



Texto para Discussão 012 | 2013

Discussion Paper 012 | 2013

Reestruturando o Arcabouço de Política Econômica em um Contexto de Crise: em direção a uma nova convenção?

André de Melo Modenesi

Professor do IE/UFRJ, pesquisador do CNPq e diretor da AKB

Rui Lyrio Modenesi

*Ex-Secretário Adjunto de Política Econômica do Ministério da Fazenda, ex-Professor
Adjunto da FCEA da Universidade Federal Fluminense (UFF) e membro da AKB*

Norberto Montani Martins

*Mestre pela UFRJ, pesquisador do Grupo de Estudos de Moeda e Sistema Financeiro e
membro da AKB*

Patrick Fontaine Reis de Araujo

*Doutorando pelo Instituto de Economia (IE) da Universidade Federal do Rio de
Janeiro (UFRJ) e membro da AKB*

This paper can be downloaded without charge from <http://www.ie.ufrj.br/>

Reestruturando o Arcabouço de Política Econômica em um Contexto de Crise: em direção a uma nova convenção?¹

Julho, 2013

André de Melo Modenesi

Professor do IE/UFRJ, pesquisador do CNPq e diretor da AKB

Rui Lyrio Modenesi

Ex-Secretário Adjunto de Política Econômica do Ministério da Fazenda, ex-Professor Adjunto da FCEA da Universidade Federal Fluminense (UFF) e membro da AKB

Norberto Montani Martins

Mestre pela UFRJ, pesquisador do Grupo de Estudos de Moeda e Sistema Financeiro e membro da AKB

Patrick Fontaine Reis de Araujo

Doutorando pelo Instituto de Economia (IE) da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) e membro da AKB

¹ Versão resumida de “Restructuring the Economic Policy Framework in Brazil in a Context of Crisis: moving toward a new convention?”, apresentada na *1st World Keynes Conference* (Izmir, Turquia, 24-8/06/2013).

1 Introdução

O objetivo deste texto é analisar as recentes mudanças no regime de política econômica sob a ótica da emergência de uma nova convenção, no sentido keynesiano do termo. Argumentamos que, majoritariamente, essas mudanças buscam reestabelecer o crescimento econômico como norte da política econômica. Entretanto, seu alinhamento com as prescrições de política econômica de pós-keynesianos é apenas parcial e limitado. São duas seções além desta breve introdução e da conclusão. Na próxima, discute-se a perda de força da até então hegemônica convenção conservadora. Em seguida, são sumariadas as mais relevantes medidas recentemente adotadas.

2 Convenção e Política Econômica no Brasil

Até o fim dos anos 1970, prevaleceu no Brasil a chamada convenção *desenvolvimentista*, que priorizou o crescimento econômico em relação à estabilidade de preços. De 1980 em diante, a lógica inverteu-se e começou a surgir uma convenção *conservadora* que priorizava o controle de preços. Em meados de 1990, após a implementação do Plano Real, baseado em uma âncora cambial, a inflação cronicamente elevada foi finalmente controlada. Em 1999, foi adotado um novo regime de política econômica baseado no *tripé*: regime de metas de inflação, câmbio flutuante com alto grau de mobilidade de capital e metas de superávit primário. Esse regime alinha-se, do ponto de vista teórico, com o *Novo Consenso em Macroeconomia*, apoiando-se nas denominadas hipóteses de *taxa natural de desemprego* e de *neutralidade da moeda*.

A política monetária era hierarquicamente superior às outras: a política econômica buscava a estabilidade de preços, que se tornou, de fato, o único objetivo da política monetária – a ser alcançado por intermédio de um único instrumento, a taxa básica de juros (Selic). A taxa de câmbio deveria flutuar em resposta a variações na Selic e no saldo das entradas e saídas de divisas. A política fiscal foi relegada a um papel secundário, limitada a conter pressões inflacionárias, e sendo, portanto, restritiva. O próprio crescimento econômico tornou-se também secundário – seria um subproduto da estabilidade –, tendo sido excluído da agenda conservadora.

