

O *trade off* do crescimento no Brasil nos anos 1990–2000: Análise crítica e alternativas de política monetária

Jennifer Hermann*

Resumo — O artigo discute o clássico *trade off* do crescimento econômico no Brasil, expresso em dois dilemas recorrentes: entre crescimento e estabilidade de preços e entre crescimento e equilíbrio do balanço de pagamentos. O texto analisa dois modelos de crescimento (e ajustamento) adotados recentemente no país: o modelo dos anos 1990, baseado no regime de “âncora cambial”; e o dos anos 2000, que combina câmbio flexível com um modelo de metas de inflação para a política monetária e de metas de superávit primário para a política fiscal. A partir de um modelo macroeconômico básico para a análise do caso brasileiro, demonstra-se que, além de um viés recessivo, o modelo atual tem limitada eficácia como “solução” do *trade off* do crescimento. Propõe-se, então, uma estratégia alternativa, na qual: a) o modelo de metas de inflação é substituído por algo semelhante à “regra de Taylor”, que contempla tanto a inflação, quanto o crescimento na função-juros do Banco Central; b) a política de juros deixa de ser o único instrumento de estabilização de preços, dividindo esta tarefa com políticas de rendas; c) o regime de flexibilidade cambial é combinado com políticas de controle dos fluxos de capital, especialmente na “porta de entrada”, visando evitar o *overborrowing* externo típico das fases de otimismo, reduzindo, de forma estrutural, a volatilidade cambial a que se expõe o país.

Palavras-chave – Crescimento econômico. *Trade off*. Política monetária. Balanço de pagamentos.

JEL – E52; E61

Introdução

Economias de mercado são, inevitavelmente, sujeitas a choques e, portanto, a situações de instabilidade da atividade econômica e/ou dos preços dos bens e ativos financeiros (aí incluída a taxa de câmbio). Encontrar uma forma de conciliar crescimento real com estabilidade mo-

* Professora-adjunta do Instituto de Economia da UFRJ. E-mail: jenniferh@terra.com.br.

netária – significando, simultaneamente, estabilidade cambial, dos juros e baixa inflação – é, até hoje, um grande desafio para economistas acadêmicos e gestores de política econômica, especialmente nos países em desenvolvimento (PED)¹.

No Brasil, tal como em outros PED latino-americanos, mesmo nas fases de prosperidade, o crescimento econômico mantém-se como um problema a ser equacionado. A continuidade do crescimento é, recorrentemente, ameaçada pelo clássico *trade off* apontado na teoria macroeconômica da segunda metade do século XX, que se manifesta em duas áreas: a) o *trade off* entre crescimento e estabilidade de preços (doravante, crescimento-inflação), sintetizado no debate em torno da curva de Phillips; b) o *trade off* entre crescimento e equilíbrio do balanço de pagamentos (doravante, crescimento-BP), identificado nos conhecidos modelos de Meade e Mundell-Fleming.

O presente artigo discute os modelos de política macroeconômica desenhados para enfrentar o problema no Brasil nos anos 1990-2000. Dois modelos são identificados: o modelo de liberalização comercial e financeira adotado na década de 1990, combinado ao regime de âncora cambial a partir de 1994; e o aqui designado “modelo dos anos 2000” (ou, abreviadamente, “modelo-2000”), que se define pela combinação de: regime de câmbio flexível; ampla abertura comercial e financeira; um modelo de metas de inflação (*inflation targeting*) para a política monetária; um modelo de política fiscal guiado por metas de superávit primário. A análise explora as condições de eficácia deste último, com base em um modelo macroeconômico simples, que explicita algumas características estruturais peculiares à economia brasileira – entre elas, a presença de um componente de custo e de realimentação importante na formação de processos inflacionários e sua frágil posição relativa no mercado financeiro internacional, marcada pela dependência em relação ao capital externo.

