

Da Tríade Mobilidade de Capital, Flexibilidade Cambial e *Metas de Inflação* à Proposição de uma Agenda Econômica Alternativa: uma estratégia de desenvolvimento para a economia brasileira à luz da teoria pós-keynesiana*

Fernando Ferrari Filho**

The outstanding faults of the economic society in which we live are its failure to provide for full employment and its arbitrary and inequitable distribution of wealth and incomes

John Maynard Keynes

1. Introdução

Após inúmeras tentativas frustradas com planos de estabilização implementados no Brasil durante os anos 1980 e 1990¹, o Plano Real é considerado o plano mais bem-sucedido em relação ao seu principal objetivo, qual seja, a redução abrupta e o controle da dinâmica inflacionária. Com efeito, em junho de 1994, um mês antes da introdução do *real* como moeda de curso legal, a inflação anual encontrava-se ao redor de 5.150,0%, ao passo que em setembro de 2002 a inflação acumulada nos últimos 12 meses era de apenas 11,6%².

Se a estabilização monetária representa o sucesso incontestado do Plano Real, o mesmo já não se pode dizer em relação ao desempenho da atividade econômica ao longo do período pós-*real*, pois a taxa média de crescimento do produto interno bruto (PIB), entre 1994 e 2001, foi de 2,8% a.a., semelhante, portanto, à taxa média de crescimento do PIB ao longo dos anos 1980 – período denominado de “década perdida” – que foi de 2,9% a. a.³.

No que diz respeito ao pífio desempenho do PIB ao longo do período do *real*, é importante ressaltar que, em nosso ponto de vista, a estabilidade monetária somente tem

* O presente artigo, escrito em outubro de 2002, contou com o apoio financeiro da Fundação Konrad Adenauer. O autor agradece as sugestões de Luiz Fernando de Paula e Gentil Corazza e aos bolsistas de iniciação científica do CNPq, Piero Basile e Rafael Arena. As idéias contidas no artigo não necessariamente expressam a opinião da referida Instituição, bem como os eventuais erros presentes no artigo são de responsabilidade do autor.

** Professor titular do Departamento de Ciências Econômicas da Universidade Federal do Rio Grande do Sul e Pesquisador Associado do CNPq.

¹ O Plano Cruzado, em 1986, o Plano Bresser, em 1987, o Plano Verão, em 1989, e o Plano Collor, em 1990, são alguns exemplos de políticas de estabilização fracassadas.

² A referências para essas taxas de inflação é o IGP-DI/FGV. Veja, para tanto, <http://www.fgv.br>.

³ As referidas taxas médias de crescimento foram calculadas a partir da Tabela 1.

sentido se ela, ao permitir que os agentes econômicos continuem confiando nas relações contratuais expressas em unidades monetárias, viabiliza os processos de produção, circulação e distribuição da atividade econômica. Em suma, a estabilização de preços não pode se constituir no objeto final da política econômica, mas, sim, na condição para propiciar crescimento e desenvolvimento econômicos sustentáveis.

O presente artigo tem dois objetivos: por um lado, ele busca mostrar que a estabilidade monetária alcançada durante o período do *real* resultou em deterioração dos fundamentos macroeconômicos, impondo, assim, restrições à retomada do crescimento e desenvolvimento econômicos sustentáveis. Nesse particular, nossos argumentos são de que a política econômica na era do *real*, tanto no período julho/1994-janeiro/1999, em que a taxa de câmbio visou à estabilização dos preços e a taxa de juros objetivou o equilíbrio do balanço de pagamentos, quanto a partir de janeiro e junho de 1999, no qual adotou-se os regimes de flexibilidade cambial e *metas de inflação*⁴, respectivamente, tem gerado desequilíbrios fiscais e de balanço de pagamentos que, além de recrudescerem o grau de incerteza inerente ao processo de decisão dos agentes econômicos, visto que os mesmos desconfiam da capacidade que as autoridades monetárias têm em administrar as vulnerabilidade e fragilidade dos macrofundamentos, condicionam e limitam a *performance* da atividade econômica da economia brasileira⁵. Por outro, à luz da teoria pós-keynesiana, o artigo apresenta uma proposição de política econômica que, ao contrapor-se à política econômica atual baseada na tríade mobilidade de capital, flexibilidade cambial e *metas de inflação*, possa não somente assegurar a estabilidade macroeconômica – qual seja, binômio inflação baixa e sob controle e reversão dos constrangimentos fiscal e de balanço de pagamentos – mas, principalmente, viabilizar uma nova fase de crescimento e desenvolvimento econômicos a médio e longo prazos. Para tanto, o artigo, além desta introdução, está dividido em 4 seções. Na seção 2, a estrutura teórica e lógica do Plano Real é resgatada. A seção 3 analisa a condução da política econômica e seus impactos sobre as

⁴ Nunca é demais mencionar que no regime de *metas de inflação*, o objetivo principal da política monetária é a estabilidade de preços. Nesse sentido, duas são as condições básicas para que o referido regime funcione adequadamente: por um lado, o banco central tem que ser capaz de conduzir a política monetária de maneira relativamente independente; e, por outro, o banco central deve ter ciência de quais são os mecanismos de transmissão da política monetária, os *lags* de tempo, a natureza dos choques a que a economia está sujeita etc. Sobre o regime de *metas de inflação*, veja, por exemplo, Bernanke *et alli* (1999).

⁵ Nesse particular, é importante mencionar, mais uma vez, que, ao longo do período do *real*, o crescimento do PIB, além de ter sido volátil, foi bastante fraco, conforme ilustram os dados da Tabela 1.

variáveis reais da economia brasileira, antes e após a crise cambial de 1998 que acabou resultando na desvalorização do *real*, em janeiro de 1999. A seção 4, após descrever *en passant* a sistemática operacional da política econômica em situações tanto de regimes de câmbio fixo e flexível quanto de mobilidade de capital, enfatizando o caso para países emergentes em que a moeda doméstica não é conversível e o déficit em transações correntes é relativamente rígido ao longo do tempo, apresenta, à luz da teoria pós-keynesiana, algumas recomendações de política econômica que viabilizem a estabilidade macroeconômica, entendida como o binômio controle do processo inflacionário e retomada do crescimento e desenvolvimento econômicos. Por fim, a seção 5 apresenta as conclusões do artigo.

2. A estrutura teórica e lógica do Plano Real

Inicialmente, é importante mencionar que o Plano Real, desenvolvido por um grupo de acadêmicos da *Pontifícia Católica do Rio de Janeiro* e implementado pelo então Ministro da Fazenda do Governo Itamar Franco, Fernando Henrique Cardoso, não pode ser descontextualizado das mudanças ocorridas no mundo globalizado ao longo dos anos 1980 e, principalmente, 1990, que se caracterizam pelas (i) abertura comercial, (ii) desregulamentação dos mercados financeiros e, por conseguinte, mobilidade dos capitais, (iii) reforma patrimonial, concentrada nas privatizações, e aceitação universal da lógica do mercado, (iv) inovações tecnológicas e (v) limitação das políticas macroeconômicas keynesianas. Pois bem, no início dos anos 1990, indo ao encontro das referidas mudanças observadas no mundo global, o Governo brasileiro abriu sua economia, liberou seu mercado financeiro e implementou um programa de privatizações, entre outros. Criaram-se, então, as condições para que fosse arquitetado um plano de estabilização monetária consistente com as experiências e programas de estabilização alicerçados tanto em âncoras nominais, especialmente cambiais, quanto na liberalização comercial e financeira que lograram êxito em reduzir abruptamente a taxa de inflação⁶.

A crônica inflação brasileira foi diagnosticada, de acordo com a concepção teórica do Plano Real, como sendo decorrente do desequilíbrio das contas públicas e da indexação generalizada dos contratos dos agentes econômicos. Em outras palavras, segundo os

⁶ Na América Latina, México e Argentina, por exemplo, são referências de planos de estabilização que foram articulados conforme o referido escopo teórico.

formuladores do Plano Real, a inflação brasileira era decorrente de um problema tanto de déficit público quanto de inércia⁷. Nesse sentido, visando assegurar a estabilidade dos preços, o Plano Real articulou uma substancial mudança nos regimes fiscal e monetário. Para tanto, a política antiinflacionária do Plano Real foi implementada em três etapas: na primeira, buscou-se o ajuste fiscal de curto prazo; em seguida, objetivou-se o ajustamento dos preços relativos; e, por fim, realizou-se a reforma monetária – introdução do *real* como moeda de curso legal – e adotaram-se as âncoras monetária e cambial

O ajuste fiscal de curto prazo foi constituído pela aprovação, no Congresso Nacional, ao final de 1993 e para vigorar ao longo de 1994 e 1995, do Fundo Social de Emergência (FSE). Com o referido Fundo, um pacote de medidas fiscais de contenção de gastos públicos e de aumento das receitas tributárias, as autoridades monetárias entendiam que o déficit público – então o principal responsável pela inflação – seria equilibrado. De fato, em junho de 1994, mês imediatamente anterior à reforma monetária, o superávit fiscal primário era de, aproximadamente, 2,5% do PIB, bem como o déficit nominal do setor público encontrava-se equilibrado⁸.