De 1999 a 2003, as turbulências econômicas, como o ataque especulativo de 1998-99, as várias crises, internas e externas, e a volatilidade inflacionária (a meta foi perdida em diversos anos) contribuíram para validação do tripé por parte da sociedade brasileira – “a estabilidade se fazia necessária”. Nesse contexto, estabeleceu-se e disseminou-se uma *convenção conservadora* de que o tripé era a única solução. De fato, até a crise financeira de 2008 a convenção foi hegemônica e o tripé viveu a sua era de ouro. No entanto, o tripé aprisionou a economia brasileira numa armadilha: baixo crescimento, taxas de juros cronicamente altas, câmbio sobrevalorizado e inflação relativamente elevada.

3 Mudanças Recentes na Política Econômica: em busca do crescimento perdido

Os processos de superação da referida armadilha e de enfraquecimento da convenção conservadora tiveram sua origem sinalizada a partir de 2007, quando a crise financeira começa a vir à tona nos Estados Unidos. Com efeito, desde a segunda gestão Lula (2007-10), foram tentadas algumas iniciativas para mudar a política econômica. Mas o processo de mudança só foi intensificado após a crise – já agora internacional – de 2008, especialmente no Governo Dilma, quando passa a acentuar-se o enfraquecimento da hegemonia da convenção conservadora.

As alterações na política econômica buscaram reestabelecer o crescimento econômico e substituir a téttrade baixo crescimento-juros altos-câmbio sobrevalorizado-inflação elevada por outra em que prevalecesse crescimento elevado-juros baixos-câmbio adequado-inflação controlada. Assim, a política econômica começou a aproximar-se de formulações pós-keynesianas. Mas, como veremos, a aproximação, além de incipiente, é parcial e restrita.

Política Fiscal

Os primeiros sinais de flexibilização da política econômica estiveram associados à reorientação da política fiscal. Esta, essencialmente restritiva no primeiro governo Lula, tal como consta no receituário do tripé, começou a ser direcionada para o estímulo aos investimentos públicos. Em 2007, instituiu-se o Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) – reforçado em 2011 pela sua 2ª versão – e, no olho da crise, em 2009, o Minha Casa Minha Vida, objetivando construir dois milhões de domicílios.

Ainda em 2011, lançou-se o Plano Brasil Maior, com medidas de estímulo ao crescimento e à competitividade industrial, contemplando restituição de impostos a firmas exportadoras, antecipação da restituição de impostos incidentes sobre a aquisição de bens de capital (prazo usual: 48 meses), concessão de preferência nas compras governamentais e ampliação do financiamento para pesquisa & desenvolvimento pela Financiadora de Estudos e Projetos (Finep).

Numa iniciativa inovadora, em 2012 substituiu-se a folha de salários pela receita das empresas como base de incidência de alguns tributos, retirando seu impacto direto sobre o custo de mão-de-obra, visando estimular o emprego e fortalecer a competitividade de quase 60 setores, dentre bens de capital (navios, aviões, ônibus, máquinas e equipamentos diversos etc.) e de consumo (calçados, móveis, eletrodomésticos, softwares etc) e beneficiando-os com uma redução tributária de US\$ 6 bilhões em 2013. Estenderam-se essas medidas à energia elétrica consumida por empresas e domicílios e à cesta básica, medidas com mais imediato efeito anti-inflacionário.

Na gestão fiscal, houve mudança nas metas de superávit primário, e os gastos correntes apresentaram significativa volatilidade. Em 2010, houve uma reorientação adotando-se política fiscal expansionista, objetivando estimular a demanda agregada para fazer frente à crise. Em seguida, deu-se um retrocesso, com repressão do gasto público, que se estendeu até meados de 2012. Ante a desaceleração da economia no biênio 2011-12, na virada para 2013 houve novo direcionamento, no sentido de uma política fiscal expansiva.