As políticas econômicas implementadas no Brasil na década de 1990 não foram exatamente originais, mas seguiram, com certo atraso, modelos que já vinham sendo experimentados em outros PED latino-americanos e asiáticos. Assim, visando contextualizar historicamente a discussão, a seção 1 descreve, de forma sucinta, o modelo de crescimento e estabilidade típico dos PED nos anos 1990. A seção 2 analisa a implementação

desse modelo no Brasil e as mudanças introduzidas a partir da crise cambial de 1999, que definem o “modelo-2000”. A seção 3 apresenta um modelo macroeconômico básico para orientar a discussão das condições de eficácia do modelo-2000 no Brasil. A seção 4 conclui o artigo, propondo linhas gerais para o desenho de uma estratégia alternativa.

1. O contexto internacional: Crescimento e estabilidade nos PED nos anos 1990

1.1. Antecedentes

Nos PED latino-americanos, e no Brasil, em particular, os anos que se seguiram à II Guerra Mundial até fins da década de 1960 marcam um período de hegemonia do modelo keynesiano de política econômica de curto prazo, centrada em políticas (de estímulo) de demanda, e do modelo “desenvolvimentista”, no plano das políticas de longo prazo – apoiado em programas de “aprofundamento” das cadeias produtivas locais, visando à substituição de importações de insumos e bens de capital, financiados com crédito público e externo². Esse modelo de intervenção estatal viabilizou o crescimento nesses países com relativa estabilidade monetária até fins dos anos 1970³. Contudo, o cenário econômico internacional da década de 1980 colocaria em xeque os modelos de crescimento vigentes nos PED asiáticos e latino-americanos.

A partir da segunda metade da década de 1970, o rompimento do Acordo de Bretton Woods, os dois choques de preços do petróleo no mercado internacional e o “aperto” da política monetária norte-americana desencadearam uma tendência de aumento dos juros, desvalorização cambial e desaceleração econômica nos países industrializados. A redução dos fluxos mundiais de comércio e investimentos que se seguiu a este quadro penalizou severamente os PED, cuja dinâmica de crescimento, à época, era fortemente dependente do mercado internacional. Nos PED asiáticos, isto se devia ao modelo de crescimento liderado por exportações (e promovido por políticas desenvolvimentistas), adotado a partir dos anos 1970; nos latino-americanos, devia-se à sua dependência estrutural de importação de bens intermediários e de capital e à necessidade de cumprir obrigações externas assumidas antes dos choques do petróleo.

Esse contexto externo recessivo originou três outras dificuldades para os PED: a) deterioração dos termos de troca, pela combinação do forte aumento dos preços do petróleo com a queda dos preços das *commodities* em geral – principal item da pauta de exportação dos PED latino-americanos e ainda importante componente das exportações dos PED asiáticos à época; b) surgimento de pressões inflacionárias, especialmente na América Latina, em face da necessidade de ajustes (desvalorizações) cambiais, visando preservar os saldos comerciais em meio a um mercado externo em retração; c) aumento do déficit público, à medida que a desaceleração econômica e a inflação reduziam a receita real do governo, ao mesmo tempo em que este tentava sustentar o crescimento, mantendo os programas de investimentos e de crédito público.

Nos PED latino-americanos, as dificuldades desse período foram ainda reforçadas pelo elevado endividamento externo dos setores privado e público, contratado ao longo dos anos 1960-70, em sua maioria, a taxas de juros flutuantes. Diante disso, a retração do comércio internacional, o segundo choque do petróleo e o aumento dos juros internacionais em fins dos anos 1970, desencadeou a conhecida crise da dívida externa latino-americana, a partir de 1982, interrompendo o fluxo de capitais voluntários para a região durante toda a década⁴.

