira, além de militares e estatutários;
 - b) assalariada direta, mas sem carteira; e
 - c) assalariada indireta ou disfarçada (sem carteira): terceirização, cooperativas, *pejotização* etc.
- 2) Vetor da oferta de força de trabalho: depende de fatores ligados à sobrevivência individual ou familiar imediata. Esses postos de trabalho tomam em geral a forma de:
- a) trabalhadores autônomos ou por conta própria;¹
 - b) trabalhadores no autoconsumo e/ou na autoprodução, tanto no campo como nas cidades; e
 - c) trabalhadores não remunerados.

Esta diferenciação é especialmente relevante de se fazer em contextos tais quais o brasileiro, marcado por padrão retardatário e insuficiente (ou incompleto) de desenvolvimento capitalista, onde grassa imensa heterogeneidade da estrutura produtiva (logo, com diferentes padrões de determinação da ocupação) e imensa precarização nas relações e condições de trabalho para a maior parte da população, mesmo aquela inserida em regime de assalariamento típico.

Assim, ao diferenciar os fatores/vetores de determinação das ocupações no país, abre-se a possibilidade de, analiticamente, identificar-se – e dimensionar-se, com maior clareza – as relações que o mundo do trabalho no Brasil guarda tanto com os seus traços históricos de formação, como com o nível e o ritmo de expansão econômica propriamente capitalista e estatal de que dispomos.

Pelo lado da oferta de força de trabalho, está a questão de grande parte da ocupação desde sempre existente no país ter sido gerada por força do excesso de trabalhadores em idade ativa, em comparação com a capacidade de o sistema econômico absorver tal contingente. Pelo lado da demanda por força de trabalho, está a questão de que mesmo a dinâmica “modernizante” aqui instaurada (que envolve tanto a demanda ocupacional privada como a estatal) não se traduz, automática e necessariamente, em postos de trabalhos regulados pelo padrão formal-legal vigente de contratação.

1. Muito embora nem todas as ocupações autônomas possam ser explicadas por força da ausência de demanda assalariada por trabalho, este é o caso de certamente a grande maioria das situações ocupacionais nestas condições, fato que torna válido o argumento geral aqui apresentado.

Historicamente, há evidências de que tenha sido a intensa mobilidade social ascendente, propiciada pelo rápido crescimento urbano-industrial e estatal do período 1930-1980, e não as supostas virtudes intrínsecas do modelo bismarckiano de proteção paulatinamente constituído no mesmo período, o fator principal a explicar a aparente aderência deste modelo à realidade nacional, bem como sua durabilidade ao longo daqueles anos. Tanto que, na presença da crise de crescimento econômico dos anos 1980 e 1990, cuja implicação mais evidente é o amortecimento radical (ou talvez mesmo o estancamento) da mobilidade ascendente, torna-se visível a inadequação deste modelo em tentar vincular trabalhadores pertencentes a um mercado de trabalho desde sempre bastante heterogêneo e desregulado a um sistema de benefícios previdenciários dependentes de contribuições passadas.

Como consequência, o capitalismo aqui instalado e a atuação regulatória do Estado no campo trabalhista não lograram universalizar o fenômeno do assalariamento formal do trabalho, tornando incompleto o “processo civilizatório” de um capitalismo minimamente organizado, tal qual levado a cabo na experiência de alguns países ocidentais. Deste modo, a inserção das pessoas no mundo da proteção social pela via do trabalho, se já não havia sido a regra para cerca de metade da população ocupada até 1980, deixou de ser uma aspiração confiável ao longo desses 30 anos de crise econômica, estatal e social no Brasil. Dos movimentos recentes de recuperação do emprego formal e de aumento da filiação previdenciária, não se pode dizer que sejam fenômenos inscritos numa trajetória já virtuosa de longo prazo, presos que estão a ambientes econômicos e institucionais ainda cheios de riscos e incertezas.

Este conjunto de observações feitas até aqui é de extrema importância para os objetivos de análise deste texto, basicamente porque ainda reina no Brasil a crença de que o emprego formal é pequeno no total da ocupação, e não cresce da forma como deveria nos momentos de recuperação econômica, por causa da existência de uma legislação trabalhista supostamente anacrônica, excessiva e rígida frente às necessidades dos empresários em meio à globalização em curso. Acontece que um aspecto pouco considerado nas análises correntes é a quase contínua redução do custo do trabalho no Brasil, verificada, por exemplo, ao longo do período 1995-2005, seja em termos da evolução dos rendimentos médios reais da população ocupada, seja em função da distribuição funcional da renda, ou ainda como proporção dos custos empresariais totais.

De uma perspectiva teórica, há que se considerar que, na atual quadra histórica de transformações patrimoniais, industriais e tecnológicas do capitalismo, o custo do trabalho não é nem o único nem provavelmente o mais importante dos

parâmetros de decisão dos empresários para efetivarem novas contratações. Diante do custo historicamente reduzido do trabalho no Brasil, é bem provável que este certamente não seja o principal fator. Na conjuntura brasileira atual, importariam muito mais:

- outros custos diretos de produção, como insumos industriais em geral e a disponibilidade energética em particular;
- a situação dos mercados de ações e de crédito, bem como a combinação vigente entre taxa de câmbio e taxa de juros de mercado;
- a eficiência marginal do capital produtivo investido, ou seja, a taxa de rentabilidade corrente e as expectativas dos empresários com relação aos ganhos futuros de seu empreendimento; e
- tudo isso *vis-à-vis* inúmeras opções de alocação da riqueza líquida e de valorização do patrimônio empresarial.

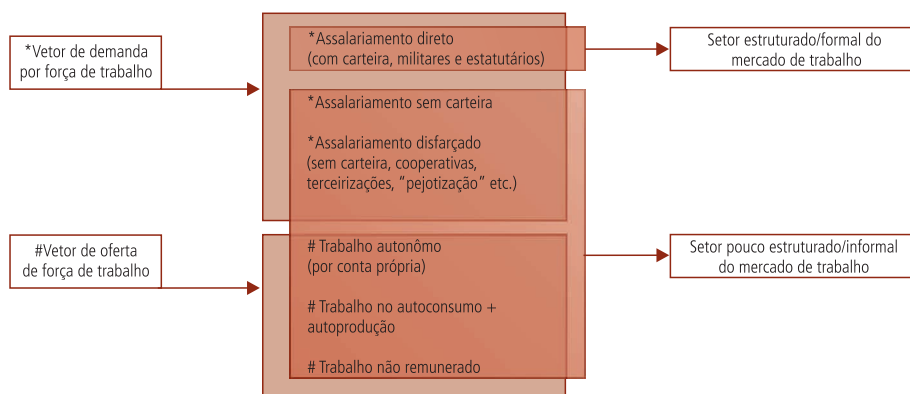
Assim sendo, ainda que se deva empreender algum esforço de racionalização e readequação das leis do trabalho atualmente vigentes, revendo, modificando e até eliminando um conjunto determinado de itens da Consolidação das Leis do Trabalho (CLT) que são ou muito específicos, ou anacrônicos, ou mesmo desnecessários, é preciso ficar claro que não se trata de uma revisão geral de princípios, pois um pacote mínimo de direitos e deveres de empregados e empregadores continua sendo indispensável à regulação das relações laborais. Dentro deste pacote mínimo, há ao menos três dimensões amplas que necessitariam regulamentação expressa, todas sujeitas a desmembramentos ulteriores, levando em conta especificidades setoriais, ocupacionais e regionais, a saber:

- 1) Regulamentação das condições de uso da força de trabalho: identificação e definição dos tipos de contratos de trabalho possíveis, bem como das respectivas jornadas de trabalho, banco de horas etc., estabelecimento de critérios para negociações coletivas em torno da redução da jornada de trabalho (com manutenção dos salários nominais) e da sua flexibilização ao longo do ano.
- 2) Regulamentação das condições de remuneração da força de trabalho: identificação e definição dos tipos de remuneração possíveis, estabelecimento de uma política nacional de valorização do salário mínimo (SM), demarcação de critérios para negociações coletivas em torno de políticas salariais acima do SM, bem como ao redor da participação dos trabalhadores nos lucros e resultados operacionais e financeiros das empresas.
- 3) Regulamentação das condições de proteção à força de trabalho: identificação e definição dos tipos, formas e conteúdos de proteção, seja nos âmbitos

estritamente laboral, previdenciário e assistencial, seja nos campos do acesso à justiça do trabalho e à representação sindical; demarcação de critérios de negociação coletiva em torno da pauta de proteção social aos trabalhadores, notadamente no que se refere ao estabelecimento do conceito “trabalho produtivo e socialmente útil” (ainda que não atuarialmente contributivo) como critério de vinculação previdenciária para os trabalhadores do setor informal urbano, já que é sobre este grande segmento populacional que se concentra o principal da desproteção previdenciária nacional.

Daí que, além da clivagem feita até aqui, diferenciando os dois principais vetores históricos de determinação da ocupação no país, é preciso proceder ainda à clivagem entre os chamados mundos formal e informal do mercado de trabalho, também classificados em alguns casos como setores estruturado e pouco estruturado (ou desestruturado) do mundo do trabalho.² A figura abaixo busca clarear as relações entre os dois cortes analíticos presentes no texto.

FIGURA 1
Esquema de relacionamento entre os vetores dominantes de determinação das ocupações e os mundos estruturado (formal) e pouco estruturado (informal) do trabalho no Brasil



Fonte: Elaboração própria.

Valendo-se da clivagem formal/informal, estes conceitos serão trabalhados, neste capítulo, em dupla perspectiva. A primeira considera informais as atividades assalariadas desempenhadas fora do arcabouço institucional legalmente estabelecido pelo Estado (vale dizer, trabalhadores assalariados sem carteira assinada). A segunda perspectiva considera informais as atividades não assalariadas desenvolvidas por autônomos, em que não há uma separação nítida entre a propriedade do empreendimento e a execução de suas atividades-fim (separação capital/trabalho). Em outras palavras, a concepção de setor informal sustentada aqui concilia, de um

2. Para uma discussão mais completa, ver Cardoso Jr. (2001).

lado, o critério de demarcação proveniente da relação legal de trabalho, separando trabalhadores com e sem carteira assinada e, de outro, o critério oriundo da relação de produção existente no negócio, que, no caso dos trabalhadores urbanos por conta própria, é caracterizada por ser uma relação de produção não estruturada em moldes tipicamente capitalistas.³

Desta perspectiva, a informalidade deve ser vista como toda e qualquer situação ilegal de trabalho que não cumpre nem respeita a legislação trabalhista em vigor, independentemente dos seus méritos ou defeitos intrínsecos. Com isso, toda relação laboral caracterizada (direta ou disfarçadamente) como assalariamento sem carteira assinada deve ser considerada ilegal e informal nos termos aqui propostos. Já aquela parte da ocupação genuinamente caracterizada como trabalho autônomo ou por conta própria não pode a rigor ser classificada como ilegal, simplesmente pelo fato de que trata de situações laborais ainda não legisladas. Mas embora não seja ilegal na acepção da palavra, ela deve ser considerada como informal, no sentido estrito da ausência ou precariedade de relação de trabalho assalariada, vale dizer, uma situação laboral em que não é nítida a separação entre capital e trabalho.

A justificativa para este corte analítico está ligada ao fato de que no interior das categorias ocupacionais assumidas como informais (trabalhadores sem carteira, trabalhadores autônomos, trabalhadores na produção para o autoconsumo e autoconstrução, trabalhadores não remunerados) residem atividades de trabalho mais precárias, do ponto de vista do conteúdo ou da qualidade da ocupação, e de mais frágil inserção profissional, do ponto de vista das relações de trabalho. Isto não é, obviamente, o mesmo que dizer que não existam atividades de trabalho precárias ou frágeis também no seio das categorias de assalariados com carteira, estatutários e militares, mas sim que, nos casos apontados, a incidência de inserções de natureza ruim é bem menor, posto estarem ligadas ao núcleo mais estruturado do mercado de trabalho.

Não por acaso, o regime de trabalho predominantemente assalariado, que se consolidou com o advento e expansão do modo capitalista de produção, passou a ser tanto o canal de entrada dos indivíduos no mercado de trabalho, e daí no próprio sistema econômico, como também a forma a partir da qual as pessoas se inscreviam na estrutura social, com todos os rebatimentos passíveis de investigação em termos da hierarquização das classes e dos conteúdos culturais e simbólicos relacionados. Principalmente a partir do final da Segunda Guerra Mundial, a montagem (em

3. Segundo o critério demarcatório ligado à relação de produção vigente, o ideal seria excluir do conceito de informalidade tanto aquela parcela de trabalhadores agrícolas por conta própria, que estão inseridos em essência em situações de trabalho não capitalistas, quanto aquela parcela de profissionais liberais do meio urbano que, além de auferirem rendas elevadas, estão devidamente registrados nas administrações públicas, recolhendo contribuição previdenciária como autônomos (contribuintes individuais). Por outro lado, seria também desejável incluir no conceito de informal aqueles trabalhadores classificados como empregadores, mas cujo grau de organização dos negócios é precário do ponto de vista da separação das categorias lucro e remuneração do empregador (pró-labore).

alguns países) ou a consolidação (em outros) dos respectivos Estados de bem-estar tinham como referência central para a concessão de benefícios sociais e transferências de renda a filiação assalariada formal dos trabalhadores, pois a primazia desta condição de trabalho, mediada pela esfera pública, garantia a possibilidade de controle e avaliação dos programas e dos recursos governamentais envolvidos. O padrão de assalariamento formal permitia, ainda, organizar os fluxos do mercado de trabalho de modo a favorecer um tipo de convívio humano não disruptivo, na verdade homogeneizador da estrutura social.⁴

No caso brasileiro, embora até hoje não tenhamos atingido um patamar de homogeneização e de equilíbrio social como o de alguns países europeus ocidentais, este modelo de sociedade e de relação de trabalho serviu de espelho aos processos de industrialização e de urbanização aqui adotados. É neste sentido que a possibilidade de fracasso da sociedade salarial e a proliferação de formas ditas atípicas ou informais de trabalho rompem a trajetória pretérita de organização dos mercados de trabalho, mundo afora e inclusive no Brasil, impondo que se estude separadamente cada uma destas categorias ocupacionais em formação nas sociedades contemporâneas.⁵ Assim, tendo em tela apenas o caso nacional, é preciso reconhecer, antes de mais nada, que essas categorias ocupacionais chamadas informais sempre foram dominantes no padrão de (des)estruturação do mercado de trabalho doméstico, com características que as colocam, ainda hoje, em posição desfavorável frente à maior parte das ocupações consideradas formais.

Em primeiro lugar, constata-se, particularmente junto aos assalariados sem carteira, que a ausência de mediação institucional pelo Estado torna mais frágeis e assimétricas as relações capital/trabalho, favorecendo uma flexibilidade quantitativa (dispensa e contratação de mão de obra) muito elevada, que contribui para engendrar uma alta rotatividade de trabalhadores nessas ocupações. Como se sabe, níveis muito altos de rotatividade produzem, de um lado, postos de trabalho de baixa qualidade e praticamente nenhum investimento tecnológico ou em recursos humanos e, de outro, trabalhadores sem especialização definida, que rodam intensamente por ocupações distintas, sem perspectivas de ascensão profissional nem salarial. Em segundo lugar, a ausência ou precariedade dos mecanismos de proteção social conferidos pelo Estado a boa parte de seus cidadãos tende a transferir ao âmbito familiar e individual a responsabilidade pela sobrevivência numa sociedade marcada por uma crescente redundância do trabalho vivo. Este aspecto é particularmente dramático junto aos trabalhadores por conta própria de menores

4. Para estudos das tipologias de modelos de proteção social no mundo, ver Esping-Andersen (1999). Já para a crítica dos modelos bismarckianos-contributivos, ver Rosanvallon (1997, 1998).

5. Um estudo crítico sobre a gênese e a crise atual da sociedade fundada no trabalho assalariado pode ser visto em Castel (1998). Já sobre a montagem histórica e dilemas atuais do chamado Sistema Brasileiro de Proteção Social, ver Cardoso Jr. e Jaccoud (2005).

rendas, que tendem a não recolher contribuição previdenciária e tampouco tendem a ter registrados nas administrações públicas seus pequenos negócios.

Como consequência mais direta dos aspectos mencionados acima, potencializam-se, tanto para assalariados sem carteira como para trabalhadores por conta própria, as chances de terem de conviver com níveis médios de remuneração inferiores e jornadas de trabalho superiores às observadas para postos de trabalho semelhantes, porém pertencentes a segmentos formais e melhor organizados do mercado de trabalho. Esses aspectos concretos da realidade das categorias ocupacionais aqui chamadas informais trazem ainda outras consequências nefastas sobre o ordenamento do mercado de trabalho. Não desprezível é a insegurança crescente que reina no interior de parcela significativa de trabalhadores ligados aos segmentos menos estruturados, nos quais se podem medir níveis inferiores para a produtividade e para o bem-estar geral de suas famílias. Em suma, todos os traços apontados para caracterizar a realidade das categorias ocupacionais dos autônomos e dos sem-carteira conferem uma certa uniformidade a este conjunto de trabalhadores, profundamente relacionada com a precariedade das ocupações e com a fragilidade das relações capital/trabalho, motivo pelo qual este capítulo os investiga como uma unidade, genericamente denominada setor informal, sem perder de vista, no entanto, as especificidades próprias que as singularizam.

Por outro lado, a importância de discutir o comportamento do emprego formal decorre basicamente de duas frentes. Em primeiro lugar, quando considerado apenas da perspectiva do mercado de trabalho, sua importância reside no fato de que sobre este tipo de relação se molda todo o arcabouço legal de regulamentação das condições de uso, remuneração e proteção social aos ocupados e àqueles eventualmente desempregados temporariamente. Em outras palavras, é a partir da relação trabalhista formal/legal que se estabelece um tipo de mediação mais civilizada entre capital e trabalho, através da qual as relações laborais deixam de pertencer meramente à esfera privada dos negócios e passam a desfrutar de um estatuto público. O respeito ao aparato e ao ordenamento jurídico que dali emana é condição necessária para um funcionamento mais regrado, equilibrado e homogêneo deste mercado, condizente com parâmetros mínimos de civilidade e sociabilidade entre as partes.

Em segundo lugar, quando analisado da perspectiva do modelo dominante de proteção social urbano do país, aquele de inspiração contributiva-bismarckiana, a importância do emprego formal transcende as fronteiras relativas ao ordenamento do mercado de trabalho, para se referir também às condições pelas quais as pessoas desfrutarão de proteção individual contra os riscos clássicos do mundo do trabalho, isto é: *i*) para trabalhadores economicamente ativos: proteção temporária contra a perda circunstancial de capacidade laborativa e de renda, como nos casos de desemprego involuntário, maternidade, acidentes de trabalho, doenças, reclusão; e *ii*) para

aqueles em inatividade laboral permanente: proteção vitalícia através das pensões por morte e aposentadorias por tempo de serviço, tempo de contribuição ou invalidez definitiva para o trabalho. Desta perspectiva, a informalidade está associada ao não cumprimento da legislação previdenciária, garantidora daqueles direitos sociais.

Acontece que, na origem do modelo brasileiro de proteção social, pressupunha-se, através da carteira de trabalho, total correspondência entre relação trabalhista assalariada e vinculação previdenciária compulsória, o que tornaria informais e sem direitos previdenciários quaisquer trabalhadores sem carteira assinada. Felizmente, no entanto, a Constituição de 1988 quebrou essa relação biunívoca, reconhecendo a existência de inúmeras outras formas de inserção das pessoas na estrutura produtiva, a saber: *i*) como trabalhadores rurais, parceiros, meeiros e pescadores artesanais, todos em regime de economia familiar, eles podem se vincular ao sistema previdenciário como segurados especiais; e *ii*) como trabalhadores sem carteira e autônomos por conta própria no meio urbano, eles podem vincular-se voluntariamente à previdência como contribuintes individuais ou avulsos. Em ambos os casos, a filiação previdenciária dá acesso a um conjunto diferenciado de direitos temporários e aos direitos permanentes acima mencionados. A partir de então, embora quase toda relação de trabalho sem carteira ainda possa ser considerada informal, sobretudo do ponto de vista do mercado de trabalho urbano, apenas as que, além disso, não contribuem voluntariamente para o sistema previdenciário público é que podem ser consideradas informais, também do ponto de vista previdenciário. Dito de outra forma: pelas regras hoje vigentes, a maior parte das situações de trabalho sem carteira deve ser considerada informal do ponto de vista do mercado de trabalho, mas apenas uma parte dela, que não contribui voluntariamente para a previdência social, pode ser considerada informal também do ponto de vista previdenciário.

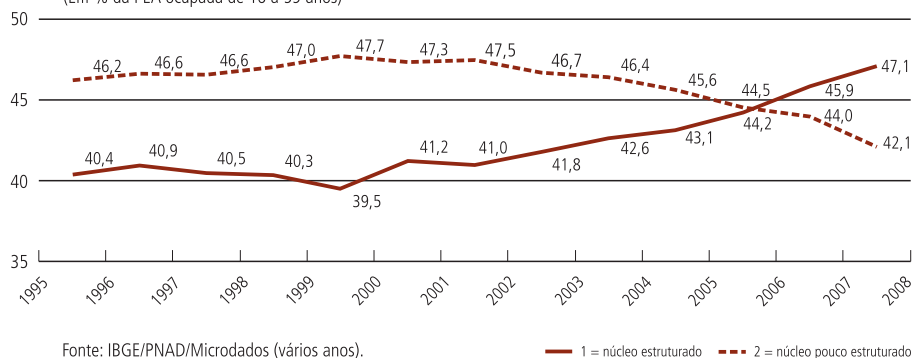
Isto não significa que o emprego formal tradicional tenha perdido importância no conjunto da ocupação, pois, como dito acima, é através dele que se ordena de forma mais regrada, equilibrada e homogênea o mercado de trabalho num contexto predominantemente capitalista de produção. Além disso, é sobre o tipo de relação assalariada formal que incidem as principais fontes de financiamento da previdência social, situação que ainda deve perdurar por muito tempo no país, e que não cabe ao escopo deste artigo discutir. Por outro lado, ao se alargar o conjunto de situações ocupacionais albergadas no regime de proteção previdenciária, dá-se um passo importante rumo ao reconhecimento de que existem outras formas possíveis e sustentáveis de inserção das pessoas na estrutura econômica produtiva, cuja consolidação, no entanto, ainda deve passar pela formulação de um marco regulatório adequado para essas situações de trabalho não tipicamente capitalistas e pelo estabelecimento explícito de outras fontes de financiamento dos direitos previdenciários, que não sejam preponderantemente calcados em tais atividades laborais.

O gráfico 1 procura resumir, quantitativamente, a discussão conduzida até aqui.

GRÁFICO 1

Brasil: evolução da população ocupada, de 16 a 59 anos de idade, segundo o grau de estruturação do mercado de trabalho – 1995 a 2008

(Em % da PEA ocupada de 16 a 59 anos)



Isto posto, a ideia central deste capítulo é discutir o comportamento recente do mercado de trabalho nacional, à luz tanto do quadro histórico mais geral, relativo ao último quarto do século XX e primeira década do século XXI (posto tratar-se de um período de transição ainda inacabado), como também tendo em vista os condicionantes macroeconômicos mais gerais sob os quais se situa a problemática do emprego no país.

2 CONDICIONANTES MACROECONÔMICOS DE LONGO PRAZO DA ECONOMIA BRASILEIRA

Em princípios dos anos 1980, o colapso do padrão histórico brasileiro de desenvolvimento se manifestaria tanto pela crise externa e seus rebatimentos internos relacionados à estagnação do Produto Interno Bruto (PIB), à inflação descontrolada e à crise fiscal-financeira do Estado, como também pelo agravamento da crise social que se fez sentir pelo aumento das desigualdades sociais e de renda, elevado patamar de pobreza rural e urbana e modificação do padrão de mobilidade social.

Entre aproximadamente a segunda metade da década dos 1970 e o final dos anos 1990, o país ingressa em uma *outra* trajetória de desenvolvimento, a qual julgamos pertinente subdividir em dois momentos. O primeiro compreenderia o período situado, em termos didáticos, entre a primeira crise do petróleo em 1973 até 1989, ano da primeira eleição direta para presidente da República após a queda do regime militar. O segundo momento, claramente discernível entre 1990 e 2006, abrangeria um período de transformações intensas até o final do primeiro

mandato do presidente Luiz Inácio Lula da Silva.⁶ Para os propósitos deste capítulo, o primeiro subperíodo representaria um momento de *crise* (segunda metade dos anos 1970) e *esgotamento crescente* (anos 1980) do padrão histórico de desenvolvimento centrado na industrialização e comandado pelo Estado. Por sua vez, o subperíodo posterior representaria um momento de *gestação* (primeira metade da década de 1990) e *implementação truncada* (segunda metade da década de 1990, até pelo menos 2006) de uma *nova* estratégia de desenvolvimento, calcada em uma concepção liberal-internacionalizante de progresso econômico e social.

2.1 Macroeconomia e mercado de trabalho: algumas conexões orgânicas entre as décadas de 1970-1980 e as de 1990-2000

Em linhas gerais, argumentamos que a crise econômica recente tem suas raízes históricas fincadas na segunda metade da década de 1970. Do ponto de vista interpretativo, ela seria fruto do desmonte do projeto nacional-desenvolvimentista, fundado, *grosso modo*, nos anos 1930, aprofundado na década de 1950 e rompido nos anos 1980. Durante este período, a economia brasileira havia conseguido transitar rapidamente de uma estrutura agrário-exportadora para uma sociedade industrial, ampla e caoticamente urbanizada. Entre aproximadamente 1930 e 1980, a incorporação social pela via do assalariamento formal fez parte das promessas do movimento de industrialização do país, sendo a mobilidade social ascendente o mecanismo que garantia a incorporação pelo trabalho e legitimava as virtudes intrínsecas do modelo de crescimento.