Os sinais, contudo, são contraditórios. Se, por um lado, reduziu-se o contingenciamento dos gastos à metade do que vinha sendo praticado em 2011-12, por outro lado, sinalizou-se, em 2013, que o montante de investimentos públicos a ser abatido da meta de superávit primário seria menor do que o permitido – a meta poderia ser de 1,8%, mas foi, efetivamente, elevada para 2,2%.

Em síntese, a política fiscal indica que houve um esforço de reativação dos investimentos públicos e de estímulo ao emprego e à competitividade da indústria, com a redução da carga fiscal de importante conjunto de setores. A política fiscal também exerceu papel coadjuvante no controle da inflação. Mas, ela foi muito errática, distanciando-se da prescrição de Keynes e de pós-keynesianos, segundo a qual a política

econômica deve se coordenada e claramente sinalizada aos agentes econômicos (Carvalho, 1997; Sicsú, 2001).

Política Monetária

A política monetária também passou por mudanças relevantes no período. Seu *conservadorismo* deu espaço à diversificação de instrumentos e dos próprios objetivos de política.

Os primeiros sinais estiveram associados à provisão de liquidez ao sistema financeiro após a quebra do banco americano Lehman Brothers, entre 2009 e 2010, mediante a redução nos recolhimentos de depósitos compulsórios. Ao final de 2010, esse instrumento passou a ser empregado para controlar a oferta de crédito e, assim, a demanda agregada, objetivando controlar a inflação. Também foram feitas alterações nos requerimentos de capital (regulados pelo Acordo da Basileia) visando incentivar/desincentivar determinado tipo de operação de crédito, a exemplo de reduções feitas para estimular a aquisição financiada de veículos automotores.

Num passo ainda mais relevante, a utilização desses instrumentos alternativos à taxa de juros foi institucionalizada pela Resolução nº 4.019/11 do CMN, que definiu um arcabouço de ferramentas macroprudenciais (recomendadas pelo mencionado Acordo), a serem utilizadas pelo BCB, com vistas à promoção da estabilidade econômica e financeira.

A diversificação dos instrumentos foi também acompanhada por certa diversificação de objetivos. Embora atingir a meta de inflação seja ainda o principal objetivo da política monetária, a trajetória sustentada de declínio da taxa Selic, inaugurada em agosto de 2011, apontou que o BCB preocupava-se com outros objetivos, em especial com o crescimento econômico – ante a continuidade da crise americana e o recrudescimento da crise europeia, que elevaram a percepção de incerteza dos agentes.

A decisão de cortar a Selic em 0,5 p.p. naquela ocasião ocorreu a despeito da aceleração corrente da inflação e das expectativas futuras de inflação, fato inédito desde a introdução do regime de metas de inflação. O BCB atuou contra o consenso do mercado, que previa a manutenção da taxa vigente, acarretando forte ajuste na curva de

rendimentos dos ativos financeiros. Iniciou-se, então, queda sem precedentes da Selic que, em um ano, caiu de 12,5% para 7,5%.

A recente reversão dessa trajetória sugere que a Selic ainda é – e continuará sendo – usada como principal instrumento de política monetária, mas as mudanças mencionadas já representam flexibilização relevante da política historicamente conservadora do BCB. Sob a nova gestão da autarquia, sinalizou-se que, ainda que momentaneamente, o controle da inflação pode ser subordinado a outros objetivos de política econômica.

Política financeira

Em meio à turbulência ocasionada pela crise financeira no final de 2008 e início de 2009, a preferência pela liquidez dos bancos privados se revelou de forma clara: reduziu-se substancialmente o volume de concessão de crédito e a taxa de crescimento do estoque de crédito caiu drasticamente. Nesse momento, os bancos públicos e de desenvolvimento entraram agressivamente nesse mercado, para restaurar a liquidez das empresas e das famílias, manter o giro das atividades daquelas e contribuir para a reestruturação das dívidas de ambas.