A segunda etapa do Plano Real caracterizou-se pela criação, em fevereiro de 1994, da Unidade Real de Valor (URV) como padrão de valor monetário, permanecendo o *cruzeiro real* como moeda de curso legal. A URV, média de três índices de preços representativos da economia e considerada unidade de conta comparativamente ao *dólar*, cumpriu a função de “induzir” a economia a encontrar um vetor de preços sustentável, buscando, assim, desindexar a economia através da indexação geral dos contratos econômicos. Sob as condições daquele regime monetário transitório, salários e tarifas públicas, por exemplo, seriam convertidos compulsoriamente para URV, ao passo que os demais preços de mercado seriam convertidos para o referido indexador, caso os agentes econômicos assim desejassem. É importante mencionar que o êxito desta etapa do Plano Real deveu-se ao fato de que a desindexação da economia respeitou, ao contrário dos

⁷ No que diz respeito ao diagnóstico inercial da inflação, a idéia era alicerçada na concepção neo-estruturalista da inflação, elaborada e discutida nos anos 1980, e que fundamentou os planos Cruzado e Bresser, qual seja: na ausência de choques inflacionários – tanto de demanda quanto de oferta – a inflação corrente passa a ser determinada pela inflação passada. Em outras palavras, a inércia inflacionária manifesta-se porque os agentes econômicos, ao se defenderem da inflação – subentende-se, ao recomparam o pico de suas rendas reais em cada intervalo de reajuste de preços – repassam a inflação passada para os preços correntes, dinamizando, assim, a inflação presente.

⁸ Os dados referentes aos resultados primário e nominal do setor público, às vésperas da criação do *real*, podem ser encontrados em NAPE/CPGE/UFRGS (julho-agosto/1994).

planos de estabilização anteriores, os mecanismos contratuais de mercado, evitando intervenções, tais como congelamento de preços, utilização de “tablitas” e confisco de ativos financeiros.

A terceira etapa do Plano Real fez com que, em julho de 1994, a URV ganhasse poder liberatório. Em outras palavras, aquela etapa caracterizou-se pela reforma monetária: substituição do *cruzeiro real* pelo *real* como meio de troca, unidade de conta e reserva de valor. A nova moeda de curso legal foi cotada a CZR\$ 2.750,00, último valor de referência da URV. Tal reforma, por sua vez, veio acompanhada por medidas que estabeleceram regras de emissão monetária e definiram a paridade máxima entre o *real* e o *dólar*. Assim sendo, a reforma monetária foi alicerçada pelas âncoras monetária e cambial: por um lado, a âncora monetária foi articulada para conter o ímpeto da economia no curto prazo – consequência imediata e previsível quando há uma mudança substancial no regime inflacionário – e, mais tarde, principalmente após a crise mexicana, tornar-se-ia no instrumento essencial para financiar os desequilíbrios externos da economia brasileira. Por outro, a âncora cambial objetivou reduzir e estabilizar o nível de preços interno.

3. A *performance* da política econômica na era do *real*

Como era esperado, o efeito da queda abrupta da inflação⁹, após a reforma monetária de julho de 1994, ocasionou uma expansão do consumo, principalmente de bens duráveis, impulsionando, assim, o nível de atividade econômica no curto prazo¹⁰. A Tabela 1, abaixo, mostra a evolução das taxas de inflação e do PIB antes e depois do Plano Real. Por um lado, entre julho de 1994 e setembro de 2002, a taxa acumulada de inflação atingiu 207,25%, o que representa uma inflação média mensal, no referido período, de 1,14%. Nos seis meses anteriores ao Plano Real, a taxa média de inflação foi de 43,2% ao mês. Por outro lado, nos dois primeiros anos do Plano Real, a taxa média de crescimento do PIB foi de 5,0% ao ano, enquanto entre 1990 e 1993, o PIB cresceu, em média, tão-somente 1,3% por ano.

TABELA 1
Taxa de Inflação, IGP-DI/FGV, e Taxa de Crescimento do PIB

⁹ Conforme mostra a Tabela 1, nos seis meses anteriores à reforma monetária a inflação acumulada foi de 763,2%, ao passo que, entre julho e dezembro de 1994, a taxa de inflação elevou-se 38,3%. É importante mencionar que a inflação no segundo semestre de 1994 foi de 38,3% devido, principalmente, à inflação residual verificada no mês de julho, 24,7%.

¹⁰ A expansão da demanda no curto prazo ocorreu devido ao fato de que, em um contexto de queda abrupta da inflação, a oferta monetária expandiu-se e, por conseguinte, as taxas de juros reais reduziram-se.

Período	Inflação (%)	PIB (%)
1990	1.476,7	(4,3)
1991	480,2	1,0
1992	1.157,8	(0,5)
1993	2.708,2	4,9
1994	1.093,9 ¹	5,8
1995	14,8	4,2
1996	9,3	2,7
1997	7,5	3,6
1998	1,7	(0,1)
1999	19,9	0,8
2000	9,8	4,2
2001	10,4	1,5
2002	11,6 ²	1.3 ³

Fonte: Fundação Getúlio Vargas e Banco Central do Brasil.

(1) No período de janeiro a junho de 1994, a inflação acumulada foi de 763,2%, ao passo que entre julho e dezembro de 1994 a inflação cresceu 38,1%; (2) Inflação acumulada entre janeiro e setembro; (3) Previsão do Banco do Brasil.

Nota: Os valores entre parênteses são negativos.

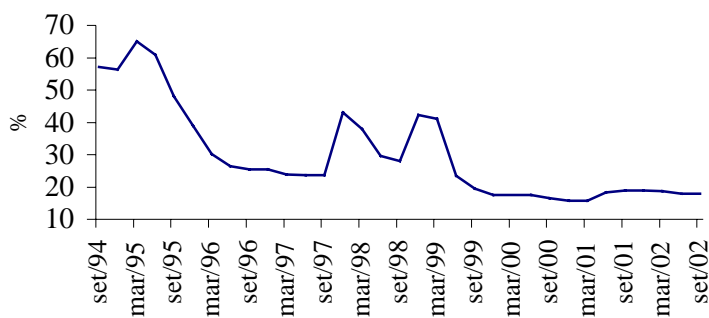
Uma vez que o binômio redução da inflação e crescimento do PIB, em um primeiro momento, gerou uma pressão por monetização da economia, as autoridades monetárias, então preocupadas tanto em manter as metas fixadas para a expansão monetária quanto com a possibilidade de que houvesse uma “bolha de consumo” semelhante à experimentada durante a execução do Plano Cruzado, resolveram controlar a oferta de moeda através, principalmente, da elevação das reservas compulsórias dos bancos comerciais. O resultado da medida consubstanciou-se na elevação da taxa básica de juros, principalmente ao final de 1994.

A consequência da elevação da taxa de juros, em um contexto de liberalização financeira, foi o influxo de capital de *portfolio*, ocasionando, assim, a apreciação da taxa de câmbio. É importante lembrar que a apreciação da taxa de câmbio poderia ter sido evitada, caso as autoridades monetárias não tivessem optado pelo sistema da banda cambial assimétrica, quando da introdução do *real*¹¹. Os Gráficos 1 e 2, a seguir, apresentam a evolução das taxas de juros e de câmbio, no período pós-*real*.

GRÁFICO 1

Evolução da Taxa Básica de Juros Nominal¹, Pós-*Real*

¹¹ Pela sistemática de banda cambial assimétrica, o Banco Central comprometer-se-ia a intervir no mercado de câmbio caso o *real* se desvalorizasse em relação ao *dólar*, porém deixaria o referido mercado atuar livremente caso ocorresse uma apreciação da taxa de câmbio.

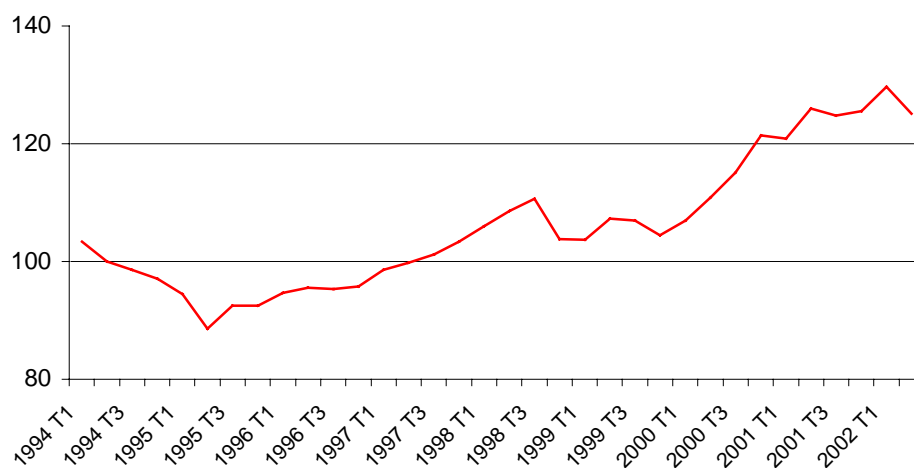


Fonte: NAPE/CPGE/UFRGS.