Com a crise econômica que tomou conta do país a partir da segunda metade da década de 1970, instalam-se, a um só tempo, o colapso do modelo político desenvolvimentista e a reversão das tendências de crescimento de sua economia. Nesses 30 anos de desorganização/reorganização das estruturas econômicas, sociais e políticas do país, os anos 1980 representariam, então, o momento de *esgotamento crescente* do desenvolvimento industrializante, enquanto os anos 1990 simbolizariam a *gestação* de uma nova estratégia de crescimento, com consequências ainda incertas para o futuro do país.

A primeira fase, transcorrida ao longo da década de 1980, desenrolou-se num ambiente de intensa instabilidade macroeconômica, em que baixas taxas de crescimento do produto interno e altas taxas de inflação espelhavam, de um lado, a ruptura das fontes e fluxos de financiamento externo e, de outro, o esforço exportador visando a obtenção de expressivos saldos comerciais.⁷

6. Embora este segundo momento ainda esteja em curso, faltam ainda informações suficientes e certo distanciamento temporal que nos indiquem ser a gestão presidencial reiniciada em 2007 representativa de uma simples continuidade ou de alguma mudança substancial frente ao modelo dominante até então (1995 a 2006).

7. A concepção a respeito dos descaminhos da economia brasileira neste período procura enfatizar a ideia de que muito contribuiu, para o aprofundamento da crise, o padrão de ajustamento macroeconômico efetuado no período 1979-1983. A respeito, ver Baer (1993), Belluzzo e Almeida (2002).

Nessa etapa inicial de desarticulação do modelo de desenvolvimento industrial, houve também a *ruptura do padrão de estruturação do mercado de trabalho*, que se refletiu inicialmente em cinco fenômenos interligados, a saber:

- no perfil setorial das ocupações urbanas localizadas no terciário (comércio e serviços);
- no alargamento dos segmentos considerados pouco estruturados do mercado de trabalho (trabalhadores sem carteira assinada, pequenos empregadores, trabalhadores por conta própria e trabalhadores não remunerados);
- na tendência à precarização ou perda de qualidade dos postos de trabalho (desassalariamento formal, comprometimento de direitos sociais, trabalhistas e previdenciários, jornadas de trabalho mais longas, remuneração oscilante no tempo, múltiplas fontes rendimentos etc.);
- na estagnação das remunerações provenientes do trabalho, em particular dos segmentos assalariados da estrutura ocupacional; e
- na piora distributiva funcional (repartição da renda entre rendimentos do capital e do trabalho) e pessoal (repartição dos rendimentos do trabalho entre os ocupados).

Um sexto e um sétimo elementos desestruturadores do mercado de trabalho – o aumento dos níveis de desocupação e desemprego aberto, e a mudança no padrão até então vigente de mobilidade social – viriam a se manifestar com maior intensidade somente nos anos 1990, incorporando-se a partir daí ao conjunto de fatores a caracterizar empiricamente o fenômeno da *desestruturação do mercado de trabalho brasileiro*.⁸

Três eventos econômicos particularmente importantes podem ser identificados como responsáveis pela alteração do cenário das decisões empresariais nos anos 1990. Em primeiro lugar, o retorno do Brasil ao circuito financeiro internacional, como receptor de recursos externos, depois de um longo período de estancamento dos fluxos na década de 1980. Em segundo, o processo de abertura comercial iniciado em 1990, depois de um longo período sob a vigência de um coeficiente relativamente baixo de importações, e com política cambial ativa em favor da geração de superávits comerciais. Finalmente, mas não menos importante, a estabilização

8. Para uma fundamentação teórica e empírica acerca do fenômeno da desestruturação, ver Medeiros e Salm (1994), Mattoso e Pochmann (1998), além de Cardoso Jr. (2001). Neste trabalho, vamos tão-somente considerar sete aspectos relacionados ao problema da desestruturação do trabalho, lembrando, no entanto, que uma oitava característica importante seria proceder a uma averiguação acerca dos diversos tipos de segmentação – rural x urbano; homem x mulher; branco x não branco; jovem x idoso – que se fazem presentes no mercado de trabalho brasileiro, através dos quais se verificam diversos graus de discriminação negativa que afetam as capacidades individuais de inserção setorial e ocupacional da força de trabalho.

relativa da moeda nacional, desde o segundo semestre de 1994, depois de um longo regime de alta inflação e várias tentativas frustradas de estabilização.

Do ponto de vista do mercado de trabalho, as transformações econômicas engendradas pelo movimento de abertura externa com recessão doméstica na maior parte dos anos 1990 agiram no sentido de aprofundar as inserções setoriais ligadas aos serviços prestados a empresas (serviços produtivos), comércio e transportes (serviços distributivos), serviços prestados às famílias (serviços pessoais) e serviços não mercantis (serviços diversos). Ao mesmo tempo, acentuaram-se as inserções ocupacionais dos assalariados sem carteira, trabalhadores autônomos, trabalhadores na construção para o próprio uso e na produção para autoconsumo, além de trabalhadores não remunerados.⁹

Esse panorama passou a revelar uma situação perversa em duplo sentido. Por um lado, as *novas inserções setoriais* seriam fruto mais da perda de dinamismo econômico da estrutura produtiva brasileira, que de seu reordenamento rumo a um novo padrão de desenvolvimento sustentável. Por outro lado, as *novas inserções ocupacionais* representariam muito mais estratégias de sobrevivência dos trabalhadores diante do colapso das alternativas de empregabilidade formal com proteção social, que uma livre escolha para alcançar ascensão profissional ou pessoal, ainda que muitas dessas novas atividades autônomas possam redundar em certo prestígio ou mesmo em rendimentos médios mais elevados nas fases ascendentes dos ciclos econômicos.¹⁰

2.2 Estado, mercado de trabalho e (des)proteção social: o ponto nevrálgico da situação atual

O quadro macroeconômico descrito até aqui deve ser complementado com o relato acerca da centralidade do Estado brasileiro na conformação da economia nacional e do seu mercado de trabalho. De fato, durante os últimos 30 anos, uma profunda e persistente crise tem modificado o padrão de intervenção do Estado. Durante o período anterior, foi sob o manto do Estado desenvolvimentista que se tomaram as mais importantes decisões de investimento da economia brasileira. Mas dada a natureza do relacionamento entre Estado e capitais privados no país, uma vez que colapsa a estrutura fiscal-financeira do Estado, colapsa também o elemento balizador/sinalizador mais importante de toda a economia.

Assim, depois das duas crises do petróleo nos anos 1970 (1973 e 1979) e da resposta americana elevando drasticamente a taxa de juros em 1979, a crise internacional contribuiria para intensificar a crise endógena da economia brasileira. Dado o mecanismo de transmissão da dívida externa em dívida interna, a crise apareceu primeiro como crise fiscal e tornou difícil o gerenciamento da política macroeconômica.

9. Uma descrição pormenorizada deste processo pode ser visto em Cardoso Jr. (1999).

10. Ver, a respeito, Castro e Dedecca (1998).

Esta situação compeliu o Estado a fazer um ajustamento fiscal permanente – fazendo cair a demanda agregada de origem pública – o que determinou um longo período de oscilação e incertezas para as novas decisões de investimento.

Por isso, esta crise da economia brasileira, vigente há praticamente 30 anos, manifestada e aprofundada pela crise geral do Estado (fiscal-financeira, de planejamento, gestão e regulação), engendrou uma crise de grandes proporções no mundo do trabalho, o que fez crescer, por sua vez, a crise social já existente. Ao mesmo tempo, a capacidade estatal de enfrentamento das questões sociais latentes se viu comprometida, fazendo com que a crise do mundo do trabalho aprofundasse o *horizonte* da desproteção social no país. É claro que esta situação foi parcialmente contrabalançada, na década de 1990, pela implementação de dispositivos constitucionais nos campos da saúde pública, previdência rural, assistência social e seguro-desemprego.¹¹ Mas o que aqui pretendemos enfatizar é que a crise instaurada no mundo do trabalho aponta para um horizonte de *desproteção previdenciária* no momento de entrada dessas pessoas na condição de inatividade, situação esta que não poderia, pela magnitude do problema, ser coberta pelos instrumentos de assistência social hoje disponíveis. Além disso, há no presente um *vazio de proteção social* aos trabalhadores *desregulados em idade ativa* que não encontram guarida adequada nem pelo conjunto de programas da assistência social, nem pelo conjunto de programas supostamente dirigidos à proteção do trabalhador, como o são os programas do abono salarial, seguro-desemprego, intermediação de mão de obra, qualificação profissional e concessão de microcréditos. Em síntese, nos anos 1990 o país adere a um movimento internacional que promete, a um só tempo, uma solução para a questão da instabilidade monetária e um encaminhamento para a questão da retomada do desenvolvimento econômico e social. Este, doravante, se daria mediante o alinhamento internacional do país ao movimento geral da globalização financeira e a implementação de um conjunto de reformas estruturais, como a reforma gerencial do Estado, a abertura comercial e financeira, a privatização do setor produtivo estatal e uma ampla reforma social, cujos eixos deveriam ser a desregulamentação trabalhista e a reforma da previdência social. Ainda que desde 2003 essas iniciativas tenham arrefecido, por conta dos próprios

11. Como se sabe, a Constituição de 1988 rompeu com a necessidade do vínculo empregatício-contributivo na estruturação e concessão de benefícios previdenciários aos trabalhadores oriundos do meio rural. Em segundo lugar, transformou o conjunto de ações assistencialistas do passado em um embrião para a construção de uma política de assistência social amplamente inclusiva, ao prever a Lei Orgânica da Assistência Social (Loas) e o arco de programas governamentais que lhe dão sustentação. Em terceiro, estabeleceu o marco institucional inicial para a construção de uma estratégia de universalização das políticas de educação fundamental e saúde. Nos três casos, há uma mudança qualitativa quanto ao *status* das políticas sociais relativamente a suas respectivas condições pretéritas de funcionamento. Além disso, ao propor novas e mais amplas fontes de financiamento, alteração esta consagrada na criação do orçamento da seguridade social, estabeleceu condições materiais objetivas para a efetivação e preservação dos novos direitos de cidadania inscritos na ideia de seguridade e na prática da universalização. Para um balanço crítico amplo e atual da Constituição de 1988, decorridos já 20 anos de sua promulgação, ver Oliven, Ridenti e Brandão (2008), Câmara dos Deputados (2008), Cardoso Jr. (2009).

embates internos ao governo Lula, muito já se avançou em direção a reformas de orientação liberal.

Vista de maneira ampla e retrospectiva, a reforma trabalhista levada a cabo entre 1995 e 2002 alterou aspectos importantes da legislação do trabalho até então em vigor. São medidas que praticamente perpassam todas as dimensões das relações trabalhistas e modificam o padrão pretérito de regulação. Em resumo, vale destacar:

- 1) Alterações nas condições de uso da força de trabalho, como a permissão de contratos por tempo determinado e a tempo parcial, além da criação do banco de horas extras, através do qual os empregadores processam o ajuste de horas a mais trabalhadas sem a necessidade de remunerá-las.
- 2) Alterações nas condições de remuneração, como a desindexação do SM da inflação passada, a substituição de qualquer política salarial pela livre negociação, num contexto francamente desfavorável aos trabalhadores, e a primazia da participação dos trabalhadores nos lucros e resultados das empresas, frente a negociações salariais que incorporassem ganhos de produtividade aos salários-base, sobre os quais incidem grande parte dos benefícios sociais, como o Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) e a própria contribuição previdenciária.
- 3) Alterações nas condições de proteção à força de trabalho, como o afrouxamento da fiscalização sobre as condições e relações de trabalho e a possibilidade de suspensão temporária do contrato de trabalho (e, portanto, dos seus custos) para atividades de requalificação do trabalhador.¹²

Por sua vez, com respeito às reformas na previdência social, há, em 1998, o desfecho da reforma previdenciária dirigida, sobretudo, aos trabalhadores vinculados ao regime geral urbano – Regime Geral de Previdência Social (RGPS). Em 2003, tem prosseguimento a reforma dos sistemas previdenciários dos servidores públicos (civis e militares). Em ambos os casos, o objetivo central é fortalecer os vínculos atuariais do sistema contributivo, seja por meio da exigência de tempo mínimo de contribuição (principal medida no caso do regime geral urbano), seja por meio de critérios mais rígidos de aposentadoria, e mesmo mediante a taxaço de inativos, no caso dos regimes próprios dos servidores públicos.¹³

Passados já mais de dez anos destes intentos reformistas, o país parece preso a uma situação que contrapõe estabilidade monetária a crescimento e crise do Estado a crise social latente, sem perspectivas de superação positiva no curto prazo.

12. Um tratamento completo destas questões pode ser visto em Krein (2001) e Oliveira (2002).

13. Acerca do conteúdo e significado das reformas no campo previdenciário, ver Ipea (2007 a 2010).

Em suma, uma situação na qual se pode visualizar uma transformação em curso no modelo de desenvolvimento que caracterizou a trajetória nacional ao longo do século XX, mas ainda sem que se possa vislumbrar o desfecho desta transição.

3 O MERCADO DE TRABALHO BRASILEIRO ENTRE A ÉGIDE LIBERAL DA DÉCADA DE 1990 E AS NOVAS POSSIBILIDADES CIVILIZATÓRIAS ABERTAS PELA PRIMEIRA DÉCADA DO SÉCULO XXI

A partir da linha de argumentação esboçada acima, é possível destacar três grandes continuidades históricas – ou heranças problemáticas da trajetória da economia brasileira – que ajudaram a conformar o quadro de restrições macroeconômicas das décadas de 1980 e 1990 no país.

A primeira refere-se a uma *instabilidade macroeconômica* radical. Em ambos os períodos, as principais variáveis do cálculo econômico (câmbio, juros, preços, salários) oscilaram violentamente, a ponto de impedir previsões econômicas seguras a respeito da evolução dos níveis de produto e emprego, com o que se exacerba o risco sistêmico e se aprisionam as decisões empresariais no curto prazo.

A segunda continuidade histórica reporta-se a uma *dinâmica de expansão segundo a lógica do stop and go*. Também em ambos os períodos, até mesmo por decorrência da instabilidade macroeconômica radical, instaura-se no país uma dinâmica capitalista truncada, que alterna, em curto espaço de tempo, pequenos ciclos de crescimento e recessão sem que se vislumbrem condições para um desenvolvimento sustentado.

A terceira remete a uma *oferta excedente de mão de obra*. Nessas duas últimas décadas do século XX, em paralelo ao colapso do padrão histórico de desenvolvimento brasileiro, processou-se também a reversão da tendência de estruturação do mercado de trabalho nacional. Esse fenômeno se sobrepôs à base já ampla e excedentária de mão de obra do país, relativamente a uma insuficiente e dependente pujança do nosso capitalismo tardio e periférico. Este fato exacerba a assimetria estrutural entre capital e trabalho, de modo a conformar-se em um dos mais importantes fatores a explicar a determinação do emprego e das relações de trabalho no período recente.

Em outras palavras, as considerações anteriores sugerem que, *em contextos macroeconômicos recessivos, tendo os agentes a percepção de tratar-se de um fenômeno duradouro, e na ausência ou ineficácia de amplas políticas públicas de garantia de renda e proteção social à população em idade ativa, a dinâmica de geração das ocupações passa a depender relativamente mais das condições de oferta que das de demanda por trabalho*. Não é à toa que as atividades geradas no comércio de rua e nos serviços pessoais estiveram entre as mais disputadas em período recente, a ponto de se atribuir ao segmento terciário a importante função de *colchão absorvedor* do excedente estrutural de mão de obra do país.

No debate brasileiro sobre os impactos das transformações dos anos 1990 sobre a economia e sobre o mercado nacional de trabalho, muito parece ter pesado a explicação segundo a qual a principal fonte de estrangulamentos macroeconômicos internos teria advindo da maior exposição do Brasil ao cenário de mudanças que ocorrem em âmbito mundial, resultado dos processos de reorganização técnico-produtivos e das novas formas de gestão empresarial, com rebatimentos inexoráveis no país em sua fase atual de crescente abertura e integração junto aos mercados centrais. Este novo cenário tenderia a acirrar o ambiente de competição entre os países e a tornar os métodos de produção mais homogêneos entre si, ou seja, fortemente incrementais de componentes poupadores de mão de obra pouco qualificada e fortemente absorvedores de informações e de alta tecnologia. Desta feita, ao governo não restaria muito que fazer no âmbito do mercado de trabalho, a não ser acelerar as reformas constitucionais em curso (previdenciária, administrativa, trabalhista, tributária etc.), como forma de criar um clima de confiança nos investidores privados (nacionais e estrangeiros), estes os principais responsáveis pelo crescimento econômico do país nesta nova fase. De seu lado, o governo tentaria investir nas atividades clássicas de um sistema público de emprego, a saber, intermediação e capacitação profissional da força de trabalho ativa, reservando um sistema de seguro-desemprego para aquela fração da população inevitavelmente desempregada pelo processo de ajuste microeconômico.

Em que pese a força de tais argumentos – e mesmo a sua real dose de influência na explicação dos fenômenos recentes – é preciso chamar a atenção para o fato de que, ainda que se reconheçam os impactos oriundos da esfera microeconômica sobre a reestruturação do mercado de trabalho, não é possível descartar o fato de o ambiente macroeconômico interno estar muito pouco propício ao enfrentamento do desemprego como fenômeno econômico e social de grandes proporções, com consequências adversas sobre o conjunto da população e da própria economia.

Num país como o Brasil, ainda prenhe de muitas carências sociais e com ausências importantes nos setores de infraestrutura urbana e social, problemas como os de taxas elevadas de desemprego aberto responderiam muito mais por uma diretriz de política macroeconômica que não procura contra-arrestar os efeitos já nocivos sobre o emprego de uma crise generalizada de demanda efetiva agregada. Em que pesem os efeitos de uma nova função-emprego, com baixa elasticidade produto-emprego, advinda do crescimento econômico contemporâneo pouco absorvedor de mão de obra, fruto dos processos microeconômicos de reestruturação técnico-produtivas, o certo é que ainda reside em taxas de crescimento econômico superiores às taxas de entrada da população em idade ativa (PIA) no mercado de trabalho, a forma por excelência de combate ao desemprego e à marginalização da população menos escolarizada.

Em suma, pode-se dizer que o principal aspecto a diferenciar as posições acima apontadas com respeito ao tema do (des)emprego contemporâneo no Brasil é a forma como cada lado do debate se posiciona em relação ao papel que o mercado de trabalho desempenha no ajuste macroeconômico. Para a primeira vertente apresentada, o problema do desemprego poderia ser resolvido com políticas que atuassem preponderantemente no âmbito do próprio mercado de trabalho, valendo-se de instrumentos clássicos de um sistema público de emprego, tais como intermediação e requalificação da força de trabalho. Em contraposição, a segunda das vertentes acredita que sem um nível adequado de crescimento econômico interno, gerador de novos postos de trabalho em quantidade suficiente, as primeiras políticas perderiam a eficácia e o próprio sentido de sua existência.

3.1 O mercado de trabalho entre 1995 e 2010

O mercado de trabalho nacional passou por algumas modificações profundas entre 1995 e 2010, quase todas influenciadas diretamente pelo cenário macroeconômico mais geral. Na verdade, é perceptível, neste período, a existência de três momentos claramente discerníveis, através dos quais se nota, de fato, que o mercado de trabalho reflete, em grande medida, o comportamento ditado pelas políticas públicas do período.¹⁴

Entre 1995 e o final de 1998, num ambiente macroeconômico marcado por sobrevalorização cambial e diferencial positivo e elevado entre as taxas de juros domésticas e internacionais, as principais variáveis do mercado de trabalho nacional sofreram um processo intenso de deterioração. Os níveis absolutos e relativos de desemprego aumentaram, bem como a informalidade das relações contratuais e a desproteção previdenciária para amplos segmentos do mercado de trabalho urbano, enquanto os níveis reais médios de renda do trabalho e a sua distribuição pioraram.

Já entre a desvalorização cambial de 1999 e meados de 2003, apesar do arranjo de política econômica restritivo (câmbio semiflutuante, superávits fiscais expressivos, taxas de juros elevadas e metas rígidas de inflação), a economia brasileira operou num contexto de comércio internacional favorável, o que permitiu certo arrefecimento das tendências anteriores para as principais variáveis do mercado de trabalho. Os níveis absolutos e relativos de desemprego pararam de subir no mesmo ritmo que antes, a informalidade das relações de trabalho e o grau de desproteção previdenciária arrefeceram (mas em patamares muito elevados), e, enquanto os níveis médios de renda real do trabalho continuaram a cair para a maior parte das

14. Especificamente sobre a primeira fase do Plano Real (1995-1998), ver Belluzzo e Almeida (2002). As relações entre a economia e o mercado de trabalho podem ser vistas em Mattoso e Pochmann (1998). Dois trabalhos interessantes e em perspectiva crítica aos rumos especificamente da política macroeconômica do primeiro governo Lula podem ser vistos em Paula (2005) e Carneiro (2006).

categorias ocupacionais, a distribuição dos rendimentos começou a esboçar uma pequena melhora, sobretudo depois de 2001.

Por fim, no período 2004-2010, a despeito de o arranjo de política macroeconômica manter-se praticamente inalterado, a pujança do comércio exterior, a importante expansão das várias modalidades de crédito, os aumentos do SM à frente da inflação e a expansão das políticas sociais, combinadas a pequenas reduções nos patamares de juros internos, tornaram possível uma reação positiva do mercado de trabalho a estímulos até certo ponto tímidos da política econômica. Evidenciava-se tanto a relação de causalidade entre cenário macroeconômico e variáveis cruciais do mundo do trabalho, como o potencial multiplicador implícito entre essas duas dimensões. A taxa de desemprego aberto, o grau de informalidade das relações de trabalho e o grau de desproteção previdenciária esboçaram uma diminuição, enquanto o nível de remunerações da base da pirâmide social parou de cair em 2004, elevando-se ligeiramente desde então, o que contribuiu para prolongar o processo de redução das desigualdades de renda em bases mais virtuosas.¹⁵

3.2 O mercado de trabalho depois da mudança cambial de 1999

Desde que o Brasil abandonou, em janeiro de 1999, a âncora cambial que servia de principal suporte à estabilização monetária, a política econômica tem se ancorado na seguinte combinação: câmbio semiflutuante, superávits fiscais expressivos, taxas de juros elevadas e metas rígidas de inflação. Embora não haja comprovação teórica nem evidência empírica definitiva sobre a necessidade do dito superávit fiscal, muito menos acerca do seu tamanho percentual no PIB, parece haver uma crença generalizada nos meios governamentais mais influentes, empresariais e midiáticos de que ele é condição fundamental para a estabilidade, na medida em que isso aumentaria a confiança dos investidores privados e refinanciadores da dívida pública na capacidade de o governo federal honrar, periodicamente, seus compromissos financeiros. Portanto, a aceitação do superávit fiscal primário como condição para o controle inflacionário dependeria mais das convenções estabelecidas entre os agentes relevantes do que propriamente de algum fundamento macro ou microeconômico inerente ao sistema. De qualquer modo, com o dito superávit fiscal em curso, estariam dados, na visão convencional e dominante sobre o assunto, os fundamentos macroeconômicos mínimos para a adoção de um regime de metas de inflação, considerado pelos condutores da política econômica como o mais adequado à sustentabilidade da estabilização monetária.

15. A eclosão da crise internacional em 2008-2009 fez, no caso brasileiro, apenas desacelerar – em vez de interromper – o movimento de reestruturação em curso do seu mercado de trabalho. Tanto que já em 2010 as informações disponíveis apontam para uma retomada da trajetória vigente desde 2004 de recuperação dos principais indicadores de ocupação, formalização, remuneração e distribuição.

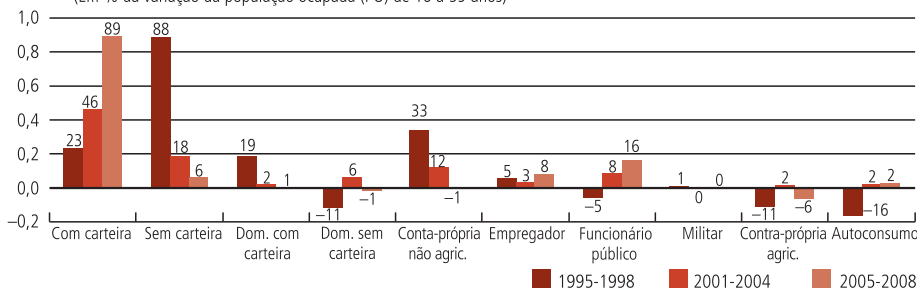
De acordo com muitos críticos deste modelo, o uso à exaustão da política monetária com vistas a salvaguardar a estabilidade dos preços tem se mostrado um instrumento pouco eficaz para compatibilizar objetivos tão díspares quanto complexos. A permanência de taxas de juros em patamar elevado por longos períodos tem limitado o potencial de crescimento da economia, ajudado a atrair capital estrangeiro especulativo, valorizando em demasia a moeda nacional frente ao dólar e feito crescer de forma abrupta o endividamento financeiro do setor público. Neste quadro, não é de estranhar que prevaleça uma rígida subordinação das condições de funcionamento do mercado de trabalho à primazia da política econômica em curso. Além do alto custo fiscal que advém desta estratégia, que obriga o governo federal a esterilizar e transferir recursos do lado real da economia (como o são, por exemplo, os investimentos e os gastos sociais) para a dívida pública, há efeitos perversos que se manifestam tanto na desaceleração do ânimo capitalista para novos investimentos, como na valorização cambial que reduz o saldo exportador, dois dos motores mais importantes para uma estratégia de crescimento econômico e formalização do mercado de trabalho, como se verá na sequência.