Enquanto a taxa de crescimento, em 12 meses, do saldo de operações de crédito dos bancos privados caía de 35% para 5%, entre a quebra do Lehman Brothers em setembro de 2008 e setembro de 2009, o saldo de crédito originado por bancos públicos atingia 40%. Isso representou certa novidade na forma de operar dessas instituições financeiras, pois, excetuando-se o BNDES e outros bancos de desenvolvimento, a lógica geral de operações dos bancos públicos se assemelhava em muito à lógica privada, desde, pelo menos, meados da década de 1990.

A política financeira reforçou também a política fiscal anticíclica, ajudando a sustentar a demanda agregada, mas, principalmente, exerceu papel fundamental na manutenção da estabilidade financeira dos agentes não-financeiros. Enquanto BNDES garantia a reestruturação das dívidas e o *funding* de longo prazo de diversas empresas, BB e Caixa garantiam a sanidade das contas das famílias e o giro das empresas.

Em 2012, houve nova rodada de expansão do crédito público, agora com objetivo mais amplo, o de restaurar não só a saúde financeira dos agentes, mas principalmente a demanda agregada, a partir do financiamento do consumo e do investimento. Isso foi

acompanhado por uma cruzada contra as elevadas taxas de juros praticadas no mercado de crédito, iniciada com a redução dos *spreads* de BB e Caixa.

Entre abril e setembro de 2012, o BB reduziu seus *spreads* de operações de crédito a pessoas físicas e para capital de giro em 16,7% e 23,8%, respectivamente, enquanto a Caixa promoveu uma redução de 19,7% e 43,8%, respectivamente. Esses movimentos foram acompanhados, ainda que com menor intensidade, pelos bancos privados, o que contribuiu para uma significativa e generalizada redução dos *spreads* e do custo do crédito.

Adicionalmente, houve uma série de medidas com o intuito de estimular a criação de um mercado de capitais de longo prazo. Em especial, a Lei nº 12.431/11 contemplou uma série de incentivos tributários à criação de fundos de investimento e flexibilizou os requerimentos para emissão de títulos corporativos, sobretudo para o financiamento de projetos de infraestrutura.

Resumindo, as medidas de política financeira buscaram reforçar a posição dos bancos públicos no mercado de crédito, no intuito de torná-lo mais competitivo e funcional como fonte de financiamento de curto prazo para empresas e famílias. Paralelamente, os bancos de desenvolvimento e o mercado de títulos corporativos foram orientados para fornecer *funding* adequado aos investimentos.

Política cambial e controle de capitais

A revisão do grau de flutuação do câmbio e dos controles de capitais, que idealmente, segundo o receituário neoclássico, deveriam ser o maior e os menores possíveis, respectivamente, teve início em 2008, em função da entrada massiva de capitais estrangeiros nos mercados financeiros, associada à perspectiva de concessão do grau de investimento à economia brasileira por agências de risco internacionais. Também passou a ser cobrado Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) sobre a entrada de divisas para aquisição de títulos de renda fixa e ações, de modo a desestimular a volatilidade e o excesso desses fluxos.

Desde então, o IOF-câmbio foi utilizado algumas vezes, incidindo sobre diversas operações, para evitar distorções no internacionalizado mercado de capitais. Em 2011, a partir da recuperação dos fluxos de capitais no pós-crise – largamente direcionados aos

países emergentes – e do esgotamento da competitividade da indústria brasileira, em função do longo período de sobrevalorização cambial, o IOF passou a ser utilizado também para reduzir a volatilidade da taxa de câmbio e, principalmente, para controlar seu patamar.