(1) Entre julho/1994 e setembro/1996 e no período Junho-dezembro/1999 a taxa básica de juros nominal era *Over/Selic*. Entre dezembro/1996 e março/ 1999 a taxa básica de juros nominal era Tban.

GRÁFICO 2

Evolução da Taxa de Câmbio Real, Pós-*Real*, 1994/II = 100,0

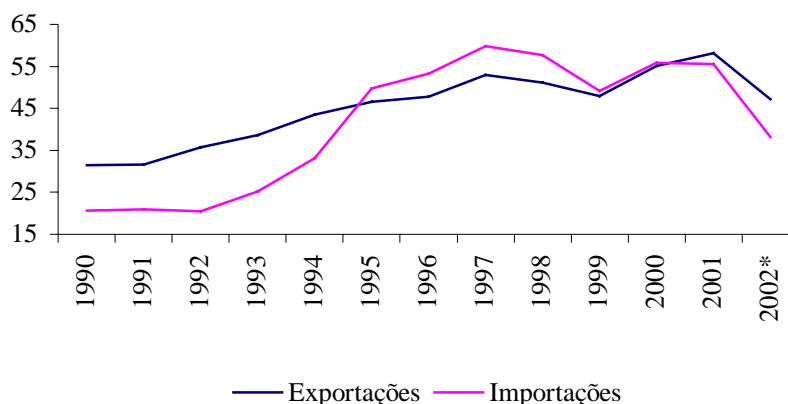


Fonte: NAPE/CPGE/UFRGS.

Pelo Gráfico 1, observa-se tanto a volatilidade da taxa básica de juros como os choques de juros, quando da ocorrência das crises monetário-cambiais do México, 1994/1995, do Leste Asiático, 1997, da Rússia, 1998, da própria economia brasileira, 1998/1999, e da Argentina, 2001/2002. O Gráfico 2, por sua vez, apresenta a evolução da apreciação da taxa de câmbio real, caracterizada pelo período tanto de câmbio fixo quanto de banda cambial, e a dinâmica de desvalorização da referida taxa a partir da adoção do regime de flexibilidade cambial, em janeiro de 1999.

Ao se conjugar expansão da demanda de curto prazo e apreciação cambial ocorreu uma reversão imediata dos saldos comerciais do balanço de pagamentos: entre janeiro e junho de 1994, o saldo comercial foi de aproximadamente US\$ 6,9 bilhões, ao passo que no segundo semestre de 1994 o saldo da balança comercial ficou ao redor de US\$ 3,5 bilhões, representando, assim, uma queda de 51,0%¹². Conforme mostra o Gráfico 3, a deterioração da balança comercial, no período pós-*real*, é incontestável: entre 1990 e 1994 a balança comercial acumulou um superávit da ordem de US\$ 60,0 bilhões, enquanto no período 1995/2000 o déficit comercial acumulado ficou ao redor de US\$ 24,0 bilhões. A partir de 2001, todavia, por motivos que veremos adiante, a balança comercial voltaria a ser superavitária: entre janeiro de 2001 e setembro de 2002 as exportações líquidas acumularam um saldo positivo de, aproximadamente, US\$ 10,4 bilhões.

GRÁFICO 3
Balança Comercial, US\$ bilhões



Fonte: Banco Central do Brasil.

* Para o ano de 2002, o mês de referência é setembro.

Apesar da deterioração acentuada da balança comercial nos primeiros anos do Plano Real, fator responsável pelo recrudescimento do déficit do balanço de pagamentos em transações correntes, as autoridades monetárias entendiam que os desequilíbrios externos não chegavam a preocupar, visto que os ingressos de capital de *portfolio* e de investimento estrangeiro atraído pelo programa de privatização tinham condições de financiar os mesmos¹³. Nesse sentido, o argumento das autoridades monetárias era de que os

¹² Os dados mensais da balança comercial, no referido ano, foram obtidos em <http://www.bcb.gov.br>.

¹³ Na visão do Governo, expressa em Franco (1998), o desequilíbrio do balanço de pagamentos em transações correntes somente seria preocupante caso ele fosse superior a 3,0% do PIB.

compromissos externos de curto prazo seriam suplantados pelos investimentos externos, tanto de risco quanto de *portfolio*, expandindo, assim, as reservas cambiais a ponto, inclusive, de torná-las um *shelter* contra qualquer tentativa de ataque especulativo ao *real*. Além do mais, antes da crise cambial de 1998 e que resultou na desvalorização do *real* em janeiro de 1999, o governo brasileiro tinha a visão de que o crescimento das importações era uma consequência natural da reestruturação da produção industrial ocorrida no Brasil no início dos anos 1990, resultado tanto do processo de globalização quanto da privatização e da própria estabilização monetária. A referida reestruturação, por sua vez, resultaria em ganhos de produtividade, contribuindo, assim, para dinamizar o saldo comercial do balanço de pagamentos, imprescindível para restaurar o equilíbrio externo (Barros e Goldenstein, 1997).

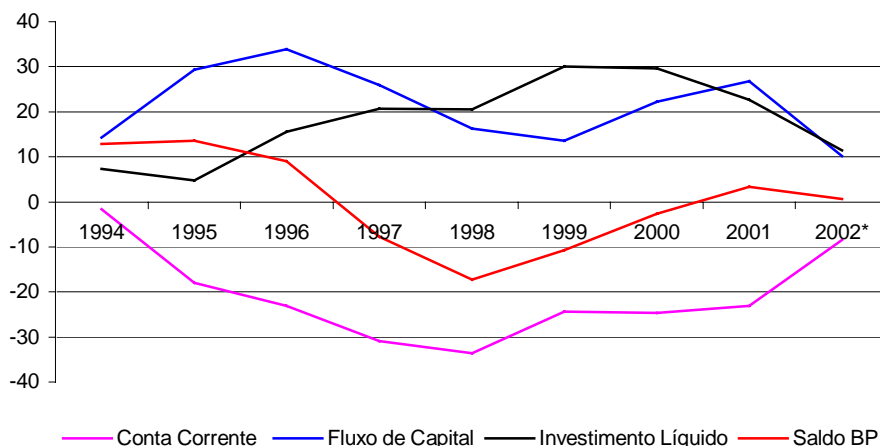
Naquela ocasião, alguns críticos da política de banda cambial assimétrica adotada, tais como Antônio Delfim Netto, ex-Ministro da Fazenda, Affonso Celso Pastore, ex-Presidente do Banco Central do Brasil, e Maria da Conceição Tavares, ex-Deputada Federal pelo Partido dos Trabalhadores, argumentavam que a apreciação cambial criaria um problema insolúvel para o Plano Real, visto que o déficit do balanço de pagamentos em transações correntes não seria sustentável no médio e longo prazos¹⁴. Entretanto, as autoridades monetárias brasileiras respondiam aos seus críticos argumentando que a apreciação da taxa de câmbio era uma decorrência “natural” tanto do novo contexto macroeconômico de queda abrupta da inflação quanto do crescimento da “poupança externa” no período pós-liberalização financeira. Em relação à “poupança externa”, o Governo acreditava que os déficits do balanço de pagamentos em transações correntes seriam financiados, predominantemente, por investimentos de risco¹⁵. O Gráfico 4 apresenta a evolução do balanço de pagamentos, durante o período pós-*real*.

GRÁFICO 4

Balanço de Pagamentos, US\$ bilhões

¹⁴ Veja, para tanto, Delfim Netto (1999), Pastore e Pinotti (1999) e Tavares (1997).

¹⁵ É importante mencionar que, no início do Plano Real, o déficit do balanço de pagamentos em transações correntes era financiado pela “poupança externa”. Todavia, o mesmo não ocorreu nos anos que precederam a ruptura do regime cambial do Plano Real, em janeiro de 1999, pois em 1997 e 1998 o déficit acumulado do balanço de pagamentos em transações correntes foi de US\$ 64,5 bilhões, ao passo que o ingresso de capitais atingiu o montante de US\$ 46,6 bilhões, representando, assim, 72,2% do financiamento do referido déficit (Gráfico 4).



Fonte: Banco Central do Brasil.

* Para o ano de 2002, o mês de referência é agosto.