Em linhas gerais, portanto, pode-se dizer que, a despeito da combinação adversa de câmbio e juros, que por sinal está na raiz das baixas taxas de crescimento do PIB durante praticamente todo o ciclo do real, houve um miniciclo de crescimento nos últimos anos cujas causas estão na origem do movimento recente de recuperação do emprego formal.¹⁶ O gráfico 2 revela a magnitude desta recuperação.

GRÁFICO 2

Brasil: contribuição de cada categoria ocupacional à variação da população ocupada, de 16 a 59 anos de idade, em períodos selecionados – 1995-1998, 2001-2004, 2005-2008

(Em % da variação da população ocupada (PO) de 16 a 59 anos)



Fonte: IBGE/PNAD/Microdados (vários anos).

Nota: A PO de 16 a 59 anos de idade registrou, entre 1998 e 1995, aumento de 1.321.622 (2,2%); entre 2001 e 2004, aumento de 7.290.966 (10,7%); e entre 2008 e 2005, aumento de 5.223.588 (6,8%).

16. Segundo Dedecca e Rosandiski (2006, p. 178): "São claros os sinais de relação positiva entre recuperação econômica e recomposição do mercado de trabalho, que, por consequência, desfazem o mito da impossibilidade do país restabelecer capacidade de crescimento e de geração ponderável de novas ocupações. Refuta-se, inclusive, um dos pilares da tese da 'inempregabilidade' defendida pelo presidente Fernando Henrique, que argumentava sobre a inevitabilidade do enxugamento brusco da ocupação industrial pela modernização tecnológica da economia globalizada" (DEDECCA; ROSANDISKI, 2006, p. 178).

Dentre os principais fatores responsáveis por tal movimento, parece apropriado destacar ao menos cinco deles, sem a pretensão de esgotar outras possibilidades.¹⁷ É importante mencionar que, embora cada um desses fatores tenha uma existência e uma contribuição independente dos demais para o fenômeno em tela, na prática eles parecem estar agindo em simultâneo, e em direção contrária às restrições impostas pela combinação câmbio/juros apontada acima, de sorte que, na presença de um arranjo mais favorável de política macroeconômica, as chances de crescimento do PIB e de intensificação do movimento de formalização do mercado de trabalho poderiam ter sido ainda maiores.¹⁸

3.2.1 Aumento e descentralização do gasto público social

O aumento e a descentralização do gasto social federal foram dois movimentos importantes que ganharam impulso a partir da Constituição de 1988, trazendo rebatimentos virtuosos em várias dimensões. Entre os mais relevantes para o desafio de uma melhor estruturação do mundo do trabalho estão a expansão dos serviços sociais básicos, particularmente em saúde e educação, e o alargamento da cobertura previdenciária e assistencial, com o conseqüente aumento das transferências monetárias, especialmente daquelas vinculadas ao SM. Também significativa foi a expansão dos programas de apoio e proteção aos trabalhadores, como a intermediação de mão de obra, o seguro-desemprego e o abono salarial, além dos programas de geração de trabalho e renda alavancados com recursos dos fundos públicos – Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), FGTS, fundos constitucionais etc.

Tomando em conta informações sistematizadas pelo Ipea a partir dos dados do Sistema Integrado de Administração Financeira do Governo Federal (Siafi), tem-se um salto dos gastos sociais de origem federal, do patamar dos R\$ 190 bilhões em 1995 para a casa dos R\$ 430 bilhões 15 anos depois.¹⁹ Como proporção do PIB, isso significou um incremento real praticamente contínuo ao longo do tempo, fazendo este item de despesa passar de algo como 11% para cerca de 15% do PIB.²⁰ Em todas as áreas do gasto que se queira ver, há indícios de expansão e sustentação da ocupação geral associada ao dispêndio público de natureza social, e do emprego formal (CLT e estatutário) em particular.

17. Para os interessados em se aprofundar no assunto, há uma série de trabalhos recentes que procuram descrever estatisticamente este fenômeno recente de formalização do emprego no Brasil. Em particular, ver IBGE (2005, 2006), MTE (2005), Costanzi (2004), Ramos e Ferreira (2006), Cardoso Jr. (2007).

18. Também é importante salientar que alguns dos fatores abaixo elencados vêm agindo de forma mais permanente já há alguns anos, enquanto outros trazem uma contribuição mais explícita no tempo presente, daí a dificuldade em estabelecer relações causais muito diretas, e daí a necessidade de aprofundar os estudos sobre os determinantes do emprego formal, buscando, talvez, decompor a contribuição de cada fator à geração total de postos de trabalho formais, com vistas a uma atuação mais eficaz da política pública.

19. Em particular, ver Ipea (2007 a 2010).

20. Se considerados os gastos das três esferas de governo, estima-se um percentual próximo de 22% do PIB em 2009.

No caso dos gastos que se convertem em expansão das redes de serviços sociais, como em educação e saúde, há em geral um incremento direto do pessoal ocupado com vinculação formal, cuja característica crucial para o mercado laboral é serem postos de trabalho permanentes e cumulativos no tempo, pois as redes de serviços aos quais pertencem apenas podem se expandir na horizontal. A renda nominal derivada dessas ocupações também possui uma característica permanente e cumulativa, o que, por sua vez, é um importante fator de sustentação dos segmentos privados do comércio e dos serviços locais.

Já no caso dos gastos que tomam a forma de transferências monetárias diretas a portadores de direitos sociais, é provável que haja algum incremento indireto na ocupação em geral, derivado do fato de que esta renda também desfruta de uma natureza permanente, regular e previsível no tempo, fatores importantes de sustentação das demandas locais por serviços privados e comércio. Ademais, como essa categoria de gasto social tende a ter um perfil redistributivo relevante quanto à faixa de renda dos beneficiários e quanto ao tamanho dos municípios em que vivem, essa massa monetária proveniente dos vários programas de garantia de renda converte-se em fator de estabilidade e previsibilidade para as decisões empresariais privadas que dependem do consumo popular para se efetivarem, caso, mais uma vez, dos serviços privados e do comércio local.

Exemplos desse tipo de impacto na ocupação geral, derivado de aumentos do gasto social, são mais difíceis de serem obtidos estatisticamente, posto serem resultado indireto (mas seguro) da conversão em consumo daquela massa monetária advinda das políticas e programas de garantia e transferência de renda. Apesar disso, vale apresentar abaixo um conjunto de informações que dá conta da enorme expansão desse tipo de gasto, tão mais significativo para o nosso argumento quanto mais pulverizado ele estiver sendo, em número de famílias ou de pessoas beneficiárias e em número de municípios contemplados.

Começando pelas políticas previdenciária e assistencial, o ponto de partida é um patamar de cobertura já bastante elevado em 1995 e uma expansão ainda expressiva desde então. O patamar já elevado de cobertura em 1995 se explica pela entrada em vigor, poucos anos antes, dos dispositivos constitucionais relativos à previdência rural e à Lei Orgânica da Assistência Social (Loas). Já a expansão subsequente se explica, no caso da previdência, pela dinâmica demográfica de envelhecimento, em consonância aos direitos vigentes de acesso às aposentadorias e pensões e pela própria expansão da população ocupada segurada (assalariados com carteira e segurados especiais) que usufrui de diversos benefícios temporários, como o salário-maternidade e os auxílios para doença e acidentes de trabalho, entre outros. No caso dos benefícios assistenciais, devem ser consideradas tanto a dinâmica de envelhecimento em condições de pobreza, já que este benefício é

concedido apenas a pessoas com renda domiciliar *per capita* inferior a um quarto do SM mensal, como a entrada em vigor do Estatuto do Idoso, que desde 2004 rebaixou para 65 anos a idade mínima para obtenção do Benefício de Prestação Continuada (BPC)/Loas.

Nos casos de todos os beneficiários da assistência social, e de algo como dois terços dos beneficiários totais da previdência, alarga-se a cobertura efetiva, sobretudo à população idosa, que passa a dispor de um SM mensal, em caráter vitalício e regular. Daí a importância da vinculação e dos ganhos reais do SM no período recente, pois da combinação “aumento da cobertura mais elevação real do valor-piso dos benefícios” resulta um incremento significativo da massa monetária – de origem pública e caráter permanente – com alto poder redistributivo junto aos municípios menores e junto aos segmentos mais pobres da população. Além do valor intrinsecamente social e ético desta situação, ela ajuda a sustentar a renda e a demanda local, dando lastro real a possíveis planos de expansão de novas contratações, inclusive formais, por parte de empresários atuantes nos setores terciários (comércio e serviços).²¹

Dois outros programas governamentais de natureza constitucional são o seguro-desemprego e o abono salarial. Ambos se enquadram nesta mesma categoria de gasto social diretamente transferido sob a forma monetária para seus beneficiários, cumprindo, portanto, o mesmo papel relatado acima para as políticas previdenciária e assistencial de garantia e transferência de renda. Estes dois programas também tiveram forte expansão ao longo dos últimos anos.

Em síntese, houve expansão vigorosa no ritmo de concessão de benefícios para ambos os conjuntos de programas, os do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS) e os do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE). No primeiro caso, as taxas de crescimento foram as seguintes: 37% entre 1994 e 1998, 22% entre 1999 e 2003, e 28% entre 2004 e 2008, segundo dados agregados do Ministério da Previdência Social (MPS), os quais consideram, neste caso citado, o total de benefícios previdenciários e assistenciais, rurais e urbanos. Estes percentuais equivaleram a montantes da ordem de 15,2 milhões de benefícios pagos em 1994 e 26,1 milhões em 2008.

No caso do MTE, as taxas de crescimento relativas às quantidades de benefícios pagos em nome do abono salarial e do seguro-desemprego, considerados conjuntamente, foram de: -1,7% entre 1994 e 1998, 39% entre 1999 e 2003, e 59% entre 2004 e 2008, segundo informações do MTE. Tais percentuais significaram 5,1 milhões de abonos e 4 milhões de seguros pagos em 1994, contra 14,8 milhões de abonos e 7,2 milhões de seguros pagos em 2008.

21. Tem praticamente o mesmo significado a expansão das transferências condicionadas de renda. A diferença é que, dentre seus beneficiários, mais de 11 milhões de famílias desde 2006, predominam pessoas economicamente ativas, em sua maior parte ocupadas em relações de trabalho informais, sem vinculação previdenciária, cuja renda monetária ou inexistente ou é insuficiente para garantir o mínimo de bem-estar a seus membros.

Somados os números de benefícios pagos em 2008 (26,1 milhões de benefícios permanentes emitidos pelo INSS e 22 milhões de benefícios temporários pagos pelo MTE), além das cerca de 11 milhões de famílias beneficiárias do Programa Bolsa Família (PBF), chegamos a algo como 60 milhões de pessoas e/ou famílias, através das quais o Estado teria injetado aproximadamente R\$ 300 bilhões a preços de 2008 na economia. É plausível supor que todo esse valor tenha se convertido em consumo corrente de bens e serviços ao longo daquele ano, um importante vetor de demanda agregada – de origem pública e perfil redistributivo – na composição final do PIB brasileiro.

Com isso, seja por um aumento (regionalmente descentralizado) do pessoal empregado diretamente pelo Estado, seja pelos empregos indiretos que se sustentam a partir do gasto social monetário, o fato é que há atualmente um importante vetor de sustentação da ocupação, com fortes possibilidades de formalização, cuja característica distintiva é depender menos do ciclo econômico e mais da implementação continuada e da descentralização federativa das diversas políticas sociais em curso.²²

3.2.2 Expansão e diversificação do crédito interno

Dentre os fatores de mais curto prazo relacionados com o miniciclo de crescimento econômico recente e com a recuperação do nível geral de ocupação e do próprio emprego formal está o movimento de expansão das operações de crédito do sistema financeiro nacional (SFN).²³ Essa é uma variável explicativa crucial das tendências econômicas recentes, e embora os nexos causais do crédito para o emprego não sejam automáticos, é possível constatar, a partir de dados obtidos junto ao Banco Central do Brasil (BCB), um movimento robusto de expansão do volume total do crédito no triênio 2004-2008, puxado por captações do setor

22. Essas considerações são convergentes com os resultados de outra pesquisa recente sobre a distribuição regional do emprego formal, conduzida por Pochmann (2005). Segundo este autor, houve desconcentração do emprego formal rumo aos municípios de menor densidade populacional, menor receita tributária *per capita* e menor Índice de Desenvolvimento Humano (IDH), fenômeno que, no entanto, não teria condições de se sustentar por muito tempo. Entretanto, segundo nossa própria forma de ver o problema, essa conclusão precisaria ser ponderada por pelo menos dois aspectos: *i*) independentemente de quantos e quais fatores propulsores do atual quadro de geração de empregos formais existam, para concluir de forma pessimista sobre eles é preciso antes verificar o grau de sustentabilidade temporal de cada um, sabendo de antemão que cada fator explicativo possui um conjunto de causas anteriores que lhe dão mais ou menos sustentação ao longo do tempo; *ii*) o fato de o emprego formal ter crescido proporcionalmente mais nos municípios menores e mais pobres, engendrando um perfil ocupacional marcado por escolaridade média mais elevada, mas alta rotatividade e baixos rendimentos, não deveria ser visto, *a priori*, como sinal de desestruturação do mercado de trabalho, desde que, é claro, essas novas ocupações representem inserções de melhor tipo na estrutura produtiva, independente de estarem localizadas majoritariamente no setor terciário (comércio e serviços). Se for este o caso e, sobretudo, se elas possuírem alto grau de sustentabilidade temporal, então todo esse movimento de expansão mais que proporcional do emprego formal rumo aos menores e mais pobres municípios não terá sido em vão. Ao contrário, poderá fazer parte de um processo virtuoso de desconcentração da estrutura produtiva e também de diminuição das desigualdades regionais e sociais.

23. Em especial, ver BCB (2005).

privado empresarial e por captações das pessoas físicas.²⁴ Ambas as rubricas mais do que compensaram as sucessivas quedas de participação do setor público nas operações totais de crédito do país, fazendo o volume total aproximar-se da casa dos R\$ 700 bilhões em 2008.

Esse montante teria representado algo como 30% do PIB, a preços de 2008, percentual que praticamente faz o volume de crédito retornar ao patamar dos primeiros anos do Plano Real. Olhando os dados por setor de atividade, e frente a três subperíodos selecionados (FHC 1, FHC 2 e Lula 1), tem-se que a dinâmica do crédito responde fortemente a decisões políticas.

Não é outra a conclusão que se tira das taxas de variação das operações totais de crédito entre 1995 e 1998, 1999 e 2002 e 2003 e 2006, as quais decresceram 4,8% no primeiro mandato de FHC, estagnaram-se no segundo, e depois recuperaram-se em 42% no primeiro governo Lula. Mais interessante é ver que a recuperação foi significativa em todos os setores, com destaque para os seguintes movimentos: *i*) forte ampliação do volume e diversificação das modalidades de crédito a pessoas físicas, fatores que permitiram, somente no subperíodo 2003-2006, um incremento de quase 100% no volume de operações; *ii*) inversão de sinal em três setores econômicos de grande importância para a geração de empregos, como o são o setor rural – crédito agrícola e forte expansão do Programa Nacional de Fortalecimento da Agricultura Familiar (PRONAF), o setor habitacional (recuperação de investimentos com recursos do FGTS) e o setor público (empresas estatais e três níveis federativos); e *iii*) importantes adições de crédito aos setores comercial, de serviços e industrial; neste último caso, embora de apenas 8,6% entre 2003 e 2006, mas partindo de um patamar muito superior ao dos demais setores considerados.

Em todos os casos, há forte correlação entre os movimentos de expansão das operações de crédito e o esboço de recuperação econômica do triênio 2004-2006, a qual aponta para um incremento das taxas de investimento na composição final do PIB pela ótica da demanda. Também há correlação positiva entre essa expansão recente do crédito e o nível de ocupação da força de trabalho, sendo que aquela que se assalaria com carteira neste processo tende a ter maiores chances de sustentabilidade no tempo. Isto porque esses novos postos de trabalho, gerados a partir do crédito, tiveram por trás vetores da demanda empresarial e pública, e não aqueles

24. Para um exemplo de correlação entre empréstimos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), desempenho econômico, nível de contratação e de remuneração, ver Torres Filho e Puga (2006). Neste exercício, os autores constataram, para o período 2001-2005, que as empresas apoiadas pelo BNDES contrataram mais e pagaram melhores salários que as não apoiadas. Ademais, esses resultados foram proporcionalmente mais expressivos quanto menor o tamanho dos estabelecimentos pesquisados. Em termos dos empregos formais gerados, as microempresas apoiadas pelo BNDES viram seu estoque de trabalhadores crescer 19% entre 2001 e 2005, contra tão-somente 6,5% das microempresas não apoiadas. As pequenas e médias empresas, por sua vez, tiveram expansão de 8,2% e de 6,2% no estoque de trabalhadores no mesmo período, contra taxas de 1% e de 1,9%, respectivamente, para empresas não apoiadas pelo banco. Por fim, as grandes empresas viram crescer em 3,7% o número de trabalhadores entre 2001 e 2005, contra uma expansão de apenas 1,9% das grandes empresas não apoiadas.

imperativos de sobrevivência que caracterizam a ocupação por conta própria. Por este motivo, a expansão e a diversificação do crédito são fatores importantes a explicar por que, nos dados do gráfico 2, registra-se aumento de participação do emprego formal e queda do trabalho por conta própria no período recente.

3.2.3 Aumento e diversificação do saldo exportador

Outro fator que pode ser considerado de curto prazo na explicação do atual cenário de expansão das ocupações e de alargamento do emprego formal relaciona-se com uma maior e mais firme participação do comércio exterior brasileiro na composição do PIB. A partir de informações do BCB sobre a balança comercial brasileira na era do real, tanto importações como exportações passaram a crescer de maneira mais sustentada desde 1999, sendo que entre 2003 e 2007 as exportações aceleraram o ritmo de crescimento frente às importações, dando origem a um expressivo saldo comercial positivo.²⁵ O saldo, no entanto, veio a reduzir-se posteriormente, em função da grande sensibilidade das exportações ao câmbio (sobrevalorizado), ainda uma fraqueza no arranjo macroeconômico vigente.

O resultado desse incremento geral das exportações foi uma expansão de ocupações agrícolas, sobretudo depois da desvalorização cambial de 1999, que também se relaciona com o aumento do crédito junto ao setor rural. Embora setores agrícolas e agroindustriais de exportação tendam mais a desempregar que empregar trabalhadores, é possível que a força de trabalho remanescente esteja ficando empregada com carteira. Por outro lado, há uma expansão de ocupações agrícolas, em grande medida informais, que deriva na verdade do alargamento da fronteira agrícola e de algum refluxo migratório vindo de médias e grandes cidades.

Mas o aumento das exportações também atingiu parte dos segmentos industrial e comercial, com rebatimentos positivos em termos de empregos formais. Na verdade, constatou-se em pesquisa recente que as empresas exportadoras contínuas geraram mais empregos do que as empresas similares não exportadoras.²⁶ Uma possível explicação para isso é que, a despeito dos maiores ganhos de produtividade dentre as exportadoras, as que permanecem no mercado por períodos mais longos acabam ganhando mais espaço e empregando mais trabalhadores (em geral assalariados com carteira) que as empresas não exportadoras ou aquelas de menor produtividade.

De qualquer modo, o fato é que o tipo de emprego direto gerado a partir da demanda por exportações tende, tanto quanto aquele gerado a partir da expansão do

25. Em especial, ver BCB (2005 e 2008).

26. A respeito, ver De Negri *et al.* (2006, p. 26-31). Neste trabalho, os autores chegam às seguintes taxas de crescimento do emprego formal nas firmas brasileiras, entre 2000 e 2004: firmas totais (19%), as quais foram decompostas em: multinacionais (8%), exportadoras (14%), exportadoras contínuas (17%), industriais (19%) e industriais com mais de 500 funcionários (29%).

crédito, a ser de maior durabilidade e de melhor qualidade, tendo na formalização dos contratos de trabalho um dos seus principais atributos. Por outro lado, a pujança das exportações pode ser afetada negativamente pelo movimento de apreciação da moeda nacional frente ao dólar, o que reforça a necessidade de se readequar a estratégia de condução macroeconômica para a relação câmbio/juros no país.

3.2.4 Regime tributário simplificado para micro e pequenas empresas

Com a instituição de um regime de desoneração e simplificação tributária adotado para as micro e pequenas empresas do país, tem-se desde 1996 um fator explícito de incentivo à formalização e ao fortalecimento desses pequenos negócios.²⁷ Ainda que as pesquisas até agora empreendidas sobre este assunto não tenham podido afirmar que, na ausência do Sistema Integrado de Pagamento de Impostos e Contribuições das Microempresas e das Empresas de Pequeno Porte (Simples), o conjunto de micro e pequenas empresas teriam tido desempenho inferior ao observado desde sua presença, há indícios estatísticos fortes de que este sistema tributário simplificado tenha sido compatível com a ampliação das oportunidades legais de formalização dos pequenos empreendimentos e dos seus respectivos vínculos empregatícios.²⁸

Pelo menos é isso que se verifica a partir dos dados da Guia de Recolhimento do FGTS e Informações à Previdência Social (GFIP) para o período 1999-2005, que nos informam acerca de um processo mais intenso de criação e/ou adesão de vínculos empregatícios e de estabelecimentos optantes do Simples, *vis-à-vis* os não optantes.²⁹ Embora parte dessa diferença possa ser atribuída ao fato de que há uma dinâmica mais frenética de criação e destruição de micro e pequenas empresas, *vis-à-vis* às médias e grandes, não deixa de ser surpreendente verificar que, entre 1999 e 2005, enquanto a quantidade de estabelecimentos optantes pelo Simples variou 74,1%, a quantidade de estabelecimentos não optantes o fez no percentual de apenas 8,4%. No mesmo intervalo de tempo, enquanto a quantidade de vínculos empregatícios formais, associados aos estabelecimentos optantes do Simples cresceu 60,4%, a mesma taxa foi de tão-somente 39,9% nos estabelecimentos não optantes.

27. O Simples foi instituído pela Lei nº 9.317/1996. No início, ela estabeleceu que apenas as microempresas com faturamento anual bruto de até R\$ 120 mil e as empresas de pequeno porte com faturamento anual bruto entre R\$ 120 mil e R\$ 720 mil poderiam aderir ao sistema. Depois, por meio da Lei nº 9.732/1998, foi elevado para R\$ 1,2 milhão o limite de faturamento das pequenas empresas. Agora, desde a Lei nº 11.196/2005, os limites de faturamento anual bruto foram duplicados para R\$ 240 mil no caso das microempresas e para R\$ 2,4 milhões no caso das empresas de pequeno porte.

28. Pelo menos é essa a conclusão de um estudo recente sobre o assunto, tal qual pode ser encontrado em Delgado *et al.* (2007, p. 42), ou seja: "(...) não temos elementos empíricos suficientes para sustentar a tese de que a ausência de tributação facilitada provocaria involução no sistema, mas sim de que sua presença é consistente com a reprodução e pequena melhoria nos indicadores de desempenho daqueles que optaram".

29. Em especial, ver os *Anuários Estatísticos* da Previdência Social. Infelizmente, estudos empíricos buscando investigar as correlações e causalidades do Simples na formalização da ocupação ainda são escassos na literatura acadêmica, motivo pelo qual os dados – e os argumentos – utilizados neste texto referem-se apenas ao período 1999-2005, não tendo sido possível – para fins deste capítulo – atualizá-los a tempo.

Tanto no caso do número de estabelecimentos declarantes da GFIP como no dos seus respectivos vínculos formais registrados, ainda que continue havendo no Brasil uma alta taxa de mortalidade de empresas e postos de trabalho, parece que ela está sendo tendencialmente superada por uma taxa de natalidade um pouco maior. No período 1999-2005, a quantidade total de estabelecimentos teve acréscimos importantes nos biênios 2000-2001 e 2003-2004, muito embora isto tenha sido devido proporcionalmente mais aos estabelecimentos optantes do Simples que aos não optantes. Por outro lado, se for possível associar parte deste aumento dos estabelecimentos optantes ao reenquadramento das pequenas empresas na lei, proporcionado pela elevação do faturamento anual máximo permitido (o qual passou, em 1998, de R\$ 720 mil para R\$ 1,2 milhão), então é de se esperar que a pequena queda de estabelecimentos optantes ocorrida em 2005 seja facilmente recuperada nos anos subsequentes, pois nesse ano houve outra alteração legal substantiva, fazendo os limites de faturamento dobrarem, respectivamente, de R\$ 120 mil para R\$ 240 mil no caso das microempresas, e de R\$ 1,2 milhão para R\$ 2,4 milhões no caso das empresas de pequeno porte. Se isto ocorrer em relação ao número de estabelecimentos optantes pelo Simples, certamente haverá um efeito positivo também em relação ao número de vínculos formais. Estes estabelecimentos empregaram, na média do período 1999-2005, algo como 3,5 trabalhadores com vínculo formal, o que significa que para cada 100 novos estabelecimentos optantes pelo Simples, é de se esperar cerca de 350 novos vínculos empregatícios em média.

Mais incertas são as fontes de criação de novos estabelecimentos não optantes, pois esta depende proporcionalmente mais da própria trajetória de crescimento da economia e dos fatores que lhe dão sustentação no longo prazo, como o aumento e descentralização do gasto público efetivo, a expansão e diversificação do crédito interno e do saldo exportador, o equacionamento da armadilha câmbio/juros etc. Ainda que em ritmo mais lento que a multiplicação dos estabelecimentos optantes pelo Simples, é importante que se recupere a dinâmica de criação e sustentação de novos estabelecimentos não optantes, dentre outros motivos, pelo simples fato de que eles, por serem em geral maiores, empregam proporcionalmente mais trabalhadores. Na média do período 1999-2005, cada estabelecimento não optante foi responsável pela manutenção de algo como 13,2 postos de trabalhos, vale dizer: para cada 100 novos empreendimentos deste tipo, seriam gerados em média 1.320 novos vínculos formais de trabalho no país, quase quatro vezes mais que os empregos criados pelos estabelecimentos optantes do Simples.