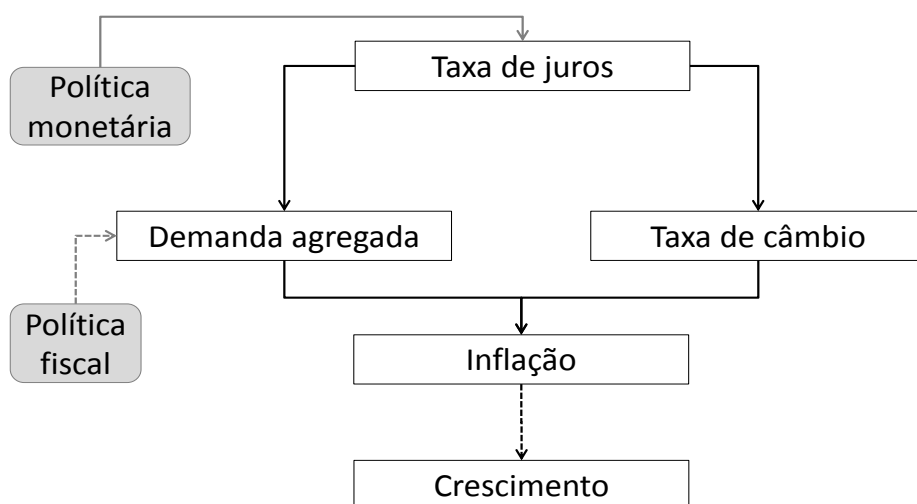
Após a taxa de câmbio atingir praticamente o valor de R\$ 1,50/US\$, impôs-se, em julho de 2011, IOF sobre derivativos cambiais, desestimulando-se apostar na valorização do Real no mercado futuro, contribuindo, decisivamente, para atenuar a sobrevalorização do Real.

Síntese das mudanças

As alterações realizadas desde 2007, mas, sobretudo, a partir de 2011, conformaram novo arcabouço de política econômica – mais amplo e flexível do que o de talhe genuinamente ortodoxo –, em que figura, ainda que precariamente, certa diversidade de objetivos e de instrumentos. O processo de mudança aqui analisado aproximou a política econômica de propostas pós-keynesianas. Todavia, essa aproximação revelou-se parcial e limitada, não alterando, no fundamental, a predominância do caráter ortodoxo da política econômica em curso, como um todo avaliada.

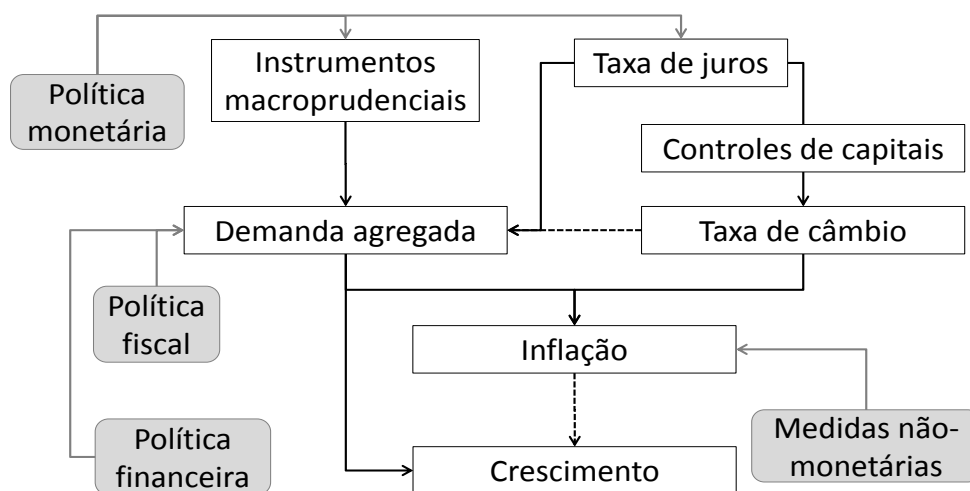
As figuras abaixo ilustram, esquematicamente, a mudança na política econômica ocorrida entre os períodos de 1999-2006 e 2007-2013

Figura 1: Arcabouço de Política Econômica no Brasil entre 1999 e 2006



Fonte: Elaboração Própria.