Pelo Gráfico 4 constata-se que os críticos do regime cambial estavam corretos em suas análises: entre 1994 e 1995 o déficit do balanço de pagamentos em transações correntes cresceu 958,8%. Além do mais, o referido Gráfico mostra que o déficit do balanço de pagamentos em transações correntes continuou crescendo até 1998. Como contrapartida do recorrente crescimento do déficit do balanço de pagamentos em transações correntes, a capacidade de financiamento do setor externo da economia brasileira tornou-se frágil, elevando, assim, o risco de uma iminente crise cambial no País, principalmente em situações nas quais os fluxos de capitais internacionais para países emergentes, voláteis por natureza, passaram a ser arrefecidos toda vez que ocorreram crises cambiais em países emergentes.

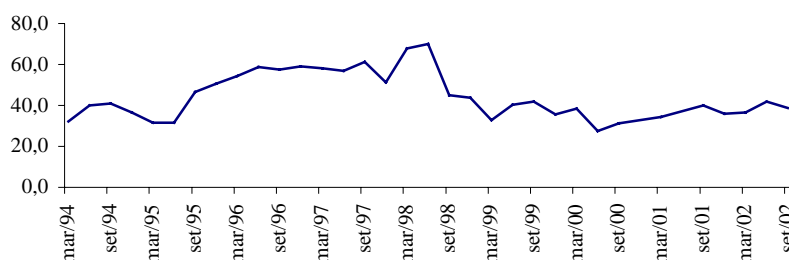
A crise mexicana, 1994/1995, sinalizou que a consequência da apreciação cambial provocaria, cedo ou tarde, uma crise cambial no Brasil. Devido ao “efeito Tequila”, os investimentos internacionais reduziram-se e, como resultado, as reservas cambiais diminuíram. Naquela ocasião, a lógica da política econômica indicava que a taxa de câmbio deveria ter sido desvalorizada. Entretanto, as autoridades monetárias, preocupadas com os possíveis impactos inflacionários decorrentes de uma desvalorização cambial, cuja consequência imediata poderia ser à volta do processo de indexação, não desvalorizaram a taxa de câmbio. Porém, elas decidiram introduzir um regime de câmbio *a la crawling peg*¹⁶. Por outro lado, as autoridades monetárias elevaram as tarifas de importação para

¹⁶ Esse regime foi abandonado definitivamente em janeiro de 1999, quando o câmbio passou a ser flexível.

determinados setores¹⁷, cortaram gastos públicos e aumentaram a taxa básica de juros nominal, visando, assim, atrair capital de curto prazo, essencialmente de *portfolio*¹⁸.

A ortodoxia da política econômica, principalmente a monetária, resultou na recuperação do volume de reservas cambiais: após terem caído quase US\$ 10,0 bilhões entre junho de 1994 e junho de 1995, atingindo um montante de US\$ 31,5 bilhões, as reservas cambiais fecharam o ano de 1995 em US\$ 50,4 bilhões, representando um aumento de 61,2%. O Gráfico 5, a seguir, apresenta o comportamento das reservas cambiais.

GRÁFICO 5
Reservas Cambiais¹, US\$ bilhões



Fonte: Banco Central do Brasil.

(1) Conceito operacional, incluindo ativos disponíveis.

As medidas, então implementadas, foram suficientes para evitar-se um ataque especulativo ao *real* e, por conseguinte, uma crise cambial. Porém, a consequência de tais medidas foi o arrefecimento da taxa de crescimento da economia brasileira: a taxa média de crescimento do PIB, no período 1995/1996, foi de 3,4% ao ano (Tabela 1).

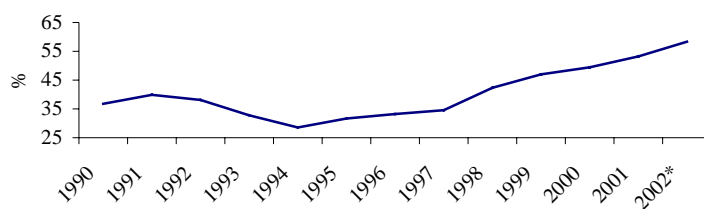
É importante enfatizar que a política de elevação da taxa básica de juros resultaria em dois problemas adicionais para o Plano Real: um solucionável no curto prazo e outro de complexidade intertemporal. Por um lado, a política de elevação dos juros nominais trouxe

¹⁷ Como é sabido, no início do Plano Real a redução das tarifas de importação foi um importante instrumento para minar a resistência dos setores *price-makers* da economia brasileira.

¹⁸ Conforme mostra o Gráfico 1, entre dezembro de 1994 e março de 1995 a taxa básica de juros nominal cresceu de 56,4% ao ano para 65,0% ao ano. A sistemática de elevação da taxa de juros iria se repetir, porém de forma mais dramática, nas crises do Leste Asiático e da Rússia. Pelo referido Gráfico, entre setembro e dezembro de 1997 a taxa básica de juros nominal cresceu de 23,6% ao ano para 43,0% ao ano, enquanto entre setembro e dezembro de 1998 a referida taxa elevou-se de 28,0% ao ano para 42,2% ao ano.

algumas dificuldades para as firmas endividadas e, como conseqüência, o sistema financeiro passou a apresentar uma séria crise, visto que, face à situação de fragilidade financeira das firmas, o referido sistema passou, recorrentemente, a contabilizar *bad loans* em seus balanços. Naquela ocasião, visando evitar uma crise financeira de proporções maiores, as autoridades monetárias decidiram socorrer o setor financeiro através do PROER¹⁹. Por outro, a sistemática recorrente de se adotar uma política de juros elevados como instrumento de captação de “poupança externa” resultou no recrudescimento intertemporal da dívida pública. A partir do Gráfico 6, observa-se que a relação dívida pública/PIB cresceu significativamente ao longo do Plano Real.

GRÁFICO 6
Relação Dívida Pública/PIB



Fonte: Banco Central do Brasil.

* Para o ano de 2002, o mês de referência é agosto.

Ao final de 1996, a apreciação cambial e a política de juros elevados agravaram a instabilidade macroeconômica: os déficits da balança comercial e de transações correntes recrudesceram, a dívida pública cresceu e o nível de atividade econômica arrefeceu-se, resultando no aumento da taxa de desemprego. Assim sendo, a incerteza sobre o futuro do Plano Real tornou-se parte das expectativas dos agentes econômicos. Todavia, a elasticidade das reservas cambiais era condição suficiente para que as autoridades monetárias, especialmente Gustavo Franco (1998), Diretor e, mais tarde, Presidente do Banco Central do Brasil, entendessem que os problemas eram da economia mundial e não necessariamente da economia brasileira.

¹⁹ PROER – Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional – objetivou estimular e reestruturar o sistema financeiro nacional. Ele foi criado para evitar a crise de contágio causada pela vulnerabilidade microeconômica de três importantes bancos privados domésticos, quais sejam, Bamerindus, Econômico e Nacional. Corazza (2000), entre outros, realiza uma interessante análise sobre a crise bancária e os efeitos do PROER.

A crise do Leste Asiático, no segundo semestre de 1997, entretanto, não evitou um ataque especulativo ao *real*, expondo, assim, o grau de vulnerabilidade externa da economia brasileira. Como conseqüência, as reservas cambiais, face à fuga de capital, reduziram-se cerca de 10,0% entre junho e dezembro de 1997 (Gráfico 5).

A reação do Governo, mais uma vez, foi imediata e conservadora: a taxa de juros básica da economia, Tban, elevou-se de 24,5% ao ano, em outubro, para 46,5% ao ano, em dezembro; além disso, foi implementado um pacote de contenção fiscal. As medidas adotadas para evitar uma crise cambial aguda²⁰ trouxeram de volta a “confiança” dos agentes econômicos no Plano Real. Restaurada a referida “confiança”, os influxos de capitais voltaram a crescer e a “aparente normalidade” da economia brasileira fez com que as reservas cambiais atingissem, em junho de 1998, o montante de US\$ 70,0 bilhões, 75,0% acima das reservas cambiais vigentes no início do Plano Real, US\$ 40,0 bilhões (Gráfico 5).

No terceiro trimestre de 1998, todavia, o *real* sofreria um novo ataque especulativo, um *mix* de crise de contágio advinda da crise russa e de percepção por parte dos *market players* que o Brasil tinha sérios desequilíbrios macroeconômicos, mostrando, dessa vez, que as reservas cambiais não eram mais consideradas um eficiente *shelter*. Como o ano de 1998 era politicamente importante devido à eleição presidencial, o Governo, apesar das inúmeras pressões que clamavam pela desvalorização cambial, insistiu no seu conservadorismo fiscal e monetário: por um lado, um novo pacote fiscal foi anunciado; e, por outro, o Banco Central do Brasil elevou, estratosféricamente, a taxa básica de juros²¹. Naquela ocasião, todavia, a política de elevação da taxa de juros, ao contrário dos êxitos anteriores no que diz respeito ao restabelecimento das reservas cambiais imediatamente após as crises do México e do Leste Asiático, não mais inspirou aos agentes econômicos um grau de confiança acerca dos rumos do Plano Real, principalmente porque a dívida pública apresentava uma trajetória preocupante. Esse sentimento fez com que o Governo, temendo perder sua capacidade de sinalizar aos agentes econômicos que a dívida pública

²⁰ É importante mencionar que, naquela ocasião, a crise cambial aguda foi evitada, não somente pelo fato de que o Governo “queimou” parte de suas reservas cambiais e elevou significativamente as taxas de juros, mas, principalmente, porque o Governo passou a ofertar títulos financeiros com *hedge* cambial, visando, assim, reverter o processo especulativo, então, em curso.