Esta diferença no multiplicador potencial de empregos dá origem a uma diferença de patamar entre os dois tipos de estabelecimentos aqui considerados, no que tange ao estoque de vínculos empregatícios de cada um. Computados no período 1999-2005, enquanto o total de vínculos formais passa de um patamar de

4 milhões para perto de 6 milhões, entre os estabelecimentos optantes do Simples esse patamar salta da casa dos 14 milhões para mais de 19 milhões de vínculos entre os estabelecimentos não optantes. De todo modo, em ambos os casos, a notícia importante é que o estoque de estabelecimentos e de vínculos formais mantidos ano a ano tem demonstrado certa tendência de crescimento. Ao menos no período 1999-2005, foram criados mais estabelecimentos e empregos formais que destruídos, o que ajuda a explicar o movimento recente de formalização do emprego e suas condições de sustentação ao longo do tempo.

3.2.5 Melhora das ações de intermediação de mão de obra e de fiscalização do MTE

Por fim, um último aspecto relacionado – neste caso, diretamente – ao movimento recente de recuperação do emprego formal é a melhora da gestão do MTE sobre as ações de intermediação de mão de obra e fiscalização das condições e relações de trabalho.

No que se refere ao primeiro ponto, informações do MTE dão conta de que a atratividade do serviço de intermediação de mão de obra cresceu muito junto aos trabalhadores, sobretudo depois de 1999. E embora o mesmo não tenha ocorrido com a mesma intensidade junto às empresas que ofertam suas vagas pelo Sistema Nacional de Emprego (Sine), houve uma melhora no indicador relativo à colocação de trabalhadores no mercado, cuja taxa passou do patamar de 40% no subperíodo 1995-1999 para a casa dos 52% em 2005, e declinando posteriormente para o patamar anterior até 2008, conforme dados do MTE.³⁰ Apesar disso, o percentual de trabalhadores inseridos pelo Sine no mercado de trabalho ainda é muito baixo frente ao total de trabalhadores anualmente admitidos em relações formais, segundo o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED)/MTE. Esta taxa, embora tenha apresentado certo crescimento ao longo do tempo, em nenhum ano da série chegou a ultrapassar a casa dos 9%, tendo estado na verdade entre 6% e 7% no triênio 2006-2008.

Com relação à segunda dimensão, que considera a possibilidade de ter havido uma gestão mais eficaz do MTE no gerenciamento do mercado formal de trabalho, percebe-se, também com base em informações do MTE, um incremento mais que proporcional de trabalhadores registrados sob ação fiscal que de empresas fiscalizadas, ao longo do período 1996-2006.³¹ Os primeiros quase dobraram de patamar entre as médias dos subperíodos 1996-1998 e 1999-2002, passando de 283,8

30. Ver, em MTE (2005), informações estatísticas disponíveis no site.

31. Infelizmente, estudos empíricos buscando investigar as correlações e causalidades da fiscalização na formalização da ocupação ainda são escassos na literatura acadêmica, motivo pelo qual os dados – e os argumentos – utilizados neste texto referem-se apenas ao período 1996-2006, não tendo sido possível – para fins deste capítulo – atualizá-los a tempo. Adicionalmente, é preciso dizer que impactos positivos da fiscalização do trabalho sobre a formalização do mercado de trabalho devem ser entendidos num contexto mais geral, de reforço governamental deliberado das funções de fiscalização previdenciária e trabalhista, além de uma atuação mais firme do Ministério Público do Trabalho (MPT), dentre outras situações que acabaram por favorecer ou incrementar o impacto da fiscalização propriamente laboral sobre a formalização do emprego em unidades empresariais.

mil para 461,7 mil trabalhadores registrados sob ação da fiscalização do trabalho. Depois, na média do período 2003-2006, houve novo salto para cima, fazendo o patamar de trabalhadores registrados pular para a casa dos 664,8 mil. Enquanto isso, o número médio de empresas fiscalizadas declinou entre os dois primeiros subperíodos, recuperando-se, no entanto, ao longo do terceiro subperíodo, para um patamar de 330,1 mil empresas. Esses números se traduzem em uma melhora geral de dois indicadores importantes, a saber: *i*) o número de empregados registrados sob ação fiscal por empresa fiscalizada, e *ii*) o número de empregados registrados sob ação fiscal no universo de trabalhadores formais admitidos anualmente.

Em primeiro lugar, o número de empregados registrados sob ação fiscal, por empresa fiscalizada, passou de 0,8 na média do subperíodo 1996-1998, para 1,4 no subperíodo 1999-2002, chegando a 2,0 entre 2003 e 2006. Isto denota uma melhor eficácia da ação de fiscalização por parte do MTE, pois para cada empresa fiscalizada, cresce o número de trabalhadores registrados. Com isso, cresceu também o número de empregados registrados sob ação fiscal no universo de trabalhadores formais admitidos anualmente, de acordo com o CAGED/MTE. Esta taxa passou de 3,5% no subperíodo 1996-1998, para 4,8% no subperíodo subsequente, chegando a 5,9% na média do subperíodo 2003-2006. Apesar disso, embora ela tenha praticamente dobrado desde 1999, evidenciando, portanto, uma contribuição positiva e crescente desse fator para a geração de empregos formais no período recente, ainda se encontra, tal qual o dado para a intermediação de mão de obra, em patamar muito reduzido frente ao tamanho do mercado de trabalho nacional.

Em ambos os casos – intermediação e fiscalização – parece tanto ter havido uma contribuição de fato positiva na expansão do mercado formal de trabalho ao longo dos anos recentes, quanto haver ainda um bom espaço para melhorias subsequentes nos indicadores analisados, cujo motor passa por decisões sob forte comando do governo. Ou seja, ampliar o campo de intervenção governamental no mercado de trabalho, com ações mais robustas de intermediação de mão de obra e de fiscalização das relações contratuais, dentre as alternativas possíveis no âmbito do Sistema Público de Emprego, Trabalho e Renda (SPETR), pode ser uma forma direta de influenciar positivamente os indicadores de formalização do trabalho no país.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS: QUESTÃO SOCIAL, MUNDO DO TRABALHO E DINÂMICA MACROECONÔMICA

É bastante relevante a constatação obtida pelas fontes estatísticas do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e registros administrativos do MTE acerca da trajetória recente de recuperação do emprego assalariado formal, bem como do aumento de filiação previdenciária de natureza voluntária. A partir disto,

uma questão colocada para os estudiosos do mundo do trabalho é a de apontar e investigar os fatores mais importantes a explicar os motores de expansão do processo recente de assalariamento formal no país. Adicionalmente, deve-se averiguar em que medida – e sob quais condições – esse movimento seria sustentável no tempo, engendrando a partir dele um processo virtuoso de estruturação e ordenamento do mercado de trabalho, aliado a uma trajetória também benéfica de melhoria dos indicadores de desempenho financeiro da previdência social.

Em que pesem as dificuldades empíricas para estabelecer causalidades nem sempre diretas ou óbvias, cremos ter conseguido, como primeira aproximação ao tema, um grau de conhecimento mais acurado sobre o assunto. Isto porque pudemos identificar ao menos cinco fatores explicativos para a dinâmica recente de assalariamento formal do mercado de trabalho brasileiro, todos eles operando numa mesma direção, provavelmente em simultâneo, ainda que em combinações diversas entre si, e – muito importante – a despeito de o arranjo macroeconômico dominante no período poder ser considerado restritivo ao crescimento.

Assim, um primeiro fator explicativo relevante parece estar associado ao aumento e à descentralização federativa do gasto social, fenômenos que devem ter ajudado de duas formas o processo em tela: *i*) pela contratação formal direta de profissionais em políticas sociais de orientação universalizante, como em educação fundamental e saúde pública; e *ii*) pela ampliação dos volumes monetários transferidos de forma direta aos milhares de portadores de direitos sociais esparramados pelo país. Em ambos os casos, compõe-se uma renda monetária de origem pública, caráter permanente, valor real indexado ao SM e perfil redistributivo, cujo tamanho e relevância são tão mais expressivos quanto menores e mais pobres forem os municípios contemplados. Dadas as características assinaladas, esta massa monetária se converte em um importante parâmetro de decisão do cálculo microeconômico, podendo dar segurança a muitos pequenos e médios negócios privados. Embora este fenômeno tenda a ser mais relevante nos municípios menores e mais dependentes das políticas sociais (e de outras transferências constitucionais, como os fundos de participação de estados e municípios), é justamente neles que está crescendo o emprego formal em atividades do comércio e dos serviços. Quanto à sua sustentabilidade, é claro que há um limite superior para o aumento e descentralização federativa do gasto social, mas da sua permanência no tempo é que podem derivar mercados locais minimamente autossustentáveis, ainda que não imbatíveis frente a cenários prolongados de baixo crescimento econômico geral.

Daí a importância do segundo fator apontado como parte da explicação para a retomada tanto do miniciclo de crescimento do período recente quanto dos empregos formais gerados no país, ou seja, o aumento e diversificação do crédito interno. Em relação a este ponto, depois de um período contínuo (1995 a 2003) de

rebaixamento do volume total de crédito no PIB, teve início um processo vigoroso de recuperação de novas operações de empréstimos a praticamente todos os setores da atividade econômica, com destaque para os seguintes movimentos: *i*) forte ampliação do volume e diversificação das modalidades de crédito a pessoas físicas; *ii*) inversão de sinal em três setores econômicos de grande importância para a geração de empregos, como o são os setores público, habitacional e rural; e *iii*) expressivos incrementos de crédito também aos setores comercial, de serviços e industrial. Em praticamente todos os casos, mesmo naqueles em que o objetivo primordial do empréstimo é antecipar o consumo ou fazer girar o capital corrente, há o fato crucial de que o emprego mantido ou criado a partir deste vetor de demanda tem melhores chances de ser preservado do que uma ocupação qualquer gerada pelo mero instinto de sobrevivência, a partir da oferta própria de força de trabalho. Dito de outro modo: quando um emprego é criado para preencher um posto de trabalho (novo ou velho) que existe por força de uma demanda anterior, suas chances de enraizar-se na estrutura produtiva e de formalizar-se são mais amplas. É claro que a sustentabilidade desta ocupação estará a depender do sucesso da ação empresarial ao longo do tempo, fenômeno este que, por sua vez, está condicionado por uma miscelânea de fatores objetivos e subjetivos, tais como: a perspectiva de crescimento econômico geral e setorial, a combinação câmbio/juros esperada, o nível de confiança microeconômico no empreendimento etc.

Esse conjunto de fatores também afeta o desempenho do saldo exportador, o terceiro elemento aqui apontado como responsável por parte do crescimento do PIB e dos novos empregos formais gerados na economia brasileira desde a desvalorização cambial de 1999, mas com especial impulso a partir de 2003. Neste caso, embora setores agrícolas e agroindustriais de exportação tendam mais a desempregar que a empregar novos trabalhadores, é possível que a mão de obra remanescente esteja ficando empregada em relações de assalariamento com carteira assinada. Já nos setores comerciais e, sobretudo, industriais exportadores, constatou-se incremento líquido de empregos formais nas situações em que as empresas mantêm-se no mercado externo por longos períodos. Daí a importância, para o mercado de trabalho formal, de uma estratégia nacional de inserção exportadora crescente e sustentável, calcada em expansão e diversificação de produtos de maior conteúdo tecnológico e maior valor agregado. Em tal contexto, a sustentabilidade das ocupações formais geradas poderá ser elevada sempre que refletir vetores de demanda internacional robustos ao longo do tempo.

Em termos do ambiente para negócios, encontramos, como quarto fator explicativo, o regime tributário simplificado para micro e pequenas empresas, o Simples. Em operação no país desde 1996, este sistema de incentivos tributários foi alargando o número de adesões, e também facilitando a criação de novos negócios, à medida que os limites de faturamento anual bruto foram sendo revistos para cima. Isto aconteceu, até agora, em duas oportunidades: primeiro, em 1998, quando foi

elevado para R\$ 1,2 milhão o limite de faturamento das pequenas empresas; depois, em 2005, desde quando os limites de faturamento foram duplicados para R\$ 240 mil no caso das microempresas e para R\$ 2,4 milhões no caso das empresas de pequeno porte. A partir disto, o fato relevante é que, desde que implantado o Simples, a taxa de crescimento observada para o número de estabelecimentos e de vínculos formais de trabalho cresceu proporcionalmente mais neste segmento das micro e pequenas empresas optantes que no segmento das empresas não optantes. Isto sugere a conclusão de que este regime simplificado de tributação possa ter favorecido tanto a criação de novos empreendimentos como a formalização de empreendimentos já existentes, que antes operavam na ilegalidade. Se isto for verdade, é possível supor que a sustentabilidade de parte relevante dessas ocupações possa ser mantida no tempo, enquanto durar tal regime diferenciado de tributação, tudo o mais constante. Outro aspecto interessante para ajudar a explicar a trajetória de recuperação do emprego formal no país diz respeito ao fato de que tanto o estoque total de estabelecimentos como o de vínculos empregatícios formais apresentaram certa tendência de crescimento ao longo do período sob vigência do Simples; neste caso, independentemente de a empresa ser optante ou não optante. Este fenômeno sinaliza para o fato óbvio de que estratégias de desoneração tributária talvez não sejam condição por si só suficiente para o crescimento econômico e a formalização dos postos de trabalho.

Igualmente importantes parecem ter sido as ações governamentais ligadas à intermediação de mão de obra e à fiscalização das condições e relações de trabalho por parte do MTE, das quais tratamos aqui como um quinto fator explicativo de relevância, sobretudo para a retomada dos indicadores de formalização do trabalho. Em ambos os casos, embora os percentuais de recolocação produtiva e de formalização sob ação fiscal ainda sejam pequenos frente ao tamanho do mercado de trabalho nacional, houve melhoras visíveis nos indicadores de desempenho desses programas. Este fato sugere ainda haver uma boa margem de manobra, no âmbito do MTE, para novos incrementos de pessoal e outros aprimoramentos de gestão, com vistas a uma ação estatal mais firme e abrangente em termos de fiscalização e intermediação de mão de obra no país. Sem isso, a sustentabilidade das ocupações recém-formalizadas por força da ação desses programas de governo estará na dependência, na verdade, de um ou mais dos outros fatores aqui analisados.

Por fim, como conclusão mais geral deste capítulo, há a constatação de que todos os fatores acima elencados são passíveis de algum tipo de atuação conscientemente direcionada por parte do Estado. Ou seja, há instrumentos de ação e capacidade operativa não desprezível nos aparelhos de Estado já existentes para a ativação desses e outros fatores em prol de uma estratégia mais robusta e duradoura de desenvolvimento com inclusão social pelo trabalho. Para tanto, urge romper a armadilha câmbio/juros que aprisiona o país ao curto prazo e à estabilização monetária como único objetivo de política econômica.

Diante do conteúdo apresentado acima, é imperativo avançar na sugestão de alguns pontos de reflexão para a tentativa de se construir uma agenda positiva de mudanças, como condição para a superação dos principais problemas apontados no mercado de trabalho brasileiro em sua atual quadra histórica de desenvolvimento.

Em primeiro lugar, é preciso lembrar que a persistência da questão social no Brasil deriva da forma inadequada pela qual foram tratados, historicamente, os problemas de acesso à terra e ao trabalho regulado, no contexto de expansão de uma economia capitalista tardia e periférica. A forma de manifestação da questão social hoje se expressa pelo grande peso de um setor de subsistência no campo e de um igualmente grande setor urbano de pessoas em idade ativa não inseridas no mundo do trabalho de maneira minimamente estruturada e regulamentada. Tal situação pode ser resumida como derivada das seguintes condições:

- 1) Uma herança social conflituosa (escravidão, mandonismo etc.), que limitou enormemente o campo de possibilidades para a construção de consensos ou concertações sociais de largo alcance, embora o discurso dominante autoritário tenha sempre vendido a ideia de cooperação entre as classes. Ou seja, dadas as relações assimétricas de poder inscritas na estrutura social brasileira, sempre prevaleceram o enfrentamento e o conflito, muito mais que o consenso e a cooperação. Esta, quando houve, foi na maioria das vezes imposta pelas formas autoritárias de se fazer política no país, ainda que tenham sido veiculadas como soluções de compromisso, consenso ou cooperação entre as classes sociais.
- 2) Uma histórica subordinação do social ao econômico, em todas as fases da história política republicana. Prova disso é a crença recorrente nas supostas virtudes intrínsecas da industrialização e da mobilidade social ascendente para a resolução das questões sociais.
- 3) Uma estrutura de desigualdades sociais extremas, cuja significação para o funcionamento do mercado de trabalho e para o sistema econômico capitalista ainda não foi totalmente explorada. Aqui não se trata simplesmente de dar razão ou não ao suposto modelo dual de desenvolvimento nacional, mas indo além da disjuntiva que norteou o debate à época da industrialização substitutiva de importações, buscar as consequências da estrutura de desigualdades existente sobre a (de)formação de certa ética do trabalho que envolvia, do lado dos empregadores, a adoção de uma postura predatória do uso e remuneração da força de trabalho, e do lado dos trabalhadores, uma certa complacência com a situação vigente, bem como um comportamento ligado na maioria das vezes ao estabelecimento de estratégias imediatas de sobrevivência, largamente descoladas das ideias

de realização pessoal ou ascensão profissional difundidas pela ideologia do *self made man*.

- 4) Uma fecunda imaginação política para encaminhar soluções para a questão econômica, no bojo de uma industrialização tardia e periférica, em paralelo a uma escassa criatividade para soluções não convencionais na área social, supostamente mais adequadas ao caso nacional, tais como:
- uma reforma agrária ampla e estruturante de novas relações humanas no campo;
 - uma reforma tributária e fiscal de orientação progressiva na arrecadação e redistributiva nos gastos;
 - uma reforma social universalizante e democrática no acesso a cultura, esportes e educação, saúde e saneamento, habitação, transporte e segurança; e
 - uma reforma política transparente e abrangente, democratizadora e legitimadora do Estado de direito no que tange a eleições, participação social e controle público sobre os seus três poderes constituintes (Executivo, Legislativo e Judiciário), no âmbito dos três níveis federados (União, estados e municípios).

Em segundo lugar, temos que a questão social brasileira foi apenas parcialmente enfrentada pelo conjunto de políticas sociais construídas desde, *grosso modo*, os anos de 1930, tendo assumido um caráter híbrido com relação ao perfil institucional (ao combinar elementos dos modelos liberal-assistencial, meritocrático-contributivo e universal-social) e insuficiente no que diz respeito à capacidade de combater o reverso quadro de desigualdades e pobreza do país, nosso modelo apresenta-se hoje fundamentalmente anacrônico diante da enorme tarefa de prover proteção social mínima a parte considerável da população. Por um lado, temos uma situação de grande desregulação do trabalho e de um horizonte de desproteção previdenciária que não se resolverá simplesmente com a retomada de taxas mais altas de crescimento econômico; por outro, um aparato de políticas sociais necessário, mas insuficiente diante da natureza e da dimensão da questão social contemporânea.³²

Em terceiro lugar, é preciso reconhecer que o esforço envolvido no enfrentamento da questão social brasileira não pode prescindir do Estado como ator central dos processos de mudança. Qualquer solução sustentável a longo prazo deverá passar necessariamente por uma recomposição do protagonismo estatal em meio à vida social e econômica do país. Ao propor uma discussão que repense as relações Estado/sociedade no Brasil, evidenciamos as dificuldades teóricas de compreensão

32. Esta ideia não foi desenvolvida ao longo deste capítulo, mas pode ser vista, por exemplo, em Fagnani (1999) e Oliveira (2003).

dos fenômenos contemporâneos, bem como os desafios práticos de transformação da política e da sociedade rumo à consolidação democrática.

Em termos metodológicos, é imprescindível salientar a necessidade de abordar as problemáticas da macroeconomia e do emprego de uma perspectiva ampla, em que soluções pontuais para enfrentar cada uma das partes componentes do grande problema que se tem sob foco têm dado origem, atualmente no país, a uma estratégia insuficiente e ineficaz diante da natureza e gravidade da questão. Em outras palavras, é preciso ter claro que somente uma conjunção de fatores e políticas públicas virtuosas e duradouras no tempo pode desarmar a conexão entre “crise estatal e econômica”, de um lado, e “desregulação do trabalho e desproteção social”, de outro. Destas, cinco são particularmente importantes e urgentes, a saber:

- a recuperação do crescimento econômico em bases mais sólidas e níveis mais elevados que os atuais;
- a reestruturação institucional do padrão de financiamento público em geral, e das políticas sociais em particular;
- a construção de mínimos civilizatórios para a regulação (estruturação e regulamentação) do mundo do trabalho;
- a promoção politicamente deliberada da distribuição funcional e pessoal da renda; e
- a construção de novas institucionalidades na relação Estado/sociedade para a promoção da cidadania ampla e para a consolidação democrática.

Em suma, somente com uma perspectiva positiva de integração social é que os anos vindouros do novo milênio poderão vir a representar um período histórico de grande importância para o Brasil, rumo à superação dos impasses nos quais está atualmente inserido. Atravessamos um momento crítico desta trajetória, cuja resolução definirá o tipo de país que teremos no futuro.

REFERÊNCIAS

BAER, M. **O rumo perdido**: a crise fiscal e financeira do Estado brasileiro. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1993.

BCB. **Relatório de Economia Bancária e Crédito**. Brasília: BCB, 2005.

BELLUZZO, L. G.; ALMEIDA, J. G. **Depois da queda**: a economia brasileira da crise da dívida aos impasses do real. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2002.

CACCIAMALI, M. C.; PIRES, J. M. **Instituições do mercado de trabalho brasileiro e desempenho econômico**. São Paulo: Fipe, USP, 1995.

CÂMARA DOS DEPUTADOS. **Ensaio sobre impactos da Constituição Federal de 1988 na sociedade brasileira**. v. 1 e 2. Brasília: Edições Câmara, 2008.

CARDOSO JÚNIOR, J. C. **Estrutura setorial-ocupacional do emprego no Brasil e evolução do perfil distributivo nos anos 90**. Brasília: Ipea, 1999 (Texto para Discussão, n. 655).

_____. **Crise e desregulação do trabalho no Brasil**. Brasília: Ipea, 2001 (Texto para Discussão, n. 814).

_____. A questão do trabalho urbano e o sistema público de emprego no Brasil contemporâneo: décadas de 1980 e 1990. *In*: JACCOUD, L. (Org.). **Questão social e políticas sociais no Brasil contemporâneo**. Brasília: Ipea, 2005.

_____; JACCOUD, L. Políticas sociais no Brasil: organização, abrangência e tensões da ação estatal. *In*: JACCOUD, L. (Org.). **Questão social e políticas sociais no Brasil contemporâneo**. Brasília: Ipea, 2005.

_____. **De volta para o futuro?** As fontes de recuperação do emprego formal no Brasil e as condições para sua sustentabilidade temporal. Brasília: Ipea, 2007 (Texto para Discussão, n. 1.310).

_____. (Org.). **A Constituição Brasileira de 1988 revisitada**: recuperação histórica e desafios atuais das políticas públicas nas áreas econômica e social. v. 1. Brasília: Ipea, 2009.

CARNEIRO, R. (Org.). **A supremacia dos mercados e a política econômica do governo Lula**. São Paulo: UNESP, 2006.

CASTEL, R. **As metamorfoses da questão social**: uma crônica do salário. Petrópolis: Vozes, 1998.

CASTRO, N. A.; DEDECCA, C. S. **A ocupação na América Latina**: tempos mais duros. São Paulo; Rio de Janeiro: ALAST, 1998.

COSTANZI, R. N. **Evolução do emprego formal no Brasil (1985-2003) e implicações para as políticas públicas de geração de emprego e renda**. Brasília: Ipea, 2004 (Texto para Discussão, n. 1.039).

DE NEGRI, F. *et al.* Tecnologia, exportação e emprego. *In*: DE NEGRI, F.; DE NEGRI, J. A.; COELHO, D. **Tecnologia, exportação e emprego**. Brasília: Ipea, 2006.

DEDECCA, C. S.; ROSANDISKI, E. N. Recuperação econômica e a geração de empregos formais. **Parcerias Estratégicas**, Brasília: Centro de Gestão e Estudos Estratégicos, Ministério da Ciência e Tecnologia, n. 22, Edição Especial (Análise da PNAD 2004), 2006.

DELGADO, G. *et al.* **Avaliação do simples**: implicações à formalização previdenciária. Brasília: Ipea, 2007 (Texto para Discussão, n. 1.277).

ESPING-ANDERSEN, G. **Social foundations of postindustrial economies**. New York: Oxford University Press, 1999.

_____; REGINI, M. (Ed.). **Why deregulate labour markets?** New York: Oxford University Press, 2000.

FAGNANI, E. Ajuste econômico e financiamento da política social brasileira: notas sobre o período 1993/98. **Revista Economia & Sociedade**, Campinas, IE/UNICAMP, n. 13, 1999.

IBGE. **Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios**: síntese de indicadores 2005. Rio de Janeiro: IBGE/ PNAD, 2005.

_____. **Pesquisa Mensal de Emprego**: principais destaques da evolução do mercado de trabalho nas regiões metropolitanas abrangidas pela pesquisa (2003-2006). Rio de Janeiro: IBGE/PME, 2006.