Figura 2: Arcabouço de Política Econômica no Brasil entre 2007 e 2013



Fonte: Elaboração Própria.

4 Conclusão

Ao que tudo indica, os tempos de reinado absoluto do tripé de política econômica parecem ter ficado para trás. Até recentemente, era amplamente aceita a “regra de bolso”, de fácil explicação e compreensão, vendida como *a* – única e exclusiva – correta fórmula de conduzir-se a política econômica. A crença de que o crescimento econômico seria uma decorrência lógica e inevitável da estabilidade preços e do controle das contas públicas foi abalada.

Agora, o crescimento volta a ter algum lugar na agenda macroeconômica. Como visto, foi adotado amplo espectro de medidas com o objetivo explícito de se promover sua retomada.

Em outras palavras, apesar de o tripé não ter sido abandonado, a sua era de ouro já passou. Entretanto, a alteração verificada na política econômica é embrionária, parcial e restrita. Está muito distante de uma autêntica política de cunho keynesiano.

A política fiscal, ainda que sujeita a oscilações de curto prazo, passou a ter uma preocupação maior em relação à manutenção e ao estímulo da demanda agregada, de forma regular, com especial foco na promoção de investimentos públicos e na reorientação da tributação dos setores produtivos da economia.

Por seu turno, a estratégia de combate à inflação passou a incluir um rol mais amplo de instrumentos, tais como medidas macroprudenciais, desonerações fiscais (especialmente energia e cesta básica) etc., utilizados de forma complementar à Selic.

No campo da política monetária, passou-se a focar também o crescimento ao invés da busca cega e – a qualquer custo – da estabilidade de preços, que marcou a era de ouro do tripé. Adicionou-se, também, a estabilidade financeira como um objetivo explícito, a ser atingido por meio do emprego de ferramentas macroprudenciais.

A garantia do financiamento, tanto de curto como de longo prazo, dos agentes também foi contemplada pelas mudanças: aumentou-se o peso dos bancos públicos e de desenvolvimento no mercado financeiro, com a ampliação da competição neste mercado e a redução dos *spreads*, e implantaram-se medidas para estimular o desenvolvimento do mercado de capitais de longo prazo.

Por fim, a política cambial foi marcada por uma menor mobilidade de capitais, destacando-se o uso do IOF como mecanismo de controle dos fluxos de divisas – em especial do IOF sobre derivativos cambiais –, e pela perseguição de uma taxa de câmbio menos sobrevalorizada, que não funcionasse como principal canal de transmissão da política monetária.

Em que medida essas mudanças refletem a emergência de uma nova convenção? Essa é a pergunta que agora está colocada. Por um lado, não há dúvida de que a convenção conservadora teve sua hegemonia significativamente abalada. No entanto, não está claro se se trata de um movimento mais duradouro ou, ao revés, passível de rápido retrocesso. A dinâmica das convenções – um fenômeno genuinamente sociológico – é não linear e complexa. Como sugerido por Keynes (1936), as convenções são sujeitas a mudanças imprevisíveis.

Assim, ainda não se pode afirmar com segurança que estamos diante da formação de uma nova convenção. As recentes mudanças na política econômica podem perfeitamente estar refletindo um mero espasmo da convenção conservadora, não dando oportunidade à constituição de uma alternativa convenção pró-crescimento econômico. O momento de excepcionalidade – marcado pela crise global – pode explicar boa parte das mudanças. Assim, o retorno a uma situação de maior normalidade econômica pode,

perfeitamente, resultar numa retomada da política econômica ortodoxa e na restauração da hegemonia da convenção conservadora.

Referências

- CARVALHO, F.J.C. (1997). “Economic policies for monetary economies”. *Revista de Economia Política*, Vol. 17 (4), pp. 31-51.
- SICSÚ, J. (2001). “Credible monetary policy: a Post Keynesian approach”. *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. 23 (4), PP. 669-87.