Os PED asiáticos foram menos afetados pelo contexto externo desse período, por duas razões. Primeiro porque, devido ao êxito do modelo de crescimento “para fora” dos anos 1970, estes países tinham uma pauta de exportação mais diversificada que os latino-americanos, com elevada participação de bens manufaturados, cujos preços são, em geral, menos sensíveis às oscilações da demanda. Assim, sofreram menor queda dos termos de troca. Em segundo lugar, ao contrário dos PED latino-americanos, os asiáticos não acumularam elevada dívida em dólares ao longo dos anos 1960-70. O componente externo do financiamento do crescimento econômico deste período apoiou-se em elevada captação de investimentos diretos (basicamente, do Japão) e, em menor escala, em empréstimos bancários. Assim, os PED asiáticos foram menos afetados pelo aumento dos juros internacionais. No entanto, esses países sofreram também perdas importantes em suas receitas de exportação, em decorrência da forte retração da demanda externa, o que comprometeu seriamente

sua capacidade de crescimento sob o “antigo modelo”. Em face dos desequilíbrios fiscais e à debilidade do mercado interno, essas economias não puderam também escapar da tendência à recessão que se seguiu ao segundo choque do petróleo.

Nesse contexto, ganha força, ao longo dos anos 1980, a visão de que a recuperação da capacidade de crescimento dos PED exigia a formulação de um novo “modelo”. A interpretação que, então, tornou-se dominante nos meios acadêmicos e políticos, de filiação neoclássica, atribuiu as maiores dificuldades desses países (quando comparados aos industrializados, que retomaram o crescimento a partir de 1983) ao “excesso de Estado” na economia, como produtor e regulador – condição inerente às políticas de inspiração keynesiana e desenvolvimentista. Esse modelo teria gerado distorções nos preços relativos e na alocação de recursos, desestimulando o investimento privado doméstico e externo, especialmente nos setores de infra-estrutura, financeiro (ocupados, em grande parte, pelo Estado) e de bens *tradables* (restringidos por controles sobre a taxa de câmbio). Além disso, alegava-se que o intervencionismo dos anos 1970 nos PED exigia a absorção de grande parcela da renda privada pelo governo, seja sob a forma de impostos, de dívida pública ou mesmo de inflação, como meio de “financiar” sua ampla atuação na economia. Nessa visão, enfim, essas distorções, associadas ao acúmulo de dívida pública e externa, justificavam a substituição do modelo intervencionista pelo de “economia de mercado”⁵.

1.2. A década de 1990

Os anos 1990 foram marcados, na grande maioria dos PED, por três tipos de políticas “de ajuste”, visando à retomada do crescimento, que definem o “modelo dos anos 1990” (ou “modelo-1990”) nestes países: a) liberalização comercial e financeira (desregulamentação bancária e ampliação do grau de abertura da economia a bens e capitais estrangeiros); b) redução do grau de intervenção do Estado na economia, através de medidas convencionais de ajuste fiscal (corte de gastos e/ou aumento de carga tributária) e de amplos programas de privatização (inclusive de bancos); c) programas de estabilização de preços com base em âncora cambial (fixação ou *crawling peg* da taxa de câmbio). Essa combinação de

políticas e reformas econômicas, que sintetiza as recomendações identificadas com o Consenso de Washington, permitiu, na maioria dos casos, reconciliar-se crescimento e estabilidade monetária por alguns anos. A maior abertura financeira, aliada a uma política de juros que mantinha a taxa interna (r) superior à externa (r^*) ajustada ao risco-país (β) – ou seja, $r > r^* + \beta$ – sustentava a credibilidade da taxa de câmbio. O câmbio fixo (ou semifixo) e a maior abertura comercial promoviam a estabilidade de preços.

O novo modelo amenizou as preocupações com o *trade off* da curva de Phillips, mas reforçou a importância e a complexidade do *trade off* crescimento-BP, que passou a ser o grande foco de preocupação dos PED. Isso se explica por características intrínsecas ao modelo de âncora cambial: a) a taxa de câmbio nominal fixa resulta em valorização real se houver alguma inflação – o que é inevitável, pelo menos nos primeiros meses da estabilização; b) a valorização compromete a competitividade das exportações e estimula as importações, gerando (ou ampliando) déficits comerciais; c) a tendência ao aumento das importações é ainda reforçada pela política de abertura comercial; d) os déficits comerciais aumentam a dependência do país em relação a capitais externos, ampliando seu grau de endividamento enquanto o país for visto como um “bom (baixo) risco” pelos investidores internacionais – exatamente o que ocorreu nos PED nos anos 1990; e) o endividamento externo, porém, cria novas obrigações em moeda estrangeira, sob a forma de juros e lucros remetidos ao exterior, gerando (ou ampliando) déficits na conta de transações correntes (CT) do balanço de pagamentos (BP); f) por fim, esse conjunto de efeitos eleva a vulnerabilidade externa do país se a situação persiste por longo período – como foi o caso na maioria dos PED que adotaram o “modelo dos anos 1990”⁶.