IPEA. **Boletim de Políticas Sociais – Acompanhamento e Análise**. Brasília: Ipea/ Diretoria de Estudos e Políticas Sociais 2007-2010. Vários números, em especial edições n. 13 e n. 17.

KREIN, J. D. **O aprofundamento da flexibilização das relações de trabalho no Brasil nos anos 90**. 2001. Dissertação (Mestrado) – Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas. Campinas, 2001.

MATTOSO, J.; POCHMANN, M. Mudanças estruturais e o trabalho no Brasil dos anos 90. **Economia e Sociedade**, Campinas, IE/UNICAMP, n. 10, 1998.

MEDEIROS, C.; SALM, C. O mercado de trabalho em debate. **Novos Estudos CEBRAP**, São Paulo, n. 39, 1994.

MTE. **Características do emprego formal**: Rais 2005. Brasília: MTE/Rais, 2005.

OLIVEIRA, F. **O ornitorrinco**. São Paulo: Boitempo, 2003.

OLIVEIRA, M. A. **Política trabalhista e relações de trabalho no Brasil**: da era Vargas ao governo FHC. 2002. Tese (Doutoramento) – Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas. Campinas, 2002.

OLIVEN, R. G.; RIDENTI, M.; BRANDÃO, G. M. (Org.). **A Constituição de 1988 na vida brasileira**. São Paulo: Aderaldo & Rothschild; Anpocs, 2008.

PAULA, J. A. (Org.). **Adeus ao desenvolvimento**: a opção do governo Lula. Belo Horizonte: Autêntica, 2005.

POCHMANN, M. **Estudo da dimensão territorial do PPA**: mercado de trabalho. Brasília: Centro de Gestão e Estudos Estratégicos (CGEE), 2005.

RAMOS, L.; FERREIRA, V. Padrões espacial e setorial da evolução da informalidade no período 1991-2005. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, Ipea, v. 36, n. 3, 2006.

ROSANVALLON, P. **A crise do Estado-providência**. Goiânia: Ed. UFG; Brasília: Ed. UNB, 1997.

_____. **Nova questão social**: repensando o Estado-providência. Brasília: Instituto Teotônio Vilela, 1998.

TORRES FILHO, E. T.; PUGA, F. P. Empresas apoiadas pelo BNDES geram mais emprego e pagam mais. **Visão do Desenvolvimento**, BNDES, v. 17, out. 2006.

ESTRUTURA ETÁRIA, BÔNUS DEMOGRÁFICO E POPULAÇÃO ECONOMICAMENTE ATIVA NO BRASIL: CENÁRIOS DE LONGO PRAZO E SUAS IMPLICAÇÕES PARA O MERCADO DE TRABALHO

1 INTRODUÇÃO: POPULAÇÃO, DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E TRANSIÇÃO DEMOGRÁFICA

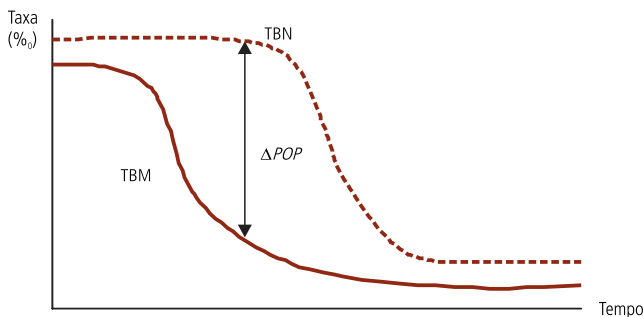
A relação entre população e desenvolvimento esteve sempre presente nos clássicos da economia. De maneira sintética, conforme argumentado por Alves (2006), podemos dizer que Adam Smith via uma relação positiva entre crescimento populacional e econômico, pois uma população crescente era um estímulo à divisão do trabalho e, assim, ao desenvolvimento do país. Thomas Malthus, ao contrário, considerava o crescimento populacional o responsável pela pobreza e pela “lei de bronze” dos salários. David Ricardo enveredou por um caminho intermediário, comungando de algumas das teses malthusianas sobre salários de subsistência, mas enxergando em uma grande população a comprovação do avanço econômico de qualquer país em particular. Karl Marx, em oposição a Malthus, considerava que as relações capitalistas de produção eram as verdadeiras responsáveis pela pobreza, cada modo de produção tendo as próprias leis de população. John Caldwell, ao contrário de Marx, considerava que só existem dois regimes de fecundidade, independentemente dos modos de produção, argumentando que a população ou cresce muito ou cresce pouco – ou se reduz – em função da direção do fluxo intergeracional de riquezas. John Maynard Keynes, por sua vez, ao escrever sobre população em um ensaio a respeito do tema, mais especificamente sobre as consequências econômicas de uma população em declínio, envereda pela tese smithiana, colocando-a nos seus próprios termos, defendendo então que população e demanda agregada são extremamente e diretamente interligadas. Uma população declinante torna-se uma preocupação econômica considerável, do ponto de vista da demanda agregada, uma vez que pode reduzi-la, levando a economia à estagnação – eis a síntese da perspectiva keynesiana neste ensaio.

O fato de grandes economistas ao longo dos anos debruçarem-se sobre o tema população tem raiz histórica bem definida. A história das populações mundiais, por causa da reduzida expectativa de vida ao nascer, sempre foi de baixíssimo crescimento, pelo menos até a Revolução Industrial iniciada na Inglaterra no século

XVIII. A Revolução Industrial não impactou somente a economia inglesa e europeia – no seu bojo, vieram marcantes impactos sobre as populações nas ilhas britânicas e no continente. Os avanços da Revolução Industrial e os seus desdobramentos educacionais, científicos e tecnológicos deixaram cada vez mais claro que o desenvolvimento econômico produz dois efeitos sobre uma população: primeiro, reduz as taxas de mortalidade em geral, a mortalidade infantil em particular, e possibilita o aumento da esperança de vida da população; segundo, decorrido algum tempo após o início da queda da mortalidade, as taxas de fecundidade também começam a cair, provocando a diminuição do tamanho das famílias. Durante esse processo, em um primeiro momento, presencia-se um aumento das taxas de crescimento populacional (uma explosão demográfica), mas, com a queda da natalidade, o ritmo de crescimento da população vai se reduzindo ao longo do tempo, tendendo para a estabilidade ou, mesmo, para a redução do crescimento. No limite, pode-se mesmo chegar a uma situação de crescimento negativo, como já se observa atualmente em alguns países europeus e no Japão.

Esse fenômeno dinâmico que afeta as populações ao longo do tempo é chamado pelos demógrafos de *transição demográfica*. O gráfico 1 mostra esquematicamente como evoluem as taxas de mortalidade e fecundidade ao longo do processo, e como a população inicialmente cresce de forma explosiva, depois de forma mais lenta, até tender para a estabilização ou a diminuição. A transição demográfica é um processo contínuo que se repete com regularidade em praticamente todas as populações de todos os países do mundo, em magnitudes e dimensões temporais diferentes. Entre as forças que iniciam a transição está o desenvolvimento econômico.

GRÁFICO 1
Modelo esquemático de transição demográfica



Fonte: Elaboração própria, com base em curvas hipotéticas.

Nota:

TBN – taxa bruta de natalidade;

TBM – taxa bruta de mortalidade; e

$\Delta POP = TBN - TBM =$ taxa de crescimento populacional.

Um ganho inequívoco da transição demográfica foi que a expectativa de vida média da população mundial dobrou em 100 anos, passando de cerca de 30 anos, em 1900, para mais de 60 anos, em 2000. Nunca, na história da humani-

dade, uma melhora das condições de saúde dessa magnitude havia acontecido e, provavelmente, muito dificilmente a esperança de vida vai dobrar novamente no período de um século. No mesmo período, um fenômeno social sem precedentes aconteceu com as taxas de fecundidade das mulheres ao redor do mundo, as quais se reduziram pela metade, passando de algo em torno de 6 filhos por mulher, em 1900, para aproximadamente de 2,8 filhos, em 2000.

Se o desenvolvimento econômico dos últimos séculos afetou a dinâmica populacional, o ganho de anos de vida das populações ao redor do mundo e a redução do tamanho da prole das famílias resultaram em dois efeitos positivos sobre o desenvolvimento: *i*) uma população com maiores expectativas de anos de vida garante, em geral, maiores retornos econômicos para as famílias e para a economia;¹ *ii*) menores taxas de fecundidade provocam mudanças na estrutura etária ao longo de algumas décadas, favorecendo então a ampliação da parcela da população em idade economicamente ativa e reduzindo a razão de dependência demográfica das populações dos países onde o processo ocorre. Essas duas características das populações que passaram pela transição demográfica possibilitam aquilo que na literatura se pode chamar de um *bônus demográfico*, uma situação especial, ao longo da transição demográfica que, se devidamente aproveitada, pode favorecer o desenvolvimento econômico. Mais adiante voltaremos ao tema do bônus demográfico, analisando-o especificamente para o caso brasileiro. Mas podemos, em síntese, concluir esta introdução com a ideia fundamental que emerge ao observar-se a relação entre economia e população ao longo da história recente da humanidade: o desenvolvimento provoca mudanças na dinâmica populacional e essas mudanças, por sua vez, reforçam o desenvolvimento econômico.

Neste capítulo, pretende-se expor como o Brasil tem experimentado sua transição demográfica, saindo de um regime de alto crescimento populacional no século XX para uma fase de crescimento moderado, podendo mesmo, nas próximas décadas, vir a testemunhar uma redução populacional. Com a noção de transição demográfica já estabelecida nesta introdução, nas próximas seções serão tratadas as condições recentes de evolução da população brasileira e será apresentado um prognóstico de quais seriam os possíveis cenários, relacionando população brasileira e economia nas próximas décadas até meados do século XXI.

2 EVOLUÇÃO RECENTE DA POPULAÇÃO BRASILEIRA E PROJEÇÕES PARA AS PRÓXIMAS DÉCADAS

Um fato relevante que as estatísticas oficiais revelam sobre a evolução da população brasileira é que ela cresceu cinco vezes no século XIX, mas duplicou sua velocidade de

1. Alguns autores relacionam altas taxas de mortalidade a um verdadeiro desperdício de seres humanos, com consequências negativas para a economia.

crescimento, expandindo-se dez vezes no século XX: com aproximadamente 3,4 milhões em 1800, o Brasil salta para uma população de 17 milhões em 1900, mas alcança uma cifra próxima a 170 milhões de habitantes no ano 2000. Esses números exibem um crescimento de algo em torno de 50 vezes em 200 anos. O ritmo de crescimento da população, na verdade, acelerou-se até a década de 1960, por causa da imigração internacional e da queda das taxas de mortalidade, em meio a um contexto em que prevaleciam altas taxas de fecundidade. Nesse quadro, o número de nascimentos de crianças era muito elevado, propiciando uma estrutura etária muito jovem.

A partir da década de 1960, porém, em um espaço de tempo de 40 anos, o Brasil enfrenta a nova realidade de sua transição demográfica: os dados mostram que, em 1965, a fecundidade começa a cair, e essa queda leva o país a alcançar em poucas décadas o que os demógrafos chamam de nível de reposição demográfica, em que a fecundidade média das mulheres é em torno de 2,1 filhos. Esse nível é alcançado pelo Brasil em 2005. No nível de reposição, o ritmo de crescimento demográfico reduz-se, mas a população continua a crescer por conta das taxas de fecundidade ligeiramente acima de dois filhos por mulher. Mas a fecundidade no Brasil continua caindo, apontando para taxas abaixo da de reposição. Assim, no longo prazo, a população começa a apresentar forte tendência demográfica para o decréscimo populacional. Como será visto mais adiante, projeções populacionais mais recentes, do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) e da Organização das Nações Unidas (ONU), antecipam que, a partir de 2040, a população brasileira vai começar a diminuir, por causa do envelhecimento populacional e do contexto de baixa fecundidade.

A questão fundamental que pode conduzir o país a essa situação é a já referida tendência de redução das taxas de fecundidade das mulheres brasileiras. Em 2008, foram divulgados os resultados da Pesquisa Nacional de Demografia e Saúde da Criança e da Mulher (PNDS) de 2006 (BERQUÓ; GARCIA; LAGO, 2008), mostrando que as taxas de fecundidade no Brasil vêm caindo a uma velocidade maior que a esperada.² A taxa de fecundidade total (TFT) para o Brasil atingiu, em 2006, o valor de 1,8 filho por mulher, em contraste com os 2,5 registrados em 1996, na mesma pesquisa. As maiores reduções, no período em questão, ocorreram onde os níveis de fecundidade observados eram tradicionalmente mais altos, como nas áreas rurais (redução de 3,4 para 2,0 filhos por mulher) e na região Norte (de 3,7 para 2,3 filhos por mulher). Há, portanto, um processo de redução dos diferenciais de fecundidade entre as regiões do país e entre as populações da cidade e do campo e uma convergência para valores abaixo do nível de reposição.

Os dados da PNDS-2006 mostram que, à exceção da região Norte, a fecundidade ficou abaixo do nível de reposição em todas as demais regiões do país – inclusive no

2. As taxas da PNDS encontram-se abaixo até mesmo daquelas apresentadas na Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD), do IBGE, no ano de 2006.

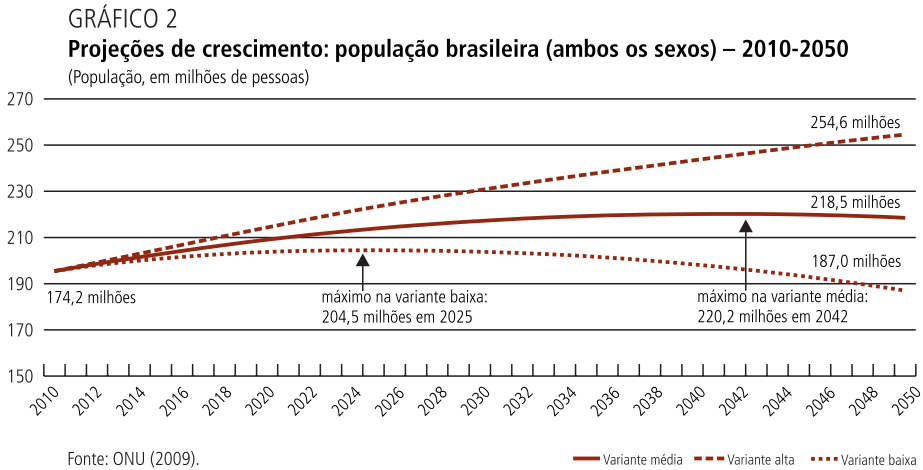
Nordeste, que apresentou taxa de 1,8 filho por mulher. Da mesma forma, a fecundidade ficou abaixo do nível de reposição não só no meio urbano, como também no meio rural (2,0 filhos por mulher), entre as mulheres brancas (1,5 filho) e as pretas e pardas (2,0 filhos por mulher). Em termos de escolaridade, a fecundidade caiu em todas as faixas educacionais, estando acima do nível de reposição só para as mulheres com até quatro anos de estudo. Nota-se, portanto, que a fecundidade das mulheres brasileiras vem caindo consistentemente para níveis abaixo daqueles adotados das hipóteses mais baixas das projeções populacionais. A realidade contrastante é que a fecundidade vem apresentando um quadro de rejuvenescimento, pois a fecundidade das mulheres de 15 a 24 anos, que representava 47% da fecundidade total em 1996, passou a representar 53%, em 2006. De modo geral, a queda da fecundidade no Brasil é explicada pelas grandes e profundas transformações na estrutura socioeconômica do país (maior urbanização, dinamização da economia, estabilidade monetária, maior acesso ao crédito e programas de renda mínima para populações mais empobrecidas, maior inserção da mulher no mercado de trabalho, cultura mais secularizada etc.) e ainda pelas transformações institucionais e de políticas públicas dos últimos anos (universalização da educação fundamental e maior acesso ao ensino superior, políticas nas áreas de saúde, previdência, mudanças nas relações de gênero etc.). Nessa linha de análise, o aumento da cobertura das políticas de educação, saúde e previdência pode explicar, inclusive, a queda da fecundidade no meio rural e entre as populações de mais baixa renda.

3 O FUTURO DA POPULAÇÃO BRASILEIRA: PROJEÇÕES E CENÁRIOS ATÉ 2050

O comportamento da fecundidade é fundamental no cálculo das projeções populacionais para o Brasil. No âmbito interno, o IBGE é encarregado de fazer as projeções populacionais do país, mas neste trabalho os dados empregados foram compilados da Divisão de População da ONU, a qual, por meio dos dados oficiais do Brasil (divulgados pelo IBGE), faz projeções populacionais até 2050, utilizando três cenários diferentes de comportamento da variável de fecundidade ao longo desse período (variantes média, alta e baixa), enquanto mantém mais ou menos constantes os cenários da esperança de vida e da migração internacional nessas décadas futuras. O cenário de projeção, a partir da *variante média*, parte de uma fecundidade de 2,35 filhos por mulher em 2000 e estabiliza-se em 1,85 filho na metade do século. O cenário de projeção da *variante baixa* parte do mesmo nível de fecundidade em 2000 e estabiliza-se em 1,35 filho na metade do século. As projeções em *variante alta* pressupõem a manutenção das taxas de fecundidade nos mesmos níveis de 2000. O gráfico 2 exhibe o comportamento da população brasileira até 2050, a partir dessas três variantes.

O cenário mais alto de fecundidade parece estar longe da realidade, pois pressupõe que a fecundidade do ano 2000 ficaria constante ao longo da primeira metade do século. Os dois outros cenários parecem ser mais realistas, levando-se em

conta a evolução recente dos dados de fecundidade. Com essas taxas de fecundidade, como se vê no gráfico 2, a população brasileira apresentaria comportamentos bastante distintos na primeira metade do século XXI.



Mantidas as taxas de fecundidade de 2000, pela *variante média*, a população crescerá até um máximo de 220,2 milhões de pessoas por volta de 2042, quando começaria então a decrescer, recuando para um número em torno de 218,5 milhões em 2050. No cenário da *variante baixa*, a população crescerá bem menos, chegando a 204,5 milhões de pessoas em 2025, e começando sua trajetória decrescente para chegar a 2050 com 187,0 milhões de pessoas. A *variante alta*, bastante improvável de acontecer, dadas as atuais trajetórias decrescentes da taxa de fecundidade, mostra uma população que permaneceria crescendo até atingir 254,6 milhões de pessoas em 2050. Pelo comportamento atual da fecundidade e supondo que não haja mudanças significativas na esperança de vida e na migração internacional, é bem mais provável que a população cresça em uma situação intermediária entre as variantes *média* e *baixa* nas próximas décadas, chegando ao ano 2050 com uma população entre 190 a 220 milhões de habitantes.

Uma pergunta fundamental emerge dessas previsões, não tanto sobre a quantidade em si que a população alcançará, mas sobre como será essa população nas próximas décadas: como se caracterizará a população brasileira nos anos vindouros até meados do século, dadas as atuais possibilidades de evolução no tempo? Como se espera que esteja a população brasileira em 2050 se ela se mantiver crescendo, se crescer a taxas mais moderadas ou, mesmo, se passar a decrescer, como pode acontecer em algumas décadas? Uma das formas de tentar visualizar como será essa população é verificar o comportamento de sua estrutura

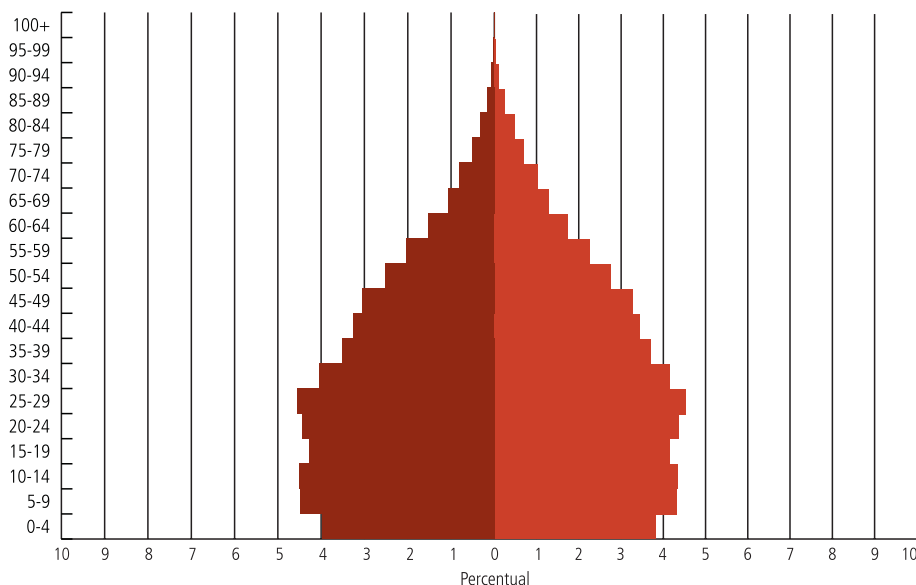
etária ao longo desse período. A estrutura etária de um país constitui-se em um recorte, dado em um instante do tempo, em que se averigua o efetivo de pessoas, em ambos os sexos, de acordo com grupos etários de interesse. Os demógrafos, ao detalhar as estruturas etárias das populações, lançam mão de um gráfico chamado *pirâmide etária*, no qual são representadas coortes – grupos etários – divididas em intervalos de cinco anos de vida.

A estrutura etária de um país muda dinamicamente ao longo do tempo, acompanhando as mudanças qualitativas resultantes da transição demográfica. No caso do Brasil, que está entrando na fase mais avançada de sua transição, importantes mudanças na estrutura etária de sua população devem ser testemunhadas nas próximas décadas. Os gráficos seguintes mostram as pirâmides etárias da população brasileira, construídas novamente a partir das três variantes (média, alta e baixa) das projeções populacionais da ONU, tomadas aqui em três instantes do tempo: em 2010, em 2030 e em 2050, isto é, com intervalos de 20 anos até a metade do século. A distribuição apresentada nas pirâmides é em percentual da população total, para cada coorte.

A pirâmide de 2010 é a mesma para as três variantes e mostra que a população brasileira está com seus maiores grupos etários concentrados nas idades entre 5 e 29 anos. Uma população, portanto, ainda jovem, mas que já exhibe os primeiros sinais de tendência a crescer em direção às idades adultas mais rapidamente.

PIRÂMIDE 1

Brasil: percentual do total da população – 2010



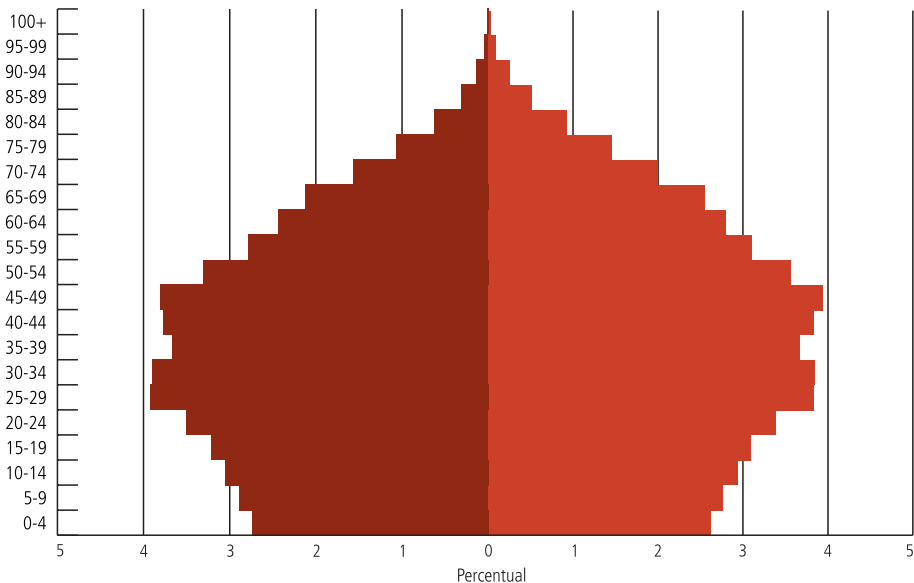
Fonte: ONU (2009).

■ Homens ■ Mulheres

As pirâmides para 2030 mostram como os diferentes níveis de crescimento populacional podem levar a diferentes configurações populacionais nas próximas duas décadas. Como as pirâmides mostram o percentual de cada coorte na população total, percebe-se que, na variante alta, menos provável de ocorrer, como já foi colocado, continuamos com uma base larga da pirâmide, indicando a prevalência, no tempo, do crescimento populacional, resultando em manutenção do perfil etário de 2010 (na base), enquanto as coortes adultas vão se tornando mais idosas – a parte média e alta da pirâmide “engordam”, com o envelhecimento populacional. Na variante baixa, todavia, a situação é de encolhimento da base, dado que o número de nascimentos diminui significativamente nesses 20 anos, enquanto a parte mediana torna-se mais larga, indicando que a população adulta é mais numerosa em percentual da população total. A variante média, que tende a ser mais próxima da evolução esperada, dadas as condições atuais, exibe um estreitamento da base e participação maior da população adulta na conformação geral da população, de forma mais suavizada. De maneira sintética, o que se depreende da visualização dessas três pirâmides é que, mais provavelmente, por volta de 2030, o Brasil apresentará uma população eminentemente adulta, em que as coortes com maior participação na população total serão justamente aquelas com idades entre 25 e 50 anos.