²¹ Conforme mostra o Gráfico 1, a taxa básica de juros anual elevou-se de 29,7% em Junho de 1998 para 42,2% em dezembro do mesmo ano.

era solvente, sinalizasse um forte ajuste fiscal, que, na prática, acabou não se viabilizando devido ao calendário eleitoral.

Como era de se esperar, a crise da Rússia acabou gerando pressões sobre os mercados emergentes, afetando, particularmente, a economia brasileira. Assim sendo, face aos nossos desequilíbrios macroeconômicos e às incertezas sobre o futuro do Plano Real, os fluxos de capitais internacionais migraram do Brasil e as reservas cambiais reduziram-se drasticamente: entre setembro e dezembro de 1998 as reservas internacionais declinaram 38,0% (Gráfico 5).

A solução encontrada na ocasião foi um acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI) no qual a economia brasileira receberia um aporte de recursos da ordem de US\$ 40,0 bilhões. O Brasil, em contrapartida, se comprometeria em (i) manter as austeridades fiscal e monetária e (ii) dinamizar, ainda mais, as liberalizações financeira e comercial.

Apesar do pacote de ajuda do FMI, os mercados financeiros e de divisas não restauraram a confiança no Plano Real e, como resultado, o Brasil não foi capaz de defender sua moeda contra um ataque especulativo mais consistente. Assim sendo, as repetidas crises financeiras – tais como as do México, do Leste Asiático e da Rússia – em um curto período de tempo, além de um cenário internacional de desaquecimento da economia mundial, com conseqüência sobre a redução da liquidez internacional, contribuíram para a deterioração dos fundamentos macroeconômicos, resultando na ruptura da política cambial do Plano Real. Em janeiro de 1999, o Governo finalmente admitiu a apreciação da taxa de câmbio e, por conseguinte, abandonou o regime cambial até então vigente: a taxa de câmbio relativamente fixa – isto é, a âncora cambial – foi substituída por uma política de câmbio flexível – “bóia” flutuante.

A mudança do regime cambial, após um longo período de relativa rigidez da taxa de câmbio, ocasionou, como era de se esperar, um *overshooting*²², fazendo a taxa de câmbio saltar de R\$ 1,2/US\$ 1,0, no início de janeiro de 1999, para R\$ 2,1/US\$ 1,0, em março do mesmo ano. A conseqüência do *overshooting* foi que as expectativas dos agentes econômicos sobre a trajetória futura da economia brasileira tornaram-se as mais pessimistas

²² Por *overshooting* entende-se a situação na qual a taxa de câmbio nominal, no curto prazo, encontra-se muito acima da taxa de câmbio real de equilíbrio de longo prazo. Veja, para tanto, Dornbusch (1976).

possíveis, bem como o Governo foi forçado a abandonar o acordo com o FMI²³. Nesse sentido, os prognósticos acerca da *performance* da economia para 1999 e 2000 sinalizavam tanto uma inflação explosiva quanto uma dramática recessão, com impactos significativos sobre a taxa de desemprego. Em suma, houve uma nítida ruptura das expectativas por parte dos agentes econômicos, mostrando que o “estado de confiança” na política de estabilização do Plano Real havia sido abandonado.

Entretanto, passado o período de turbulência econômica causada pela desvalorização cambial, a economia brasileira, surpreendentemente, mostraria, principalmente a partir do terceiro trimestre de 1999, sinais de estabilização e recuperação. Assim sendo, os indicadores de 1999 e 2000, diante das circunstâncias, comportaram-se satisfatoriamente: o PIB, conforme mostra a Tabela 1, cresceu 0,8%, em 1999, e 4,2%, em 2000, sendo que nesse último ano a taxa de crescimento foi positiva em todos os setores de demanda final; a taxa de inflação que havia atingido 19,9% em 1999, bem abaixo, portanto, dos prognósticos dos agentes econômicos, fechou o ano de 2000 em 9,8% (Tabela 1); os déficits comercial e de transações correntes, observados nos Gráfico 3 e Gráfico 4, declinaram significativamente – por um lado, o déficit comercial acumulado em 1999 e 2000 foi de US\$ 1,9 bilhão, ao passo que somente em 1998 o referido déficit foi de US\$ 6,6 bilhões; e, por outro, no ano de 1998 o déficit do balanço de pagamentos em transações correntes havia sido de, aproximadamente, US\$ 33,5 bilhões, enquanto que o referido déficit no período 1999/2000 reduziu-se para cerca de US\$ 24,0 bilhões; as reservas cambiais, ao final de 1999 e 2000, mantiveram-se estáveis, ao redor dos US\$ 35,0 bilhões (Gráfico 5); e os investimentos externos líquidos, em 1999 e 2000, voltaram a crescer (Gráfico 4).

Diante da surpreendente *performance* da economia brasileira no período 1999/2000, o Presidente Fernando Henrique Cardoso passou a chamar seus críticos de “neo-bobos”. Ao mesmo tempo, as autoridades monetárias, entusiasticamente, argumentavam que a economia brasileira, principalmente devido ao binômio câmbio flexível e regime de *metas*

²³ Naturalmente, meses depois o acordo com o FMI seria restaurado em termos diferentes.

*de inflação*²⁴, encontrava-se em um novo ciclo de prosperidade, caracterizado por inflação baixa, em torno de 4,0% ao ano, e crescimento médio do PIB ao redor de 5,0% ao ano.

Em 2001, todavia, devido a vários choques de natureza interna e externa, tais como a crise energética brasileira manifestada a partir de abril, o desaquecimento tanto da economia da zona do *euro* quanto da economia norte-americana – particularmente depois dos atentados terroristas de 11 de setembro – a estagnação econômica do Japão e as crises da Turquia e Argentina, a economia brasileira cresceu tão-somente 1,5%, bem como a taxa de inflação atingiu 10,4%. Como resultado, as expectativas acerca da *performance* da economia brasileira para 2002, principalmente por ser um ano eleitoral, voltaram a ser sinalizadas por incerteza e instabilidade. Em setembro de 2002, os indicadores econômicos confirmavam o quadro de incerteza e de instabilidade econômica sinalizado pelos agentes econômicos no início do ano: a inflação acumulada atingiu 11,6% (Tabela 1), a projeção do Instituto de Pesquisas Econômicas Aplicadas (IPEA) para o crescimento do PIB anual foi revisada para 1,3%²⁵, a razão dívida pública/PIB ultrapassou os 60,0% (Gráfico 6) e a taxa de câmbio desvalorizou-se acentuadamente (Gráfico 2).

A despeito dos referidos indicadores desfavoráveis, o Governo continuou sustentando a idéia de que, passadas as turbulências internacionais e o período eleitoral, a economia brasileira reencontraria seu rumo de estabilidade e crescimento econômicos. Para tanto, o argumento do Governo alicerçou-se, por um lado, na melhora substancial tanto do saldo da balança comercial – principalmente pelo arrefecimento das importações em função do desaquecimento do nível de atividade econômica e da abrupta desvalorização cambial – quanto da redução do déficit do balanço de pagamentos em transações correntes (Gráfico 3 e Gráfico 4) e, por outro, no resultado fiscal primário que, desde 1999, tem se mostrado

²⁴ Nunca é demais lembrar que uma visão teórica crítica, por exemplo, na ótica pós-keynesiana, sobre o regime de *metas de inflação* argumenta que sob o referido regime o banco central operacionaliza a política monetária *somente* para manter a inflação baixa e sob controle, enquanto os níveis de produto e emprego são determinados pelo lado da oferta. Em outras palavras, o regime de *metas de inflação* supõe que há uma separação entre os lados real e monetário da economia, o que a literatura econômica denomina como “dicotomia clássica”.

²⁵ É importante mencionar que, caso seja confirmada a projeção de 1,3% para o crescimento do PIB em 2002, a taxa média de crescimento do PIB, ao longo do segundo mandato de Fernando Henrique Cardoso, terá sido de 1,9% ao ano, a pior taxa média de crescimento anual dos períodos de governos pós-democratização do País em 1985.

superavitário e crescente²⁶.

Pois bem, considerando que a estabilização de preços obtida ao longo do Plano Real desapontou as expectativas prévias dos agentes econômicos em relação ao crescimento econômico auto-sustentável, visto que o crescimento econômico observado no referido período tem se caracterizado por um crescimento *a la stop and go* (Tabela 1), surge a seguinte questão: será que a economia brasileira apresenta consistência macroeconômica, como afirmam as autoridades monetárias, para manter a inflação sob controle e ao mesmo tempo promover o crescimento econômico sustentável ou a atual política econômica está conduzindo a economia brasileira para uma situação de *steady state* com inflação baixa e desemprego?