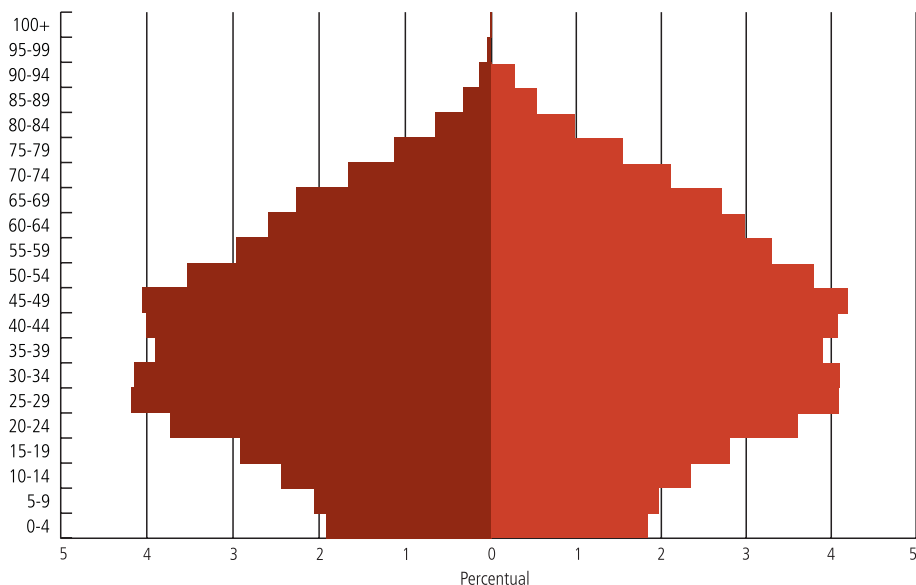
PIRÂMIDE 2

Brasil: variante média – percentual do total da população – 2030



PIRÂMIDE 3

Brasil: variante baixa – percentual do total da população – 2030

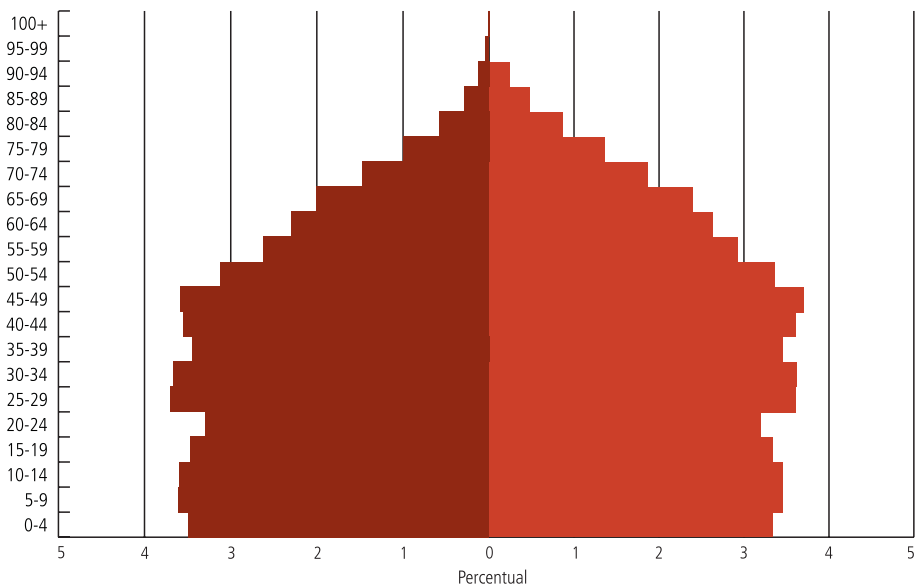


Fonte: ONU (2009).

■ Homens ■ Mulheres

PIRÂMIDE 4

Brasil: variante alta – percentual do total da população – 2030

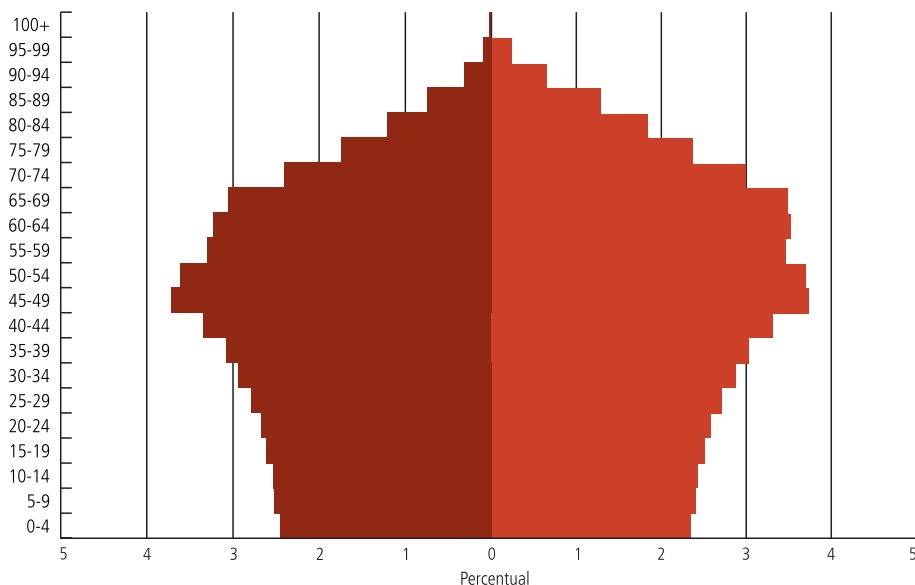


Fonte: ONU (2009).

■ Homens ■ Mulheres

PIRÂMIDE 5

Brasil: variante média – percentual do total da população – 2050

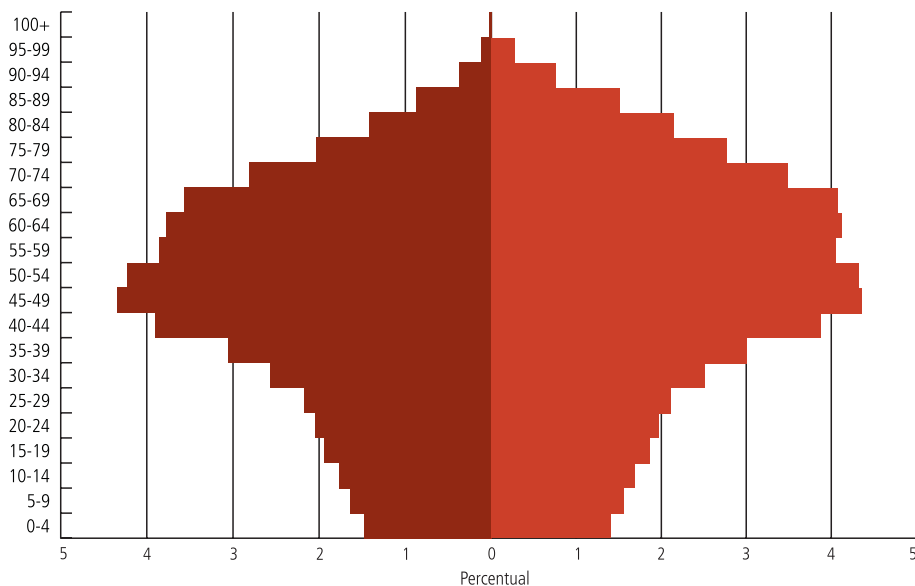


Fonte: ONU (2009).

■ Homens ■ Mulheres

PIRÂMIDE 6

Brasil: variante baixa – percentual do total da população – 2050

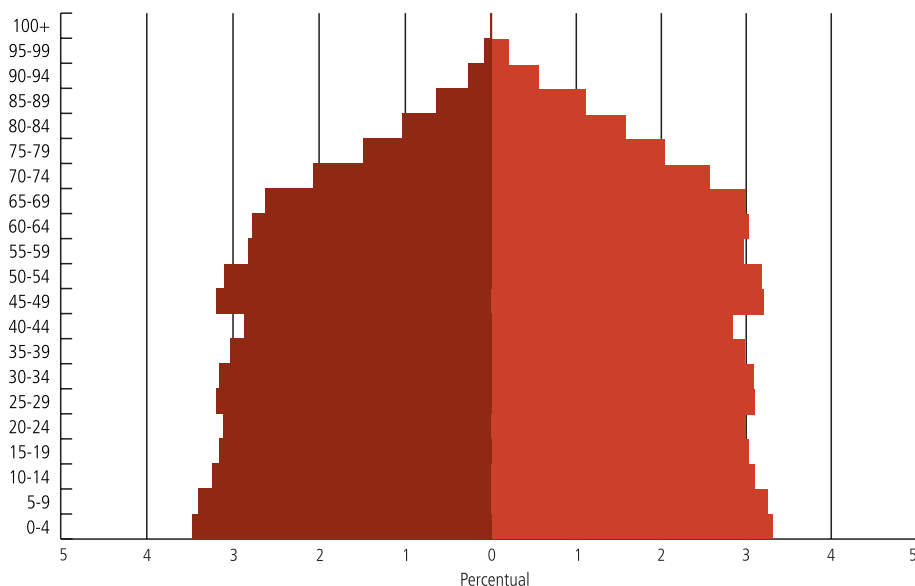


Fonte: ONU (2009).

■ Homens ■ Mulheres

PIRÂMIDE 7

Brasil: variante alta – percentual do total da população – 2050



Fonte: ONU (2009).

■ Homens ■ Mulheres

Vejam agora as possíveis configurações da população brasileira no meio do século. Em 2050, o cenário é ainda mais diferente daquele previsto para 2030. As coortes adultas das pirâmides de 2030 avançam rapidamente para as idades mais altas, e a população envelhece cada vez mais rapidamente. Na situação hipotética de a população continuar crescendo constantemente, como é o caso da variante alta, a base ainda estaria larga por causa da contínua reposição das coortes jovens por meio dos novos nascimentos. Mas as situações que parecem mais plausíveis, *a priori*, são aquelas exibidas pelas variantes baixa e média.

Nota-se que, na variante baixa, a pirâmide inverte-se totalmente, ganhando o contorno de uma ogiva bojuda, indicando que as coortes jovens são cada vez menores em participação na população total, as coortes adultas estão em idades mais maduras e as coortes idosas representam um percentual cada vez maior no conjunto da população. Note-se, por exemplo, que as coortes entre 65 e 75 anos são quase tão grandes quanto as coortes maduras, nas idades entre 55 e 64 anos. Tal cenário reflete o rápido envelhecimento esperado nessa variante, com a redução significativa da população total, como visto no gráfico 2.

A variante média mostra, ainda que de forma mais comportada, a mesma configuração de ogiva na pirâmide etária de 2050, mas a base da pirâmide é menos estreita do que na variante baixa por causa da manutenção de uma taxa

de fecundidade relativamente mais alta do que naquele cenário. As coortes idosas também são expressivamente maiores no conjunto da população, o que também reflete o tipo de crescimento previsto nessa projeção. Mas há mais suavidade na distribuição entre as coortes, dado que a população só começa a decrescer, nessa projeção, no final do período. Em síntese, os cenários para 2050 são de uma população adulta numerosa e entrando em envelhecimento em ritmo rápido e contínuo. É a fase em que o peso dos idosos sobre a população far-se-á sentir mais acentuadamente, dado que sua participação será expressiva no conjunto da população brasileira em meados do século.

4 POPULAÇÃO ADULTA E BÔNUS DEMOGRÁFICO: AS DÉCADAS DE OPORTUNIDADE

Com a mudança de estrutura etária da população brasileira, o país presenciará, durante algumas décadas, uma substancial redução das razões de dependência das coortes mais jovens e mais idosas em relação à população em idade ativa. Essa medida, a razão de dependência, é, como o próprio nome diz, uma razão, um quociente que leva no numerador o estrato da população em idade dependente – por convenção internacional, os mais jovens, com idades entre 0 e 14 anos, e os mais idosos, com 65 anos e mais – para cada grupo de 100 pessoas em idade ativa – as coortes etárias com idades entre 15 e 64 anos. O nível de dependência é diretamente proporcional ao tamanho dessa razão: quanto maior o numerador, maior a dependência. Economicamente falando, isso significa que o peso da parcela da população em idades dependentes é maior sobre aqueles em idade economicamente ativa. Quando essa razão se reduz, o peso econômico da dependência diminui, e a população em idade ativa, ao produzir, gera recursos adicionais que podem ser revertidos em poupança, em investimentos e desenvolvimento econômico do país. Em síntese, essa é a ideia por trás da hipótese do *bônus demográfico*, que tem sido defendida recentemente por uma corrente de demógrafos e economistas com base em observações empíricas de sua ocorrência em vários países do mundo.³

A hipótese do *bônus demográfico* sustenta que, à medida que as populações evoluem no tempo para um perfil mais adulto de estrutura etária, com a consequente redução de suas razões de dependência, elas podem poupar mais recursos, uma vez que o produto do maior contingente adulto pode tornar-se, ao menos temporalmente – em torno de algumas décadas –, superior às necessidades do país em pauta. Há um aumento da poupança que se reverte em investimento, há um reforço ao crescimento econômico nas décadas de incidência do *bônus*; consequentemente, pode haver

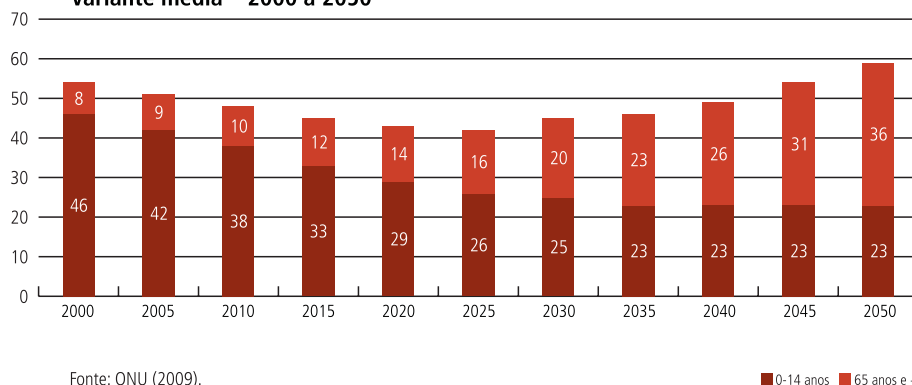
3. Dois dos nomes mais conhecidos na proposição da hipótese do *bônus demográfico* (na literatura em inglês, *demographic dividend*) são: Andrew Mason e Ronald Lee (MASON, 2005; LEE; MASON, 2006). No Brasil, Carvalho e Wong (1998), Wong (2005), Paiva e Wajman (2005), Rios-Neto (2005) e Alves (2006) estão entre os primeiros estudos a tratar sobre o tema, especificamente em relação ao caso brasileiro. Vasconcelos (2008) analisa o impacto do *bônus demográfico* em termos de crescimento econômico a longo prazo.

um desenvolvimento maior do país nesse período em que a carga populacional torna-se mais “leve” para a população em idade produtiva. Na literatura sobre o bônus, conforme Alves e Bruno (2006), fica claro que essa relação não é direta, mas depende de políticas macroeconômicas de manutenção do pleno emprego, de investimento em formação de capital humano e de acumulação de poupança, que, a longo prazo, configuram-se como condições fundamentais para que o bônus possa ser aproveitado. A literatura propõe que o bônus é uma oportunidade, cujo aproveitamento é condicionado à capacidade do país de prevê-lo e conduzir políticas que permitam o aproveitamento dessa oportunidade. Finalmente, há ainda um fato que não se pode deixar de destacar: o bônus encerra-se quando a população avança para idades mais altas, isto é, quando envelhece.⁴

Observemos, agora, como se comporta a variável razão de dependência para o Brasil nas próximas décadas. Novamente, vamos considerar as projeções populacionais da Divisão de População da ONU em suas variantes média, alta e baixa, conforme já comentamos na seção anterior. O gráfico 3 mostra a mudança nas razões de dependência da população brasileira iniciando-se em 2000, data do último censo demográfico da população brasileira, e estendendo-se até 2050, baseado nas projeções populacionais da ONU, variante média.

GRÁFICO 3

Brasil: razão de dependência (total e por grupos etários) – variante média – 2000 a 2050



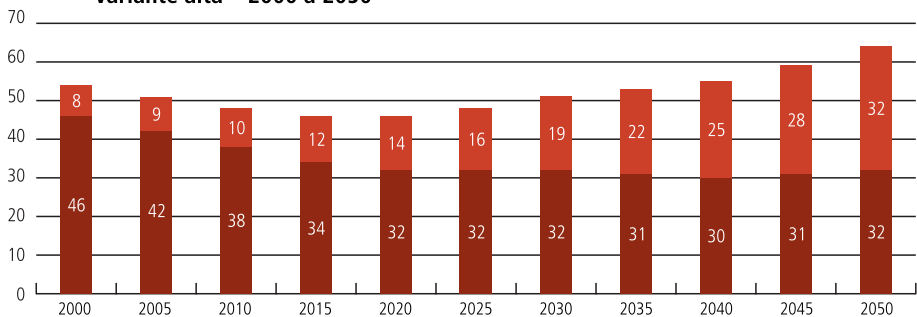
Cada coluna do gráfico mostra a razão de dependência total dividida em dois componentes: a dependência dos mais jovens (0-14 anos, em cor vermelho

4. Lee e Mason (2006) propõem a possibilidade de existência de um segundo bônus demográfico, que ocorre em populações envelhecidas com grande acúmulo de poupança nos anos do primeiro bônus, ou seja, aquele que ocorreu quando da redução das razões de dependência. Mas as condições de existência do segundo bônus são ainda mais restritas e dependem, totalmente, do bom aproveitamento das oportunidades do primeiro bônus. Isso significa que, em aproveitando o primeiro bônus, pode-se abrir uma janela de oportunidade de um segundo bônus; desperdiçando-se o primeiro bônus demográfico, nada mais se pode fazer, o segundo bônus jamais pode acontecer.

escuro) e a dos mais idosos (65 anos e mais, em vermelho claro). Deve ser notado em primeiro lugar que a razão de dependência dos mais jovens, pelas projeções em variante média, cairá consistentemente até 2050 de um patamar de 46 para 23 dependentes para cada 100 pessoas em idade ativa. O oposto acontece com a razão de dependência dos mais idosos: projeta-se um crescimento de um nível de 8 pessoas dependentes para 36 em 2050. Isso significa que, em meados do século, com uma população em franco envelhecimento, o perfil de dependência mudará profundamente de crianças e jovens para pessoas idosas. Tal mudança tem enormes implicações sobre as políticas públicas que deverão ser adotadas por essa época. Só para ficar em dois exemplos: políticas educacionais terão perdido peso relativo, mas questões previdenciárias e de saúde de populações idosas serão muito mais importantes de serem conduzidas à medida que a população envelhece.

Agora, prestando atenção ao que acontece no meio desse período entre 2000 e 2050, nota-se que a razão de dependência total cairá nas próximas duas décadas – na verdade, contando a atual, serão três décadas de redução –, voltando a crescer a partir de 2030. O que significa essa redução à luz do que foi colocado anteriormente? Ora, esse é exatamente o que se pode chamar de período do bônus demográfico brasileiro. O gráfico da variante média mostra que, na presente década e até o fim dos anos de 2020, o Brasil terá razões de dependência cada vez menores, uma população em idade ativa cada vez maior e em condições de usufruir de um maior desenvolvimento econômico, advindo da oportunidade do bônus demográfico. Essa perspectiva favorável persiste em outros cenários de crescimento populacional? Vejamos o que acontece no caso da variante alta, no gráfico 4. Note-se que, nesta variante, a população permanece crescendo nas próximas décadas, como vimos nas pirâmides etárias, com grande proporção de coortes mais jovens na população total.

GRÁFICO 4
Brasil: razão de dependência (total e por grupos etários) –
variante alta – 2000 a 2050

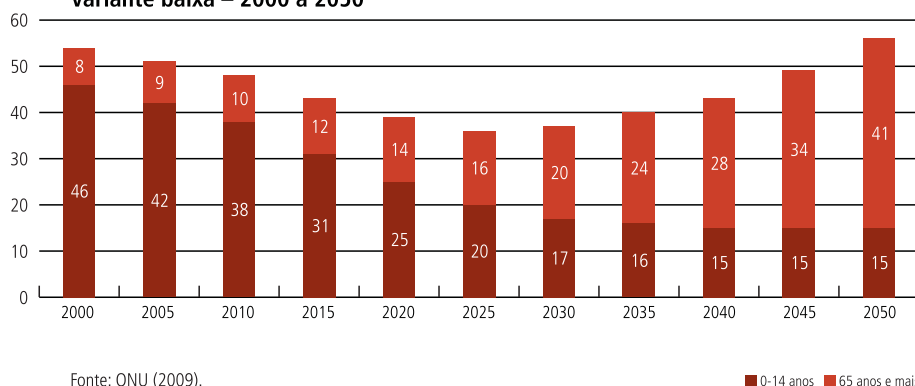


O crescimento populacional da variante alta afeta bastante as mudanças de razão de dependência previstas, quando comparadas à variante média, mas ainda persiste a tendência de redução da dependência total até por volta de 2020, com crescimento a partir daí. A razão de dependência dos mais jovens cai até se estabilizar em torno de 32 por 100 pessoas em idade ativa, em 2020, e o impacto do envelhecimento é menor. Comparado com a variante média, no entanto, o nível de dependência cresce mais rapidamente na segunda metade do período: na variante média, a razão de dependência em 2050 é de 59, enquanto na variante alta é de 64. Mas ainda existe um bônus demográfico nas primeiras décadas do período, porém em intensidade menor.

Finalmente, passemos a visualizar as variações em razão de dependência com o prognóstico da variante baixa, no gráfico 5. As mudanças previstas nessas projeções são mais acentuadas: a redução da dependência das coortes mais jovens é muito mais pronunciada, caindo a um terço do nível de 2000 em 50 anos, ao passo que a dependência dos mais idosos se multiplica por cinco. O bônus possível pela variante baixa é mais elástico que os das duas projeções anteriores, a razão de dependência total no auge do período é a mais baixa das três, assim como a dependência total projetada para 2050 é também menor.

GRÁFICO 5

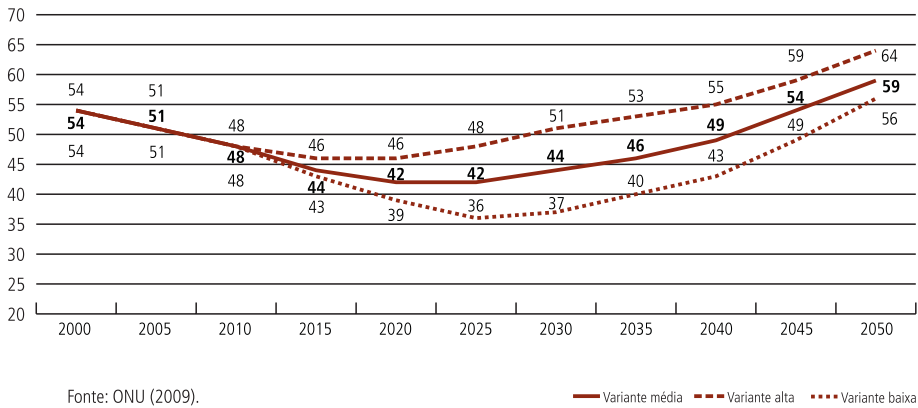
Brasil: razão de dependência (total e por grupos etários) – variante baixa – 2000 a 2050



Analisando os três cenários simultaneamente, o que se pode dizer com base nas projeções populacionais é que a ocorrência de um bônus demográfico é uma situação iminente, mas sua intensidade e elasticidade no tempo dependem de como a população mudará de estrutura etária no período. Quanto mais próximas essas mudanças estiverem das variantes média e baixa, mais duradouro e mais profundo será o bônus brasileiro – e, como já foi comentado, o viés atual aponta para uma situação intermediária entre as duas variantes. O gráfico 6 mostra a evolução das razões de dependência totais, simultaneamente, nos três cenários, permitindo

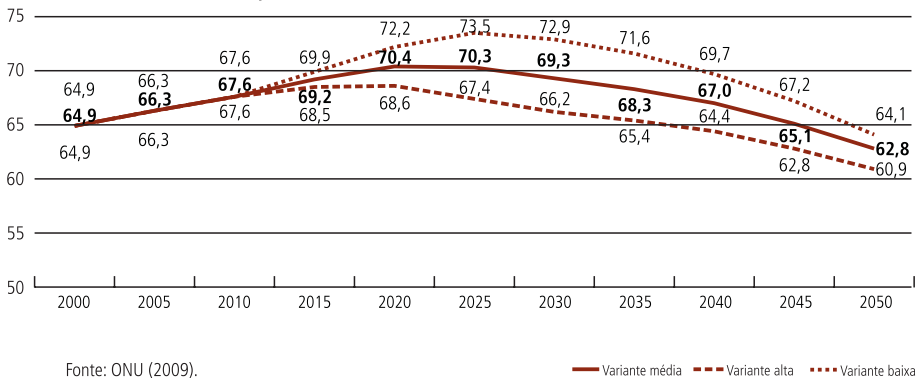
ver que a tendência à redução desta variável está presente nas três projeções, com destaque para o fato de a variante baixa ser aquela na qual a previsão do bônus é a mais otimista. Como tendência geral, vê-se que a razão de dependência total vai se reduzir até meados de 2020, voltando a crescer em seguida, mas atingindo patamares mais altos na perspectiva de a população manter-se crescendo em níveis elevados, como na variante alta. Na variante média (linha cheia, com valores em negrito), essa tendência é mais branda.