4. Como expandir demanda efetiva em um contexto de restrições macroeconômicas?

4.1. Política econômica em situações de regimes cambiais alternativos com mobilidade de capital: ênfase para uma economia com moeda não-conversível e déficit externo rígido no tempo

Ao longo de décadas, a literatura econômica tem desenvolvido modelos de macroeconomia aberta, conforme a tradição dos diagramas IS-LM, objetivando discutir as opções de política econômica que conduzam a economia para uma situação simultânea de equilíbrio interno e externo. Mudell (1963) e Fleming (1962), por exemplo, desenvolveram análises em que são mostradas as conseqüências de políticas econômicas sob as condições de regimes de câmbio fixo e flexível e de mobilidade (im)perfeita de capital.

A análise dos autores, intitulada pela teoria econômica como Modelo Mundell-Fleming, a partir dos referidos diagramas e de um conjunto de hipóteses²⁷, verifica a eficiência relativa das políticas fiscal e monetária sobre as variáveis reais da economia em um contexto tanto de regimes cambiais alternativos quanto de diferentes graus de mobilidade de capital. Em outras palavras, o ponto central da análise do Modelo Mundell-Fleming consiste em discutir qual é o melhor regime cambial que um país deve adotar para

²⁶ Os resultados fiscais primários em relação ao PIB para os anos de 1999, 2000 e 2001 foram, respectivamente, 3,1%, 3,5% e 3,6%. Para 2002, Governo estima um superávit da ordem de 3,9% do PIB. Os dados referentes ao período 1999/2001 foram obtidos em NAPE/CPGE/UFRGS (abril-junho/2002).

²⁷ As hipóteses do Modelo Mundell-Fleming são as seguintes: (i) País pequeno; (ii) Inexistência de *lag* temporal entre a ocorrência de um choque e a realização dos ajustamentos; (iii) Capacidade ociosa (inspiração keynesiana); (iv) Condição de Marshall-Lerner satisfeita – isto é, uma desvalorização cambial promove rápida expansão das exportações líquidas; e (v) As expectativas dos agentes são estáveis.

que sua política econômica seja eficiente no que diz respeito à dinamização dos níveis de produto e emprego, entre outros. A conclusão dos autores mostra o seguinte: por um lado, em um regime de câmbio fixo, cuja vantagem é a redução dos custos de transação e do risco cambial, enquanto a desvantagem é a perda de autonomia de política monetária, a política fiscal é eficiente para atingir seus objetivos domésticos, quais sejam, influenciar as variáveis reais da economia; e, por outro, no regime de câmbio flexível a política monetária, por ser discricionária, é eficiente para expandir os níveis de renda e emprego.

O que esperar do Modelo Mundell-Fleming para um país emergente em que a moeda não é conversível, a mobilidade de capital é volátil e, portanto, desestabiliza a economia e os déficits de balanço de pagamentos em transações correntes são rígidos? Esse é o ponto central analisado por Shashoua (2002, Capítulo 4).

Tendo como referência à economia brasileira, uma vez que essa apresenta as características explicitadas na referida questão, a autora argumenta que é politicamente insustentável – seja pelo custo inflacionário, proveniente da elevação da taxa de juros como tentativa para interromper a saída de fluxos de capitais, seja pela recessão, decorrente da política fiscal obstinada em gerar expressivos superávits primários e da política monetária contracionista – uma operacionalização de política econômica, conforme sugerida pelo Modelo Mundell-Fleming, quando há insuficiência de financiamento externo e, por conseguinte, crise cambial.

A situação torna-se mais complexa, ainda, sabendo que a atual política econômica brasileira é regida pelo regime *metas de inflação*. Por quê? Porque, o câmbio flexível, em uma situação em que ocorram choques cambiais decorrentes das especificidades de vulnerabilidade externa da economia brasileira, não assegura credibilidade ao regime de *metas de inflação*. Nesse sentido, uma das conclusões da autora é que “o ganho de autonomia da política monetária para atingir [seus objetivos] ... exige que a equipe econômica se disponha a ... administrar a conta Capital .. através de controles diretos de capital ... ou adotar políticas que diminuam a suscetibilidade do País de sofrer uma interrupção/diminuição do influxo líquido de capital ...” (Shashoua, 2002, p.155). Em suma, controle de capitais é um instrumento pelo qual as autoridades monetárias podem conferir uma maior autonomia à política monetária para atingir seu objetivo, qual seja, conciliar o regime de *metas de inflação* com a expansão do nível de atividade econômica.

Pois bem, o passo seguinte do artigo consiste em apresentar uma proposição, à luz da teoria pós-keynesiana, de política econômica para a economia brasileira, diga-se de passagem, economia que possui as características acima descritas, que seja capaz de manter a inflação sob controle e, simultaneamente, expandir o nível de atividade econômica.

4.2. A proposição de uma Agenda Econômica Pós-Keynesiana

A seção 3 anterior nos leva a concluir que dois são os legados do Plano Real: por um lado, ele conseguiu debelar o processo inflacionário crônico da economia brasileira; e, por outro, a “armadilha do câmbio”²⁸ gerou sérias restrições macroeconômicas, quais sejam, elevada fragilidade externa e desequilíbrio fiscal crônico, causado pelo crescimento acelerado da dívida pública. Além do mais, a economia brasileira foi contagiada e sofreu uma sucessão de crises, tais como do México, 1994/1995, do Leste Asiático, 1997, da Rússia, 1998, sua própria, em 1999, e mais recentemente da Argentina, 2001. Essas crises contagiaram a economia brasileira, visto que os agentes econômicos tiveram a percepção de que (i) há uma elevada vulnerabilidade externa da economia brasileira, conseqüência da necessidade de financiar os déficits do balanço de pagamentos em transações correntes, (ii) a economia continua estagnada – apesar da mudança do regime cambial, em janeiro de 1999, e da introdução do regime de *metas de inflação*, em junho do mesmo ano, não ocorreu uma melhora significativa nos indicadores macroeconômicos relacionados à atividade econômica – e (iii) o Banco Central do Brasil tem adotado uma política monetária contracionista, pressionando, assim, tanto o déficit público quanto à dívida pública. Enfim, todos esses fatores têm contribuído para uma permanente situação de instabilidade macroeconômica.

Diante do atual contexto de vulnerabilidade externa, risco de insolvência fiscal – causada tanto pela elevada taxa de juros quanto pela desvalorização acentuada da taxa de câmbio – e de regime de *metas de inflação*, no qual os efeitos da política econômica não poderiam ser outros, tais como (i) restringir o crescimento econômico, através do preço do crédito – taxa de juros – bem como influenciar negativamente as expectativas dos

²⁸ Por “armadilha do câmbio”, entende-se a situação na qual a sobrevalorização da taxa de câmbio, aliada à abertura comercial, resultou em recorrentes e crescentes desequilíbrios do balanço de pagamentos em transações correntes. Esses, por sua vez, foram financiados pelo ingresso de capital internacional, predominantemente volátil, atraído pela elevada taxa de juros doméstica. A contrapartida da elevação da taxa de juros foi o crescimento da dívida pública, pressionando, assim, o desequilíbrio do setor público.

empresários e (ii) elevar a dívida pública, voltemos nossa atenção para a questão formulada no último parágrafo da seção 3: será que as restrições macroeconômicas não são obstáculos para que a economia brasileira experimente um novo ciclo de prosperidade, conforme afirmam as autoridades monetárias, ou a política econômica vigente condiciona a economia brasileira a seguir uma trajetória de *steady state* com inflação baixa e desemprego?

Em nosso ponto de vista, a política econômica atualmente em curso restringe os graus de liberdade da economia, uma vez que não soluciona as inconsistências macroeconômicas, imprescindíveis para que haja uma real estabilidade econômica na qual, conforme sugerido no início do artigo, *permita aos agentes econômicos continuarem confiando nas relações contratuais expressas em unidades monetárias, viabilizando os processos de produção, circulação e distribuição da atividade econômica*. Nesse sentido, entendemos que o ponto central é a articulação de uma política econômica que assegure um crescimento econômico auto-sustentável compatível com os equilíbrios fiscal e de balanço de pagamentos, sem, contudo, pressionar o nível de preços. Em suma, a questão é: como reverter os desequilíbrios fiscal e de balanço de pagamentos de forma tal que a estabilização monetária viabilize o crescimento econômico ao longo do tempo?