GRÁFICO 6
Razão de dependência: comparação entre as três variantes

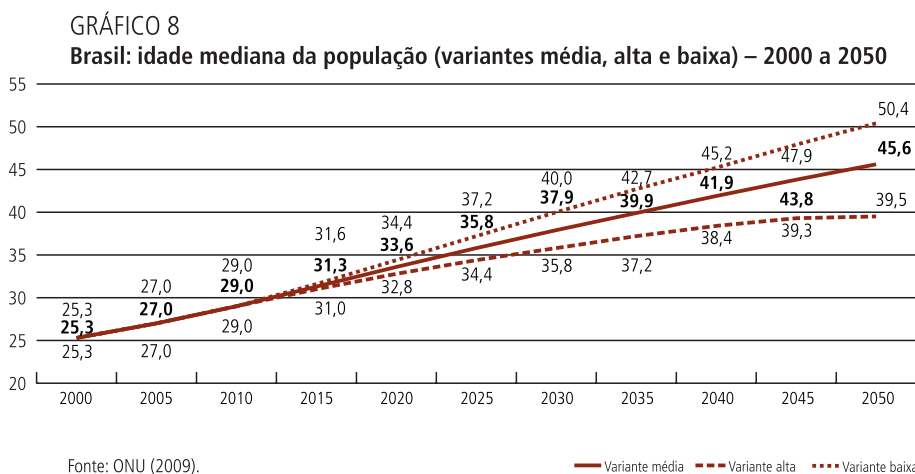


Se, de outra forma, procuramos visualizar o que acontece com o outro lado da razão de dependência, ou seja, como a população em idade ativa evolve no mesmo período de análise, chegaremos à mesma conclusão, por uma ótica diferente. Isto é mostrado no gráfico 7.

GRÁFICO 7
Brasil: População em Idade Ativa (15-64 anos), em % da população total (variantes média, alta e baixa) – 2000-2050



Vemos novamente como a variante baixa faz a previsão mais otimista para o bônus brasileiro: no ápice, a variante prevê 73,5% da população em idade ativa em 2025, isto é, praticamente três em cada quatro brasileiros estariam em idade produtiva. Na variante média, esse número seria ligeiramente menor, em torno de 70,3%, mas ainda é um valor bastante expressivo. Esses números mostram que a tendência da população nas próximas duas décadas caminha inexoravelmente em direção a uma janela de oportunidades demográficas que podem se configurar em um bônus, se devidamente aproveitadas. Outro dado que corrobora essa previsão é a análise das idades medianas da população ao longo dessas décadas. Medianas mais altas indicam maior concentração de pessoas em idades adultas. O gráfico 8 mostra a evolução das idades medianas para o período em escopo.



Note-se que, em meados de 2030, as medianas das idades estarão girando em torno dos 35 anos. Isso significa que metade da população está acima e a outra metade abaixo dessa idade. Esse é o auge do bônus, como já foi comentado. A partir daí, as medianas avançam aceleradamente – nas variantes média e baixa para idades cada vez mais elevadas, exibindo a nova configuração populacional brasileira, isto é, de uma população em processo de envelhecimento. Mas as idades medianas de 35 anos em torno de 2030 são mais um reforço à previsão da oportunidade do bônus demográfico. Mantidas as atuais condições de inserção no mercado de trabalho, por exemplo, teríamos um contingente significativo de pessoas em idades produtivas e ainda longe de retirarem-se do mercado de trabalho via aposentadoria. Uma parcela significativa desses trabalhadores só irá retirar-se do mercado após a década de 2050. O bônus, portanto, pode perdurar por quase toda a metade do século XXI, no Brasil. Uma oportunidade única, a ser aproveitada.

Cabe, portanto, compreender que a oportunidade virá, pois o padrão de evolução atual da população brasileira caminha em uma trilha intermediária entre as projeções média e baixa, e em ambas, como vimos, há um bônus demográfico significativo a ser testemunhado nos anos vindouros. Haverá, pelo menos nas próximas duas décadas, uma proporção cada vez maior de pessoas em idade adulta, economicamente produtivas – ao menos em potencial –, que podem, pelo seu trabalho, reforçar a tendência de crescimento econômico nos próximos anos, dinamizar a economia, aumentar a poupança e contribuir para o desenvolvimento do país. E há políticas importantes envolvidas no aproveitamento dessa oportunidade. A literatura trata dessas políticas mais detalhadamente, mas, em síntese, elas passam pela manutenção de altas taxas de emprego nos anos do bônus demográfico, por uma substancial elevação do investimento em educação, saúde e bem-estar da população para garantir níveis mais altos de produtividade por trabalhador, por incentivos à poupança e pela preparação do país para os anos que se seguem ao bônus – uma vez que, com o envelhecimento da população, as bases do crescimento via bônus tornam-se coisa do passado. A nova realidade que se impõe é de uma população idosa muito maior, e a riqueza acumulada nos anos do bônus pode assegurar a transição não traumática para os anos pós-bônus. Este será o assunto da próxima seção.

5 ESTRUTURA ETÁRIA E MERCADO DE TRABALHO

Passemos agora a uma análise de como a estrutura etária da população brasileira afetará o mercado de trabalho no período temporal em escopo. A estrutura etária tem grande influência sobre o mercado de trabalho, sendo que é preciso compreender a relação entre a população em idade ativa (PIA), a população economicamente ativa (PEA) e a população total para se entender as potencialidades da dinâmica demográfica para aumento ou diminuição da proporção entre “produtores” e consumidores na economia.⁵ Nesta seção, fazemos um exercício de simulações de cenários com a dinâmica do mercado de trabalho e a estrutura populacional, tomando em conta um período ainda mais longo, com início na década de 1970 e estendendo-se até 2050.

Começemos por considerar a PEA e as taxas de atividade (TAs) segundo os dados das PNADs de 2005 e 2006. Tomamos a PEA e a TA média para estes dois anos, a fim de evitar variações anuais sazonais e outras influências aleatórias nas taxas de atividades específicas. Nessa análise, utilizamos as idades de 15 e 59 anos como idades de início e de fim da PEA, pois este intervalo etário abarca as maiores

5. Essa distinção entre produtores líquidos e consumidores vem da literatura sobre o bônus demográfico. Uma vez que a hipótese do bônus demográfico aceita a abordagem da teoria do ciclo de vida, durante as fases mais jovens e mais avançadas em idade, ao longo do ciclo de vida dos indivíduos, estes são consumidores líquidos, pois consomem mais do que produzem. O inverso ocorre nas idades economicamente ativas, quando a capacidade produtiva é plena e o indivíduo produz mais do que consome, sendo, então, produtor líquido.

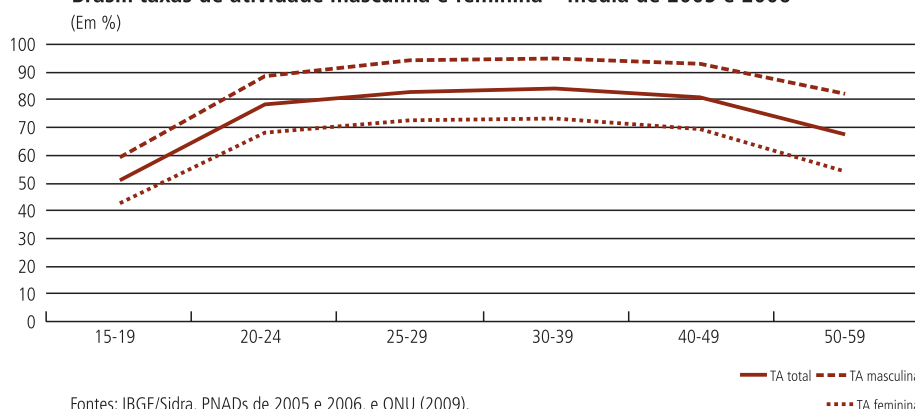
taxas de atividade. Não utilizamos os grupos etários mais jovens e mais idosos por dois motivos, a saber:

- embora existam, de fato, crianças e adolescentes de 10 a 14 anos trabalhando, a legislação brasileira e a internacional consideram que todas as pessoas desta idade devem estar na escola e não no mercado de trabalho; além disso, o Brasil tem se empenhado no combate ao trabalho infantil, reduzindo lenta mas continuamente o efetivo de pessoas trabalhando nessas idades; e
- o Estatuto do Idoso no Brasil estabelece a idade de 60 anos como referência para definição de pessoas idosas; além disso, a partir desta idade já ocorre a grande incidência de pessoas aposentadas no Brasil.

Sabemos que a PEA masculina tem apresentado uma ligeira tendência de diminuição ao longo das últimas décadas, ocorrendo uma tendência inversa com relação às taxas de atividade femininas.⁶ Porém, para efeito das simulações de cenários das mudanças na estrutura etária, é útil manter constante as taxas específicas de atividade tal como mostradas no gráfico 9, pois isto permite avaliar um “efeito puro” das alterações da estrutura de idades da população. Mais uma vez, os dados utilizados para a projeção da população brasileira são da Divisão de População da ONU. A projeção média que adotamos no trabalho coincide bastante com a projeção oficial do IBGE, revisão de 2008, mas tem a vantagem de ter um nível maior de desagregação dos grupos etários.

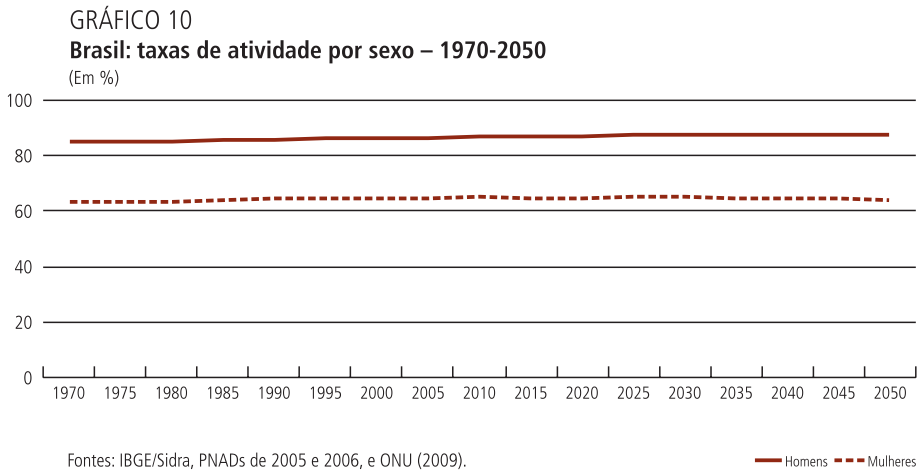
GRÁFICO 9

Brasil: taxas de atividade masculina e feminina – média de 2005 e 2006



6. Análises mais detalhadas sobre esse aspecto, e por coortes etárias, podem ser encontradas em Rios-Neto e Wajman (2000).

O gráfico 10 mostra que, aplicando as taxas de atividade específicas – dadas pela média dos anos de 2005 e 2006 – à estrutura etária brasileira de 1970 a 2050, nota-se um pequeno aumento – uma “quase estabilidade” – durante todo o período para ambos os sexos. Isto quer dizer que, dado determinado padrão constante de taxas específicas de atividade, o efeito sobre a taxa de atividade (de 15-59 anos) não se altera significativamente ao longo das próximas décadas.



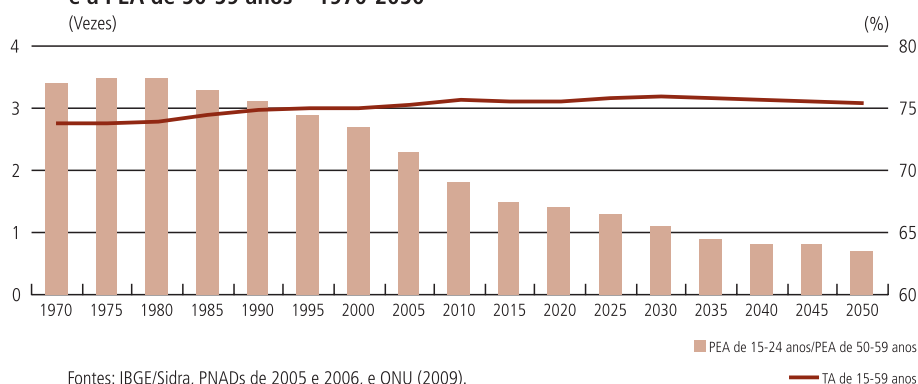
Se existe, porém, certa estabilidade nas taxas de atividade totais no período, o gráfico 11 mostra que existe grande transformação interna na distribuição etária da PEA. Entre 1970 e 1985, a PEA jovem (de 15 a 24 anos) era aproximadamente 3,5 vezes maior do que a PEA “madura” (de 50 a 59 anos). Nos anos de 2000 e 2020, essa relação deve cair para 2,7 e 1,4 vezes, respectivamente. Entre 2030 e 2035, a PEA dos grupos etários 15-24 e 50-59 fica do mesmo tamanho, mas, em 2050, a PEA “madura” será 30% maior do que a PEA jovem. Evidentemente, essa mudança na composição interna da estrutura etária da PEA brasileira tem diversas implicações econômicas e sociais. No entanto, uma PEA mais “envelhecida” significa uma força de trabalho com maiores níveis educacionais, com maior experiência e, *ceteris paribus*, com maior produtividade. Isto significa que a PEA pode contribuir com o desenvolvimento brasileiro e com o aumento da renda *per capita*, pois a renda tende a aumentar com a idade.

Outro efeito positivo do crescimento da PEA pode ser observado no gráfico 12, que mostra o percentual desta sobre a população total. Nota-se que a PEA total representava um percentual abaixo de 40% da população no início da década de 1970. Esse percentual vem crescendo à medida que a população avança para a predominância de idades adultas e deverá chegar a cerca de 50% entre 2015 e 2025, iniciando depois uma trajetória de queda. Porém, mesmo com essa queda, em 2050 esse percentual ainda se encontrará em 42%, ou algo em torno de 4 pontos percentuais (p.p.) acima

dos 38% de 1970. Um maior percentual da PEA sobre a população total representa um ganho para o país, pois significa que a relação entre ativos e inativos favorece os primeiros, com ganhos para toda a sociedade – esta é outra forma de manifestação do bônus demográfico.⁷ Até o ano de 2025, a relação entre a PEA e a população total deverá ser favorável ao crescimento econômico, possibilitando, entre outras coisas, um reforço para a tentativa de superação da pobreza e das desigualdades extremas nos indicadores socioeconômicos do país, pois essa relação entre “produtores” e consumidores possui efeitos macro e microeconômicos.⁸

GRÁFICO 11

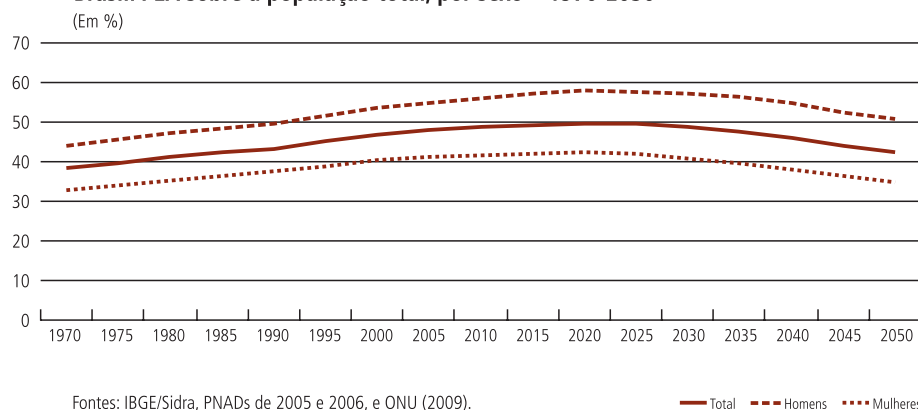
Brasil: taxas de atividade para ambos os sexos e razão entre a PEA de 15-24 anos e a PEA de 50-59 anos – 1970-2050



Fontes: IBGE/Sidra, PNADs de 2005 e 2006, e ONU (2009).

GRÁFICO 12

Brasil: PEA sobre a população total, por sexo – 1970-2050



Fontes: IBGE/Sidra, PNADs de 2005 e 2006, e ONU (2009).

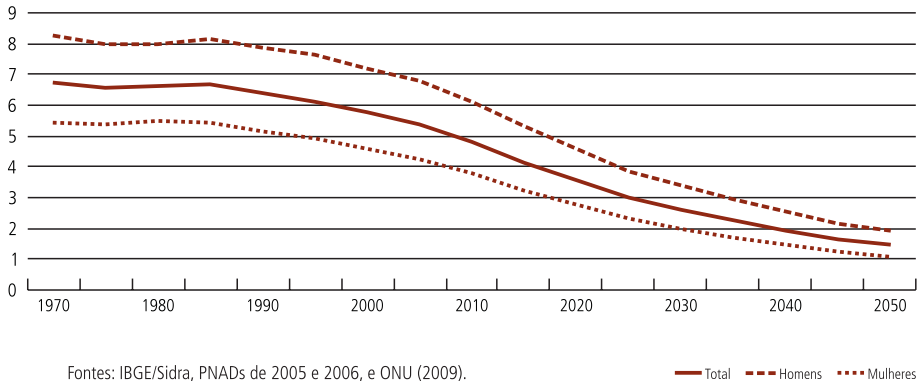
7. Em linguagem específico da hipótese do bônus, há maior abundância de produtores líquidos na economia que de consumidores líquidos.

8. Efeitos macroeconômicos que se podem enumerar *a priori* estão no nível de poupança agregada, de oferta de mão de obra e de possíveis ganhos na produtividade total dos fatores. Efeitos microeconômicos estão ligados à dinamização do consumo das famílias e incentivos ao investimento no nível das empresas, entre outros.

O primeiro bônus demográfico, como mostra a literatura, é um fenômeno temporal que tem data para acabar, pois se beneficia, em um primeiro momento, das vantagens da estrutura etária, mas depois perde seus efeitos positivos à medida que avança o processo de envelhecimento. No gráfico 13, que mostra a razão entre a PEA total e a população em idades iguais ou superiores a 60 anos, visualizamos que a PEA brasileira total era algo superior a seis vezes a população de 60 anos e mais entre 1970 e 1995. Esta relação vai caindo progressivamente, mas deve ficar acima de duas vezes até 2035. A partir desse período, essa razão cai expressivamente, passando a ser menor do que dois, devendo alcançar a cifra de 1,4 vez, em 2050. Ou seja, em 2050, haverá um idoso para cada 1,4 pessoa de 15-59 anos que se encontra na PEA. Confirmando-se uma razão assim tão apertada, este fato vai evidentemente pressionar bastante os sistemas previdenciários. É em face dessa previsão que as discussões a respeito de financiamento, sustentabilidade financeira e idades para retirada do mercado de trabalho devem ser consideradas. Nas condições atuais, uma relação apertada como esta poderia significar um estrangulamento muito forte sobre os sistemas de previdência públicos e privados. A capacidade do governo e de operadores de previdência privada de fazer frente aos desafios do envelhecimento também passa pelo aproveitamento das oportunidades geradas pelo bônus demográfico que precedem o avanço do processo de envelhecimento.

GRÁFICO 13

Brasil: razão entre a PEA e a população de 60 anos e mais, total e por sexo – 1970-2050
(Vezez)



No caso dos homens que possuem uma taxa maior de atividade e uma esperança menor de vida, a relação entre o tamanho da PEA e o tamanho da população idosa deverá cair de oito vezes na década de 1970 para cerca de duas vezes em 2050. Contudo, a relação fica mais desfavorável para o caso das mulheres que possuem menores taxas de atividade e maior esperança de vida, pois a relação entre a PEA e a população feminina idosa – que estava acima de cinco vezes entre 1970 e 1990 – cai rapidamente nos anos seguintes até alcançar a paridade (um por um), em 2050.

Além disso, as mulheres aposentam-se, nas condições atuais, cinco anos antes dos homens. Portanto, a relação entre a PEA feminina e a população idosa feminina tem condições atuariais mais desfavoráveis do que as masculinas.

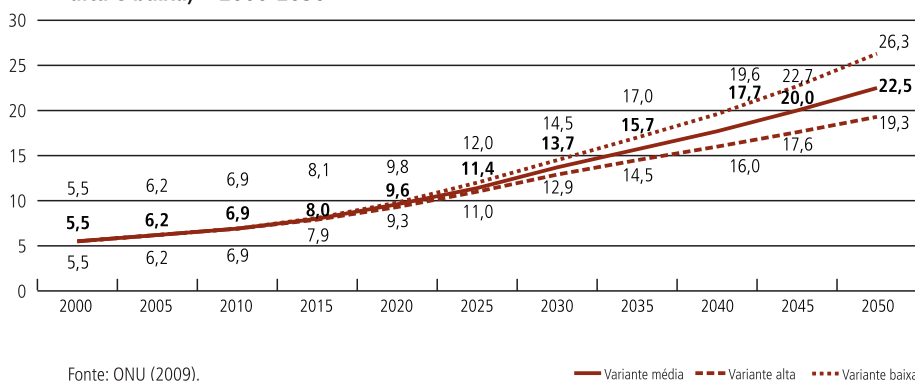
6 O BRASIL EM MEADOS DO SÉCULO XXI: POPULAÇÃO ENVELHECIDA – BÔNUS OU ÔNUS DEMOGRÁFICO?

Observando-se mais uma vez as pirâmides etárias da população brasileira em 2050, como já foi comentado páginas atrás (seção 3), notamos que em 2050 o peso relativo dos mais idosos na população brasileira – tomando-se aqui como mais idosos aqueles com 65 anos de idade ou mais – será expressivo, levando o país a uma situação absolutamente inédita até esse momento de sua história. Nessa época, pelas projeções mais prováveis, como já visto, jovens e adultos terão menor proporção na população total, enquanto os mais idosos estarão pesando muito mais tanto em números relativos quanto em números absolutos. A população brasileira estará envelhecendo a uma taxa relativamente acelerada.

O gráfico 14 mostra, a partir das três variantes de projeção populacional das Nações Unidas, como a participação relativa dos maiores de 65 anos crescerá de forma marcante nas próximas décadas. Pela variante média, em 2050, aproximadamente 22,5% da população brasileira terão mais de 65 anos de idade. Na variante baixa, esse número chega a 26,3%. Ou seja, aproximadamente um em cada quatro brasileiros terá mais de 65 anos de idade em 2050. O que isso representa para a economia brasileira? Poderá o envelhecimento populacional pôr fim ao bônus demográfico e reverter o cenário positivo de conjugação de variáveis econômicas e demográficas? Essa resposta é muito complexa e não se pode fazer ilações sobre um período ainda bastante distante no tempo, com base em cenários que não levaram em consideração todas as alternativas possíveis de políticas públicas.

GRÁFICO 14

Brasil: população de 65 anos e mais (em % da população total, variantes média, alta e baixa) – 2000-2050



Fato é que a população estará envelhecendo rapidamente em qualquer desses três cenários. Mais que isso, será uma população que também estará vivendo por mais tempo. Nas projeções da ONU, a expectativa de vida ao nascer deverá subir dos atuais 71 anos para 79,9 anos de vida – nas três variantes essas expectativas são iguais –, sendo que a expectativa de vida dos homens estará em torno de 76,5 anos, enquanto a das mulheres será de 83,4 anos.

Uma população envelhecida representa uma série de novos desafios a serem encarados nos próximos anos. Os dois mais patentes que se apresentam a uma primeira vista são aqueles ligados à saúde pública e à questão previdenciária. Em termos de saúde, a população demandará toda uma gama de serviços que atualmente ou não existem ou são insuficientes. A demanda por medicina especializada em idosos, as implicações do custo de tratamento de doenças típicas de idades avançadas, o tipo de atendimento adequado a essa parcela da população são todos fatores novos cuja demanda crescerá nas próximas décadas a uma taxa que as autoridades governamentais terão de não somente prever mais corretamente, como também serem capazes de responder em um *timing* totalmente diferente do atual. Do ponto de vista da saúde pública, a população mais idosa representará uma variável nova, com peso relativamente grande e crescente sobre os orçamentos públicos. As múltiplas dimensões de problemas relacionados à saúde pública voltada para uma população idosa deverão ser objeto de análise nos próximos anos, a fim de que o país se prepare de forma adequada para a nova realidade que vai começar a se impor nas próximas décadas.

A outra preocupação que emerge da projeção de envelhecimento populacional diz respeito à sustentabilidade dos sistemas de previdência pública e privada, dadas as condições vigentes e os prognósticos futuros. Como já foi visto na análise da interação entre estrutura etária e mercado de trabalho, com o envelhecimento populacional, as pressões da população idosa sobre a PEA terão peso considerável. A questão previdenciária brasileira vem há tempos despertando preocupações nos especialistas, levando a debates acalorados, tendo como base as questões relativas à sustentabilidade do sistema atual a longo prazo. Essa discussão possui dois lados, os quais são diametralmente opostos em termos de abordagem do problema, de previsão e de soluções oferecidas.⁹ O que nos compete neste espaço, sem tomar partido por um tema que foge ao escopo deste capítulo, é tão somente trazer à tona o fato de que os prognósticos atuais sobre a população brasileira nas próximas quatro décadas apontam para uma realidade totalmente nova e desconhecida, com a qual os governos deverão aprender a lidar. Em meados do século XXI, o Brasil será um país envelhecido. Um contingente significativo da população estará fora das atividades

9. Para ficar em somente dois, entre os muitos debatedores em posições conflitantes sobre o tema, recomendamos, a título de sugestão, somente, a leitura de Lavinas (2008) e Lavinas e Cavalcanti (2008), representando um dos lados do debate, e de Giambiagi (2007), no espectro oposto.

produtivas – um em cada quatro brasileiros – e pesando sobre as contas públicas, tanto no lado da saúde pública, quanto no lado previdenciário. A capacidade do país de encarar esses novos desafios passa, certamente, pela antecipação dos possíveis problemas que o envelhecimento poderá trazer: preparação para fazer frente a eles e – voltamos ao tema – aproveitamento adequado das oportunidades geradas nos anos de bônus demográfico, a fim de construir estruturas socioeconômicas que permitam fazer frente ao envelhecimento da população.