No que diz respeito ao desequilíbrio externo, apesar da substancial melhora das contas externas a partir de 1999 e, principalmente, em 2002, nossa economia está longe de superar o quadro de vulnerabilidade e fragilidade externa, visto que: (i) ao longo dos próximos anos a necessidade de financiamento externo, caracterizada pelo déficit do balanço de pagamentos em transações correntes e pela amortização, está estimada entre US\$ 45,0 e 50,0 bilhões²⁹; (ii) a abertura comercial da economia brasileira nos anos 1990 tornou nossa economia muito dependente de insumos importados e, como conseqüência, qualquer expansão mais dinâmica da produção industrial pressiona as importações; (iii) os preços das principais *commodities* e manufaturados exportados pelo Brasil estão aviltados no mercado internacional, ao passo que os preços de nossos principais produtos

²⁹ Nesse ponto, é pouco provável que, em um contexto de desaquecimento da economia mundial e de redução da liquidez internacional para países emergentes, a economia brasileira continuará absorvendo um volume de “poupança externa” anual suficiente para financiar seu balanço de pagamentos, conforme vinha acontecendo no passado.

importado elevaram-se significativamente³⁰; (iv) o perfil de ingresso de capitais sob a ótica de investimento de risco é nitidamente direcionada para os setores *nontradables*, o que compromete, no futuro, a balança de serviços, quando da remessa de *royalties*, lucros e dividendos³¹; e (v) o desaquecimento da economia norte-americana e a recessão na Argentina, principais parceiros comerciais do Brasil, além da instabilidade da economia do bloco do *euro* e da deflação e estagnação no Japão, trazem dificuldades adicionais para o crescimento das exportações brasileiras.

Quanto ao desequilíbrio do setor público, apesar do torniquete fiscal e da voracidade tributária, o que resultam nos expressivos superávits fiscais anuais ao redor de 3,5% do PIB observados desde 1999, a manutenção da política de taxas de juros elevadas e a desvalorização cambial inviabilizam o ajuste das contas públicas, visto que a causa principal do déficit público é o seu componente financeiro. Nesse sentido, a redução da dívida pública depende tanto da queda da taxa de juros quanto da apreciação da taxa de câmbio, bem como do esforço fiscal – resultado primário – que, como sabemos, limita a utilização da política fiscal como instrumento contra-cíclico.

Em suma, diante de um contexto de fragilidade externa e desequilíbrio fiscal, há sérias restrições à retomada do crescimento econômico auto-sustentável. Nesse particular, por mais que tenhamos ciência de que a complexidade do atual quadro da economia brasileira limita os raios de manobra da política econômica, entendemos que a adoção de uma Agenda Econômica, intitulada *Agenda Pós-Keynesiana de Crescimento Econômico*, é capaz de estimular a atividade econômica sem, todavia, comprometer a estabilização dos preços³².

Como sabemos, o elemento essencial de uma política econômica pós-keynesiana é a intervenção do Estado para reduzir e/ou eliminar o nível de desemprego e dirimir e/ou solucionar a desigualdade da renda e da riqueza. Para alcançar esse objetivo, o governo, por exemplo, tem que (i) operacionalizar a política fiscal para expandir a demanda efetiva, (ii) manipular a política monetária para dinamizar os níveis de consumo e investimento, (iii)

³⁰ Por exemplo, o preço do barril do petróleo, que no início de 1999 encontrava-se ao redor de US\$ 12,0, atualmente, até em função da iminente guerra entre Estados Unidos e Iraque, encontra-se ao redor de US\$ 30,0.

³¹ Veja, para tanto, Laplane *et alli* (2000).

³² Ferrari F^o (1999), entre outros, explora esse ponto.

coordenar o mercado financeiro, e (iv) articular uma política industrial³³. Nesse sentido, a política econômica para a economia brasileira deve estar centrada na reversão das restrições macroeconômicas, fiscal e externa.

A redução da dependência do ingresso de capitais deve ser a prioridade da política econômica. Para tanto, os seguintes pontos são necessários:

- O Governo tem que implementar políticas tributária e financeira que estimulem as exportações – por exemplo, desoneração, via reforma tributária, das exportações e abertura de linhas de crédito para as mesmas, via Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES);
- O Banco Central do Brasil tem que administrar a taxa de câmbio de tal forma que as ações especulativas possam ser coibidas – em outras palavras, o regime cambial deve ser operado conforme o sistema *dirty floating*;
- O Governo e o setor privado devem articular uma política industrial de maneira que (i) a inserção da economia brasileira no cenário internacional ocorra de forma a absorver as revoluções tecnológica e estrutural em curso – imprescindíveis para tornar nossos produtos competitivos no mercado mundial – e (ii) atraia a participação de capital estrangeiro em investimentos produtivos que possam gerar valor agregado, visando à exportação – isto é, *tradables*³⁴;
- O Governo tem que revisar a política comercial, tendo como referência os acordos da Organização Mundial do Comércio que possibilitam tratamento especial para os países em desenvolvimento³⁵, no sentido de adoção de tarifas seletivas que privilegiem as importações de bens de capital e penalizem as importações de bens de consumo;
- O Governo tem que priorizar e buscar fortalecer as relações comerciais e financeiras com seus parceiros do Mercosul³⁶, visando, assim, aumentar o poder de barganha do

³³ A idéia de Agenda Econômica a partir de uma concepção pós-keynesiana pode ser encontrada em Arestis & Sawyer (1998), Cardim de Cravalho (1992: Chapter 12) e Davidson & Davidson (1996).

³⁴ Em relação à política industrial, seria importante, também, a implementação de mecanismos que permitissem a formalização do setor informal, através de incentivos à criação de micro, pequenas e médias empresas, voltadas tanto para o mercado doméstico quanto para o comércio internacional.

³⁵ Veja, para tanto, <http://www.wto.org>.

³⁶ Ferrari-Filho (2001-2002), por exemplo, apresenta uma proposta de reestruturação do Mercosul, à luz da teoria pós-keynesiana.

Brasil e dos demais países do Mercosul no processo de integração do Acordo de Livre Comércio das Américas (ALCA);

- O Governo tem que ter a capacidade de prover um mecanismo antiespeculativo para controlar (ou regular) os movimentos de capitais.

Em suma, sabendo que a desvalorização cambial melhora o saldo da balança comercial, diminuindo, assim, a dependência externa, porém pressiona a inflação, nós entendemos que a condição para a economia brasileira reduzir sua vulnerabilidade externa não pode ser, única e exclusivamente, o “subsídio” cambial. Nesse sentido, por um lado, são necessárias uma política comercial mais dinâmica e a reestruturação industrial no sentido de promover tanto a exportação de bens e serviços quanto à substituição de produtos – subentende-se políticas tarifária e de crédito que visem à substituição de importações. Por outro, as recentes crises monetário-cambiais em países emergentes têm mostrado a necessidade de se implementar algum instrumento de regulação sobre os fluxos de capitais de maneira que essa possa prevenir as crises de balanço de pagamentos. Assim sendo, o Brasil não pode prescindir de uma política de controle e/ou regulação de capitais para (i) evitar a ocorrência de crises monetário-cambiais *a la* contágio e (ii) restaurar a autonomia de sua política econômica (Stiglitz, 1998).

O equilíbrio do setor público, sem dúvida nenhuma, é de suma importância. Indo nessa direção, (i) ter austeridade fiscal da União, dos Estados e dos Municípios, (ii) adotar medidas que combatam a sonegação fiscal e implementem uma reforma tributária³⁷ e (iii) realizar as reformas da Previdência e Patrimonial³⁸ são relevantes, porém não são suficientes. A questão fundamental diz respeito à criação de condições para alongar-se o perfil da dívida pública, reduzindo, assim, a taxa básica de juros de curto prazo, visto que

³⁷ A reforma tributária deve ser articulada de maneira que (i) se tenha uma abrangência da incidência fiscal em consonância com a eficácia alocativa do sistema tributário sob a ótica distributiva e (ii) sejam substituídos os impostos e tributos indiretos por impostos diretos, tornando-os mais progressivos.

³⁸ Nesse particular, é importante deixar claro que, por mais que a reforma patrimonial seja um instrumento para se eliminarem as práticas assistencialistas e corporativistas que tão-somente criam disfunções econômico-sociais no Estado, a privatização, visando reduzir o estoque da dívida pública, não equaciona o déficit público brasileiro, visto que a receita auferida pela venda do patrimônio público ao longo dos últimos anos tem sido muito aquém do que a União está pagando ao setor privado para rolar sua dívida pública. Além do mais, a experiência do processo de privatização no Brasil tem sido bastante peculiar: por um lado, está havendo uma transferência do monopólio público para o monopólio privado; e, por outro, o sistema financeiro oficial – BNDES, por exemplo – tem “financiado” o setor privado quando da aquisição das empresas públicas. Nesse sentido, em nosso ponto de vista, a questão não é privatizar ou não, mas, sim, uma vez definido o que privatizar, como privatizar e como utilizar a receita das privatizações de forma mais eficiente.

uma parte substancial da dívida pública é indexada à taxa de Selic. Para tanto, entendemos que a tributação sobre as transações financeiras pode ser um importante instrumento para alongar o fluxo de rolagem da dívida pública. Nesse sentido, as aplicações financeiras de curto prazo passariam a pagar mais impostos, ao passo que as de longo prazo pagariam menos impostos. O resultado dessa política tributária sobre os ganhos de capital, alterando, assim, a rentabilidade das aplicações financeiras, seria a redução da taxa de juros, uma vez que a preferência pela liquidez dos agentes econômicos é alterada.