7 CONSIDERAÇÕES FINAIS: QUESTÕES RELEVANTES SOBRE A POPULAÇÃO BRASILEIRA E O DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO NAS PRÓXIMAS DÉCADAS

As seções precedentes apresentaram as perspectivas sobre os possíveis caminhos que a população brasileira deverá trilhar nas próximas décadas, até por volta de 2050. Pelas tendências atuais, observa-se uma tendência de desaceleração do crescimento populacional e de crescente aceleração da população adulta a médio prazo, e então, no longo prazo, de envelhecimento e – possivelmente – de decréscimo numérico. Vários pontos positivos e algumas preocupações que emergem dessas perspectivas já foram apresentados ao longo do texto. Mas, a título de conclusão, foram alinhavados a seguir alguns tópicos que se nos apresentam como questões relevantes, nas quais o aspecto populacional deve ser encarado para que se tome a população como uma das variáveis importantes a serem consideradas na complexa equação do desenvolvimento econômico brasileiro nas próximas décadas.

Em síntese, dois tipos de questões emergem do que foi apresentado:

Questões de médio prazo

Médio prazo, aqui, foi definido como o período de até duas décadas, e que, na análise dos aspectos populacionais apresentados anteriormente, inclui como principal cenário a possibilidade de ocorrência de um bônus demográfico no Brasil, até por volta de 2025-2030. Para que o país possa conciliar seu desenvolvimento econômico com a estrutura de sua população nesses anos, destacam-se as questões:

- 1) Educacionais – o país deve enfrentar o problema não somente do ponto de vista de universalização do acesso à educação infantil e pré-escolar e aos níveis fundamental e médio de ensino, além, é claro, da maior capilaridade do ensino superior e técnico, mas deve enfrentar a questão da qualidade do ensino. É praticamente consensual a perspectiva de que a produtividade mais alta está positivamente relacionada a maiores anos de estudo. O desafio adicional no Brasil é garantir um ensino de maior qualidade, pois universalizar o acesso é só um lado da moeda, o outro é preparar melhor aqueles que, egressos das escolas e das universidades, vão entrar em um mercado

de trabalho cada vez mais dinâmico e talhado pelas novas tecnologias. Vale lembrar que a geração que nasceu na primeira década do novo século estará entrando no mercado em meados do período aqui analisado, isto é, em 2025-2030, no limite, portanto, do período de possível ocorrência do bônus demográfico. Essa geração será a primeira a enfrentar a mudança de sentido da curva da razão de dependência, e sobre ela recairá, nas décadas seguintes, o crescente peso da população idosa sobre a PEA. Preparar esse contingente de pessoas de forma adequada para o mercado de trabalho é um desafio, e o tempo para responder a ele é relativamente curto.

- 2) Macroeconômicas – a literatura sugere que não há bônus demográfico quando não se atinge o pleno emprego dos fatores de produção. O que se quer dizer é que o bônus não ocorre se houver desperdício de recursos humanos: de pouco adiantará ter mais pessoas em idade ativa se essas pessoas não puderem efetivamente trabalhar e produzir. A macroeconomia do país deve ser favorável à empregabilidade. O bônus demográfico configura-se como um potencial, uma energia acumulada, como água em uma represa de uma hidrelétrica. Produzir energia a partir desse potencial é um trabalho de engenharia para a hidrelétrica, da mesma forma que produzir crescimento e desenvolvimento econômico a partir do potencial energético humano – advindo das melhores condições demográficas dos anos de bônus – é uma tarefa que vai exigir muito dos agentes públicos que conduzem as políticas macroeconômicas do país. É preciso atrair investimentos, gerar postos de trabalho, abrir a economia, dinamizá-la e inscrevê-la nos polos mais dinâmicos de crescimento econômico a partir dos avanços tecnológicos recentes e em curso. Também é preciso utilizar os anos de bônus para acumular poupança e ativos econômicos que possam garantir a transição para o pós-bônus. Não se sabe com certeza se um segundo bônus demográfico pode ocorrer, embora ele esteja previsto na literatura. Sua ocorrência, no entanto, está fundamentada na capacidade de gerar poupança e riqueza nos anos do primeiro bônus. Gerar e gerir adequadamente poupança no bônus demográfico pode ser a solução aos desafios do envelhecimento populacional no longo prazo. A meta 1B dos Objetivos do Desenvolvimento do Milênio estabelece a busca pelo pleno emprego e o trabalho decente. Assim, quanto maior for a geração de emprego e o grau de sua formalização, maiores serão as chances de se aproveitar os benefícios da estrutura etária do país.
- 3) Políticas públicas – as mudanças populacionais em curso vão exigir dos agentes públicos capacidade de previsão e reação às novas necessidades que a população deverá demandar. Embora o desafio educacional seja imenso, a médio prazo, a demanda por escolas e universidades deverá começar a reduzir-se a longo prazo, ao mesmo tempo em que outras

estruturas sociais deverão ver sua demanda crescendo. A médio prazo, a maior participação feminina no mercado de trabalho deverá demandar mais creches, embora essa demanda deva cair a longo prazo, dado que a participação de crianças na população como um todo vai diminuir. Clínicas para idosos, no entanto, deverão ter demanda crescente, assim como outros equipamentos públicos voltados à população acima de 65 anos. Essa abordagem permitirá a melhor alocação de recursos, evitando-se desperdícios com despesas mal pensadas por não levarem em conta as mudanças populacionais previstas.

Questões de longo prazo

O longo prazo, no escopo da presente análise, compreende as décadas de 2030 ao início dos anos de 2050. É o período da reversão da curva de razão de dependência e de aceleração do envelhecimento populacional. Como é bem mais difícil discutir o longo prazo, cabe tão somente dizer, antecipadamente, ainda que pareça óbvio, que as ações de médio prazo serão absolutamente determinantes do que o país poderá colher a longo prazo. Se o médio prazo representar a criação de condições favoráveis ao desenvolvimento do país ao longo da transição demográfica de uma população ainda relativamente jovem para uma população envelhecida, este longo prazo não deverá ser traumático. A população estará envelhecendo e vivendo em condições muito melhores que as atuais, em condições econômicas, intelectuais e de saúde muito superiores aos padrões vigentes no começo do século. Isso configuraria um sucesso da transição demográfica aqui analisada.

O lado complicado da equação é que as ações que podem envidar um longo prazo de desenvolvimento com envelhecimento dependem de ações que começam a ser tomadas agora. Infelizmente, porém, o calendário da demografia não se conjuga necessariamente com o calendário político. Da mesma forma, as ações de política econômica quase sempre estão focadas em prazos mais curtos, dada a imprevisibilidade que paira sobre o longo prazo e, no caso brasileiro em particular, à cultura curto-prazista de condução de política econômica. É muito complexo pedir às autoridades governamentais, aos agentes políticos e aos formuladores de política econômica que pensem no país em 2050. Mais difícil ainda é solicitar desses mesmos agentes que pensem a população brasileira em 2030 ou em 2050, na sua conjugação com as variáveis econômicas. Para facilitar o diálogo, portanto, com aqueles que terão poder de agir agora para garantir as próximas décadas de desenvolvimento brasileiro é que este artigo voltou-se para as questões populacionais. Sabe-se que estaremos, em 2030, mais adultos e, em 2050, mais velhos. Sabe-se que haverá menos crianças e mais idosos. Sabe-se que se estará vivendo mais por essas épocas. As perguntas que emergem, na esfera da economia, são, portanto, duas: conseguiremos superar a pobreza e a exclusão social? Estaremos vivendo melhor?

REFERÊNCIAS

ALVES, J. E. D. População, bem-estar e tecnologia: debate histórico e perspectivas. **Revista Multiciência**. Campinas: Unicamp, 2006. Disponível em: <http://www.multiciencia.unicamp.br/art02_6.htm>

_____.; BRUNO, M. A. P. População e crescimento econômico de longo prazo no Brasil: como aproveitar a janela de oportunidade demográfica? *In*: ENCONTRO NACIONAL DE ESTUDOS POPULACIONAIS, 15. **Anais...** Caxambu: ABEP, 2006. Disponível em: <www.abep.org.br>

BERQUÓ, E.; GARCIA, S.; LAGO, T. (Coord.). **Pesquisa Nacional de Demografia e Saúde da Criança e da Mulher**: PNDS, 2006. São Paulo: CEBRAP, 2008. (Relatório final). Disponível em: <http://bvsmms.saude.gov.br/bvs/pnds/img/relatorio_final_pnds2006.pdf> Acessado em: 2 fev. 2009.

CARVALHO, J. A. M.; WONG, L. R. Demographic and socioeconomic implications of rapid fertility decline in Brazil: a window of opportunity. *In*: MARTINE, G.; DASGUPTA, M.; CHEN, L. (Ed.). **Reproductive change in India and Brazil**. [S.l.]: Oxford University Press, 1998. p. 208-240.

GIAMBIAGI, F. **Reforma da previdência**: o encontro marcado. Rio de Janeiro: Campus, 2007.

IBGE. **Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios – PNAD**, 2005 e 2006.

_____. Projeção da população do Brasil por sexo e idade: 1980-2050, revisão 2008. **Estudos e Pesquisas**, n. 24. IBGE/ DPE, 2008. Disponível em: <http://www.ibge.gov.br/home/estatistica/populacao/projecao_da_populacao/2008/projecao.pdf>

LAVINAS, L. Inclusão e progressividade: os desafios da seguridade social brasileira. *In*: TONELLI, V. F.; MUSSE, J.; SANTOS, R. F. (Org.). **20 anos de Constituição Cidadã**: avaliação e desafios da seguridade social. 1. ed. Brasília: ANFIP, 2008. v. 1, p. 89-96.

_____.; CAVALCANTI, A. O legado da Constituição de 1988: é possível incluir sem universalizar? *In*: FAGNANI, E.; HENRIQUE, W.; LUCIO, C. G. (Org.). **Previdência social**: como incluir os excluídos. São Paulo: LTr, 2008. v. 4, p. 468-469.

LEE, R.; MASON, A. Reform and support systems for the elderly in developing countries: capturing the second demographic dividend. **Genus**, v. LXII, n. 2, p. 11-35, 2006.

MASON, A. **Demographic transition and demographic dividends in developed and developing countries**. Ciudad del Mexico: United Nations Expert Group Meeting on Social and Economic Implications of Changing Population Age Structure, 2005. p. 1.

ONU. United Nations. **World population prospects: the 2008 revision**. New York: United Nations, Department of Economic and Social Affairs, 2009. Disponível em: <<http://esa.un.org/unpp>> Acessado em: 25 jun. 2009.

PAIVA, P. T. A.; WAJNMAN, S. Das causas às conseqüências econômicas da transição demográfica no Brasil. **Revista Brasileira de Estudos Populacionais**, v. 22, n. 2, p. 303-322, jul./dez. 2005.

RIOS-NETO, E. L. G. Questões emergentes na análise demográfica: o caso brasileiro. **Revista Brasileira de Estudos Populacionais**, v. 22, n. 2, p. 371-408, jul./dez. 2005.

_____.; WAJNMAN, S. Quantas serão as mulheres: cenários para a atividade feminina. *In*: ROCHA, M. I. B. da (Org.). **Trabalho e gênero: mudanças, permanências e desafios**. São Paulo: Trinta e Quatro, 2000. p. 59-84.

VASCONCELOS, D. S. **Crescimento econômico, dinâmica demográfica e convergência: uma análise em painel**. 2008. Dissertação (Mestrado) – Escola Nacional de Ciências Estatísticas (ENCE), Rio de Janeiro, 2008.

WONG, L. R. Demographic bonuses and challenges of the age structural transition in Brazil. *In*: IUSSP INTERNATIONAL POPULATION CONFERENCE, 25. 2005. Tours, France. **Anais ...** France: Jul. 2005.

NOTAS BIOGRÁFICAS

André de Melo Modenesi

Professor-adjunto do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ) e doutor em Economia pela mesma instituição. Lecionou no IBMEC-RJ entre 2005 e 2009 e na Universidade Federal Fluminense (UFF), entre 2001 e 2003. É pesquisador do Grupo de Estudos sobre Moeda e Sistema Financeiro do IE/UFRJ. Foi pesquisador, entre 2007 e 2009, da Coordenação de Regimes Monetário e Cambial da Diretoria de Estudos Macroeconômicos do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Dimac/Ipea), vinculado ao Programa de Pesquisa para o Desenvolvimento Nacional (PNPD). Autor do livro *Regimes Monetários: Teoria e Experiência do Real* (Manole, 2005), vencedor do Troféu Cultura Econômica (*Jornal do Comércio* e CAIXA-RS), de artigo publicado no *Journal of Post Keynesian Economics* e na *Revista de Economia Política*, e de capítulos nos livros *Câmbio e Controle de Capitais* (Campus-Elsevier, 2006) e *Sistema Financeiro: uma Análise do Setor Bancário no Brasil* (Campus-Elsevier, 2007).

Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos

Professor-adjunto da Universidade Federal Fluminense (UFF). Possui mestrado em Economia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) e *Ph.D.* em economia pela New School for Social Research (Estados Unidos). Suas áreas de pesquisa são Macroeconomia e Desenvolvimento Econômico, atuando, sobretudo, nos temas inflação e teoria do desenvolvimento. Publicou artigos em revistas científicas no Brasil, além de capítulos de livros.

Cláudio Hamilton Matos dos Santos

Técnico de planejamento e pesquisa do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea). Atualmente é coordenador do Grupo de Finanças Públicas da Diretoria de Estudos Macroeconômicos do Ipea (Dimac/Ipea). Mestre em Economia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) e *Ph.D.* em Economia pela New School for Social Research (Estados Unidos). Autor de diversos artigos em periódicos nacionais e internacionais, atua nas áreas de teoria macroeconômica, macroeconometria, finanças públicas e Contas Nacionais.

Daniel de Santana Vasconcelos

Economista pelo Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ), doutorando em Economia pelo IE/UFRJ, mestre em Estudos Populacionais pela Escola Nacional de Ciências Estatísticas (Ence-RJ), especialista em Desenvolvimento Econômico pela Universidade Federal de Sergipe (UFS). Vencedor do Prêmio Ipea-CAIXA 2005 de monografias (categoria Aluno de Graduação; tema: Sistemas de Financiamento e Oferta de Crédito). Possui artigos publicados em periódicos especializados, capítulos em livros e é coorganizador do livro *Economia Política da Internet* (editora da UFS).

Daniela Magalhães Prates

Professora do Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/UNICAMP) e pesquisadora do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq). Mestre e doutora em Ciência Econômica pelo IE/UNICAMP. Coorganizou, com Luciano Coutinho e Julimar Bichara, *Economía Brasileña Contemporánea* (Madrid, Marcial Pons, 2008) e *La Economía Brasileña en Perspectiva Histórica: de los Años Cincuenta a los Ochenta del Siglo XX* (Madrid, Marcial Pons, 2008), com Luciano Coutinho, Alfredo Arahuetes e Julimar Bichara. Publicou artigos em periódicos especializados nacionais e internacionais, além de diversos capítulos de livros.

Denise Lobato Gentil

Assessora da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Dimac/Ipea) e professora do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ). Possui doutorado em Economia pelo IE/UFRJ, mestrado em Planejamento do Desenvolvimento pela Universidade Federal do Pará (UFPA) (1986) e bacharelado em Economia pelo Centro de Estudos Superiores do Estado do Pará (Cesupa) (1981). Foi diretora-geral da Secretaria Municipal de Finanças da Prefeitura de Belém (Pará) e assessora da Secretaria da Fazenda do Estado do Pará. Pesquisa na área de Macroeconomia, com concentração em política fiscal, seguridade social e desenvolvimento econômico. Escreve regularmente sobre esses temas na *Carta de Conjuntura* (Ipea) e no *Boletim Conjuntura em Foco* (Ipea), tendo publicado artigos em periódicos especializados, capítulos de livro e coorganizou o livro *Produto Potencial e Investimento*, publicado pelo Ipea em 2009.

Fábio Stefano Erber

Professor titular do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ). *Ph.D.* em Economia pela University of Sussex (1978) e pós-doutor

pela Universidade de Paris XIII (2007). Bacharel em Economia pela UFRJ (1965), mestre em Economia do Desenvolvimento pela University of East Anglia (1971). Atua principalmente nas áreas de teoria do desenvolvimento, política industrial e tecnológica e suas relações com as políticas macro. Foi diretor do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES), pesquisador do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea), secretário-geral-adjunto do Ministério da Ciência e Tecnologia (MCT) e criador do Grupo de Pesquisas da Financiadora de Estudos e Projetos (FINEP), consultor de diversas organizações internacionais e membro do Conselho de Administração de instituições de pesquisa tecnológica. Escreveu artigos nos livros *Celso Furtado e o Século XXI* (Manole, 2006) e *América Latina Hoje: Conceitos e Interpretações* (Civilização Brasileira, 2006).

Fernando J. Cardim de Carvalho

Professor titular do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ) e pesquisador do Conselho Nacional de Desenvolvimento Científico e Tecnológico (CNPq). Bacharel em Economia pela Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade da Universidade de São Paulo (FEA/USP), mestre pela Universidade de Campinas (UNICAMP) e *Ph.D.* pela Rutgers University (Estados Unidos). Ex-secretário executivo da Associação Nacional de Escolas de Pós-Graduação em Economia (ANPEC), é atualmente consultor do Instituto Brasileiro de Análises Sociais e Econômicas (Ibase). Tem artigos publicados em revistas nacionais e internacionais, e desenvolve trabalhos relacionados com os seguintes temas: economia pós-keynesiana, sistema financeiro e economia internacional. É autor do livro *Mr. Keynes and the Post Keynesians* (Edward Elgar, 1992) e coautor do livro *Economia Monetária e Financeira* (Campus/Elsevier, 2007).

Jaime Alberto Marques Pereira

Professor da Faculdade de Economia e Gestão da Universidade de Picardie Jules Verne (UPJV), vice-diretor do Centro de Pesquisa sobre a Indústria, as Instituições e os Sistemas Econômicos de Amiens (Criisea), coordenador do mestrado em Economia Aplicada. Diretor de pesquisas desde 1987. Foi docente-pesquisador da Universidade Federal de Pernambuco (UFPE) e consultor dos organismos de desenvolvimento regional e metropolitano no Brasil (1976-1986). Mestre de conferências na UPJV e no Instituto de Altos Estudos da América Latina da Universidade de Paris III (1986-1999), além de professor em Lille II, Grenoble II e UPJV (2000-2010). Principais áreas de trabalho e temas de pesquisa: regimes monetário-financeiros, política monetária, desenvolvimento econômico, teoria da regulação e macroanálise histórica e institucionalista. Possui artigos publicados na *Revue Tiers Monde*, *Revue de la Régulation*, *Année de la Régulation*, além de participações em diversos livros na França, Brasil e América Latina.

Jennifer Hermann

Doutora em Economia pelo Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ) e professora da instituição desde 1994. Lecionou na Universidade Federal Fluminense (UFF) entre 1990 e 1994. Concentra as atividades de ensino e pesquisa nas áreas de Macroeconomia e Economia Monetária e Financeira. Publicou diversos artigos sobre temas dessas áreas em periódicos especializados: *Revista de Economia Política*, *Estudos Econômicos*, da Universidade de São Paulo (USP); *Revista Brasileira de Economia*, do Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas (Ibre/FGV); *Journal of Latin American Studies*, da Cambridge University, entre outros – além de capítulos de livros (editoras Campus-Elsevier, Atlas, Manole). É coautora do livro *Economia Brasileira Contemporânea: 1945/2004* (Campus-Elsevier, 2005).

José Celso Pereira Cardoso Jr.

Economista pela Faculdade de Economia e Administração da Universidade de São Paulo (FEA/USP), com mestrado em Teoria Econômica pelo Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/UNICAMP). Desde 1996 é técnico de planejamento e pesquisa do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea), tendo atuado na Diretoria de Estudos e Políticas Sociais (Disoc) até 2008. Desde então, foi chefe da Assessoria Técnica da Presidência do instituto, coordenou o Projeto Perspectivas do Desenvolvimento Brasileiro e atualmente é o diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia (Diest).

José Eustáquio Diniz Alves

Pesquisador titular da Escola Nacional de Ciências Estatísticas do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (Ence/IBGE). Possui graduação em Ciências Sociais pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG) (1980), mestrado em Economia (1983), doutorado em Demografia pelo Centro de Desenvolvimento e Planejamento Regional da Universidade Federal de Minas Gerais (Cedeplar/UFMG) (1994) e pós-doutorado pelo Núcleo de Estudos de População da Universidade de Campinas (Nepo/UNICAMP). Trabalhou na Secretaria do Trabalho de Minas Gerais entre 1984 e 1988, sendo coordenador estadual do Sistema Nacional de Emprego (Sine) e foi professor da Universidade Federal de Ouro Preto (UFOP) de 1987 a 2002. Foi tesoureiro da Associação Brasileira de Estudos Populacionais (2005-2006) e vice-presidente da Associação Brasileira de Estudos Populacionais (ABEP) (2007-2008). Foi coordenador da pós-graduação da Escola Nacional de Ciências Estatísticas do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (Ence/IBGE) de 2005 a 2009. Tem experiência na área de Economia, Ciências Sociais e Demografia, atuando principalmente nos seguintes temas: família, gênero, fecundidade, direitos reprodutivos, demanda habitacional, bônus demográfico

e população e desenvolvimento. Assina dezenas de artigos sobre esses temas em periódicos especializados, tais como: *Revista Brasileira de Estudos da População, Planejamento e Políticas Públicas* e *Braudel Papers*; publicou capítulos de livros e organizou ou coorganizou diversos livros, entre eles, *Oportunidades Perdidas e Desafios Críticos: a Dinâmica Demográfica Brasileira e as Políticas Públicas* – ABEP, United Nations Population Fund (UNFPA), Comissão Nacional de População e Desenvolvimento (CNPD).

Julia de Medeiros Braga

Professora-adjunta do Departamento de Economia da Universidade Federal Fluminense (UFF). Doutora em Economia pelo Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ). Trabalhou como assessora econômica no Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão (MPOG). Atua nas áreas de Macroeconometria, Política Econômica, Ciclos e Crescimento. Possui artigos publicados em revistas especializadas em sua área de atuação, tais como: *Pesquisa e Planejamento Econômico* (PPE), do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea); e *Economia e Sociedade*, da Universidade de Campinas (UNICAMP).

Miguel Antonio Pinho Bruno

Assessor de Projetos Especiais – Crescimento e Desenvolvimento da Diretoria de Estudos Macroeconômicos do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Dimac/Ipea); pesquisador e professor do Programa de Mestrado em Estudos Populacionais e Pesquisas Sociais da Escola Nacional de Ciências Estatísticas do Instituto de Geografia e Estatística (Ence/IBGE) e professor-adjunto da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (FCE/UERJ). Doutor em Economia pela École des Hautes Études en Sciences Sociales (EHESS-Paris – França) e pelo Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ), ambos concluídos em 2005. Principais áreas de trabalho e temas de pesquisa: financeirização, relações Estado-economia; regimes de crescimento pós-fordistas; mercado de trabalho e relações salariais no Brasil; acumulação de capital e distribuição de renda; e liberalização comercial e financeira. Possui artigos publicados sobre esses temas em periódicos especializados nacionais e internacionais, tais como: *Revista de Economia Política*, *Révue de la Régulation* e *Revue Tiers Monde*, e capítulos em diversos livros.

Paulo Sérgio de Oliveira Simões Gala

Professor da Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas (EESP/FGV-SP) e coordenador do curso de Mestrado Profissional em Finanças e Economia da mesma instituição. Mestre e doutor em Economia pela EESP/FGV-SP.

Publicou artigos em revistas científicas no Brasil e no exterior. Suas áreas de pesquisa são Macroeconomia e Desenvolvimento Econômico, atuando principalmente nos seguintes temas: crescimento econômico, política cambial, efeitos da taxa de câmbio em dinâmicas tecnológicas e fluxos de poupança.

Salvador Teixeira Werneck Vianna

Técnico de planejamento e pesquisa do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea). Atualmente é coordenador do Grupo de Regimes Monetário e Cambial da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac/Ipea). Possui doutorado pelo Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ). Atua principalmente nos seguintes temas: economia brasileira, desenvolvimento, instituições, tributação, incidência tributária. Possui artigos publicados sobre esses temas em periódicos especializados, capítulos de livro. É coorganizador de *50 Anos de Formação Econômica do Brasil: Ensaio sobre a Obra Clássica de Celso Furtado* (Ipea).

Ipea – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – 2010

Editorial

Coordenação

Cláudio Passos de Oliveira

Supervisão

Andrea Bossle de Abreu

Revisão

Eliezer Moreira

Elisabete de Carvalho Soares

Fabiana da Silva Matos

Gilson Baptista Soares

Lucia Duarte Moreira

Míriam Nunes da Fonseca

Editoração

Roberto das Chagas Campos

Aeromilson Mesquita

Camila Guimarães Simas

Carlos Henrique Santos Vianna

Maria Hosana Carneiro da Cunha

Capa

Jeovah Herculano Szervinsk Júnior

Renato Rodrigues Bueno

Livraria

SBS – Quadra 1 – Bloco J – Ed. BNDES,

Térreo – 70076-900 – Brasília – DF

Fone: (61) 3315-5336

Correio eletrônico: livraria@ipea.gov.br

Editores

Salvador Teixeira Werneck Vianna
Miguel Antonio Pinho Bruno
André de Melo Modenesi

Colaboradores

André de Melo Modenesi
Carlos Pinkusfeld Monteiro Bastos
Cláudio Hamilton Matos dos Santos
Daniel de Santana Vasconcelos
Daniela Magalhães Prates
Denise Lobato Gentil
Fábio Stefano Erber
Fernando J. Cardim de Carvalho

Jaime Alberto Marques Pereira
Jennifer Hermann
José Celso Pereira Cardoso Jr.
José Eustáquio Diniz Alves
Julia de Medeiros Braga
Miguel Antonio Pinho Bruno
Paulo Sérgio de Oliveira Simões Gala
Salvador Teixeira Werneck Vianna



Ipea – Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada

Secretaria de Assuntos Estratégicos
da Presidência da República