Dois pontos são importantes para que sejam asseguradas condições para distribuir-se riqueza e renda. Por um lado, é necessário manter o processo inflacionário sob controle. Para tanto, políticas de renda são essenciais para regular salários e preços, evitando, assim, pressões sobre a inflação. Por outro, políticas fiscais, tais como taxaço progressiva da renda, renda-mínima garantida e políticas públicas, visando resgatar a dívida social, são imprescindíveis³⁹.

Enfim, estas são as recomendações econômicas que devem fazer parte de uma Agenda Econômica para o Brasil. A política econômica não pode negligenciar políticas fiscal, monetária, cambial e comercial como instrumentos de estabilização de preços e de expansão de demanda efetiva. Portanto, ao invés de se ter um regime de *metas de inflação*, o que País necessita é um regime de *metas de crescimento econômico*!

5. Conclusão

Passados oito anos do Plano Real, dois são os seus legados: por um lado, ele conseguiu debelar o processo inflacionário crônico da economia brasileira. Por outro, os desequilíbrios fiscal e externo observados ao longo destes anos constituíram-se em restrições para a retomada do crescimento e desenvolvimento econômicos. Além do mais, a introdução do regime de *metas de inflação* significou não apenas uma mudança na âncora nominal – do câmbio para a política monetária – mas, também, uma restrição adicional à retomada do crescimento econômico, visto que a política monetária passou a ter o compromisso único de estabilizar os preços.

Em síntese, a política de estabilização econômica implementada no Brasil, assim com em outros países da América Latina, baseou-se em âncoras nominais, cambial no

³⁹ Por exemplo, o projeto de renda-mínima do Senador Eduardo Suplicy, visando reduzir e, talvez, eliminar a pobreza no País é uma proposta a ser considerada. Veja, para tanto, Suplicy (1994).

primeiro momento, cujo resultado foi a apreciação da taxa de câmbio, e monetária – *metas de inflação* – em seguida, e liberalização comercial e financeira. Essa política tornou a economia brasileira essencialmente vulnerável e dependente de “poupança externa” e financeiramente frágil em relação à sua dívida pública, cujas conseqüências foram e são as dificuldades que o Governo tem enfrentado: ataques especulativos e crises monetário-cambiais. Acrescente-se, ainda, que a *performance* do PIB, entre 1994 e 2001, foi pífia e, por conseguinte, a taxa de desemprego cresceu significativamente.

Diante deste contexto, o artigo mostrou que a atual tríade de política econômica, qual seja, mobilidade de capitais, flexibilidade cambial e *metas de inflação*, não é capaz de mitigar e/ou solucionar as restrições macroeconômicas e, por conseguinte, viabilizar o crescimento e desenvolvimento econômicos. Nesse sentido, foi apresentada uma estratégia de política econômica de cunho pós-keynesiano, intitulada *Agenda Pós-Keynesiana de Crescimento Econômico*, que seja capaz de entender as peculiaridades da economia brasileira – economia emergente com desequilíbrios fiscais de natureza financeira e que apresenta vulnerabilidade e fragilidade externas – e ter graus de liberdade para alterar os regimes fiscal, monetário e cambial, visando, assim, o crescimento auto-sustentável da economia. Essa política deve ser articulada de maneira que o Governo possa (i) operacionalizar política fiscal para expandir demanda efetiva, (ii) estabelecer uma relação de sinergia com o setor privado e de pacto de cooperação com os sindicatos patronais e dos trabalhadores, (iii) administrar a política monetária – subentende-se, política monetária discricionária – objetivando, assim, afetar o nível de atividade econômica, (iv) articular e desenvolver uma política industrial, visando o crescimento das exportações e, por conseguinte, a redução da vulnerabilidade externa, (v) reduzir e, talvez, eliminar a pobreza absoluta, através, por exemplo, de um programa de renda-mínima garantida, (vi) realizar as reformas institucionais e estruturais para que as tomadas de decisão dos agentes econômicos sejam realizadas em um ambiente institucional menos incerto possível e (vii) ter uma ação firme no mercado de divisas, seja evitando que a taxa de câmbio sofra contratempos de natureza especulativa por parte dos “manipuladores de plantão”, seja impedindo a volatilidade dos fluxos de capitais que acabam protagonizando crises cambiais.

Finalizando, a idéia é elaborar uma Agenda Pós-Keynesiana para a economia brasileira de maneira que a intervenção governamental seja fundamental para remover, parafraseando Keynes, conforme a epígrafe do artigo, “[t]he outstanding faults of the economics society in which we live ...[that] are its failure to provide for full employment and its arbitrary and inequitable distribution of wealth and incomes” (Keynes, 1964: p.372).

Bibliografia

- ARESTIS, P.; SAWYER, M. (1998). Keynesian economic policies for the new millennium. *The Economic Journal*, 108:181-195, January.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. (2002). <http://www.bcb.gov.br>.
- BERNANKE, B.; LAUBACH, T.; MISHKIN, F.; POSEN, A. (1999). *Inflation Targeting: lessons from the international experience*. Princeton: Princeton University Press.
- BARROS, J.R.M.; GOLDENSTEIN, L. (1997). Avaliação do processo de reestruturação industrial brasileiro. *Revista de Economia Política*, 17(2):11-31, Abril.
- CARDIM DE CARVALHO, F. (1992). *Mr Keynes and the Post Keynesians*. Aldershot: Edward Elgar.
- CORAZZA, G. (2000). Crise e reestruturação bancária no Brasil. *Anais da XXVII ANPEC*. Campinas: Cd-rom.
- DAVIDSON, G.; DAVIDSON, P. (1996). *Economics for a Civilized Society*. New York: M.E.Sharpe.
- DELFIN NETTO, A. (1999). Opções de política econômica. *Economia Aplicada*, 3 (número especial):5-13, Março.
- DORNBUSCH, R. (1976). Expectations and exchange rate dynamics. *Journal of Political Economy*, 84: 1161-1176, December.
- FERRARI Fº, F. (1999). Do obituário do Plano Real às condições de sustentabilidade da estabilização. *Indicadores Econômicos FEE*, 27(1):84-89, Junho.
- FERRARI-FILHO, F. (2001-2002). Why does it not make sense to create a monetary union in MERCOSUR? A Keynesian alternative proposal. *Journal of Post Keynesian Economics*, 24(2): 235-252, Winter.
- FLEMING, J. (1962). Domestic financial policies under fixed and under floating exchange rates. *Staff papers/IMF*, nº2: 369-379, November.
- FRANCO, G (1998). A inserção externa e o desenvolvimento. *Revista de Economia Política*, 18(3):121-147, Julho.
- FUNDAÇÃO GETÚLIO VARGAS (2002). <http://www.fgv.br>.
- KEYNES, J.M. (1964). *The General Theory of Employment, Interest and Money*. New York: HBJ Book.
- LAPLANE, M.; SARTI, F.; HIRATUKA, C.; SABBATINI, R. (2000). El caso brasileño. In: Chudnovsky, D. (ed.), *El Boom de Inversión Extranjera Directa en el MERCOSUR*. Buenos Aires: Siglo Veintiuno.
- MUNDELL, R. (1963). Capital mobility and stabilization policy under fixed and flexible exchange rates. *Canadian Journal of Economics and Political Science*, 29: 475-485, November.
- NÚCLEO DE ANÁLISE DE POLÍTICA ECONÔMICA (1994-2002). *Carta de Conjuntura Econômica*. Curso de Pós-Graduação em Economia/Universidade Federal do Rio Grande do Sul: Porto Alegre, vários números, mimeo.
- PASTORE, A.C.; PINOTTI, M.C. (1999). Inflação e estabilização: algumas lições da experiência brasileira. *Revista Brasileira de Economia*, 43(1):3-40, Janeiro.
- SHASHOUA, E.B. (2002). *Câmbio Flutuante e Autonomia da Política Monetária: aspectos teóricos e análise empírica para o caso brasileiro*. Tese de Doutorado, Instituto de Economia/Universidade Federal do Rio de Janeiro, 230pp.
- STIGLITZ, J. (1998). The East Asian crisis and its implications for India. *The World Bank Website*.

- SUPLICY, E. The guaranteed minimum income as a proposal to remove poverty in Brazil. *In: Davidson, P.; Kregel, J. (eds.). Employment, Growth and Finance: economic reality and economic growth.* Aldershot: Edward Elgar, pp.47-68.
- TAVARES, M.C. (1997). A economia política do Real. *In: MERCADANTE, A. (ed.), O Brasil Pós-Real: a política econômica em debate.* Campinas: UNICAMP.
- WORLD TRADE ORGANIZATION (2002). <http://www.wto.org>.