Essas dificuldades não chegaram a impedir o crescimento dos PED nos anos 1990, que foi até vigoroso em muitos casos – notadamente, nos asiáticos. Essa fase de prosperidade foi ancorada em um cenário internacional extremamente favorável (até 1997), tanto do ponto de vista comercial quanto financeiro. Em particular, ele refletiu o momento de ampla disponibilidade de liquidez nos países industrializados e, principalmente, o grande interesse que os PED despertaram nos investidores

estrangeiros à época – em função da própria mudança de modelo – que lhes aportaram vultosos investimentos diretos e financeiros.

Como se sabe, em meados de 1997, aquele processo de fragilização externa desencadeou forte movimento de fuga de capital em alguns PED asiáticos (Tailândia, Filipinas, Malásia, Indonésia e Coréia do Sul), sentenciando o fim do regime de âncora cambial nestes países. O forte abalo da confiança dos investidores a partir da crise asiática mudou radicalmente aquele cenário externo favorável ao crescimento com estabilidade nos PED em geral. Desde então, os fluxos de capital para os “mercados emergentes”⁷ sofreram sensível retração (com raras interrupções) e, mesmo nos períodos de maior ingresso, se mostraram mais voláteis que no início da década. Nesse contexto, tornou-se claro que a estabilidade cambial e monetária dos anos anteriores apoiava-se, na verdade, em uma base extremamente frágil: o endividamento externo sob condições de otimismo dos investidores estrangeiros. Tão logo esse estado de ânimo foi revertido pela crise asiática, os vultosos fluxos de capital que haviam ingressado nos PED na fase otimista deram lugar a sucessivos ataques especulativos contra as moedas locais, forçando a adoção de regimes de câmbio flutuante em diversos países – entre eles, Rússia (1998); Brasil e Chile (1999); Equador (2000 – este adotou a dolarização em vez do câmbio flutuante); e Argentina (2001-02)⁸.

A flexibilização cambial, em tese, resolve o *trade off* crescimento-BP, mas exige novas estratégias para equacionar o *trade off* crescimento-inflação. Neste caso, porém, não é observável, até o momento, uma convergência de políticas que permita identificar um “modelo-2000” para o conjunto dos PED recentemente egressos de crises cambiais.

2. Crescimento e estabilidade no Brasil

2.1. O modelo dos anos 1990

Como vimos, o modelo de crescimento típico dos PED nos anos 1990 combinava três linhas de política: a) liberalização comercial e financeira; b) ajuste fiscal (incluindo privatizações); c) estabilização por âncora cambial. Esse modelo começa a ser adotado, gradativamente, no Brasil, a

partir da segunda metade do governo J. Sarney (1987-89). Nesse período tem início, ainda que de forma muito tímida, a política de abertura do mercado de capitais brasileiro a investidores estrangeiros. A Resolução 1289 do CMN (março de 1987) autorizou a constituição de Sociedades, Fundos e Carteiras de investimento (Anexos I, II e III), voltados para a compra de ações e debêntures no mercado brasileiro.

No governo Fernando Collor de Mello (1990-92) a abertura financeira foi ampliada, com a criação do Anexo IV à Resolução 1289/87, que autorizou o “Investimento Direto Institucional Estrangeiro”. Nesta modalidade, instituições financeiras não-residentes podiam adquirir, diretamente (i.e., em seu próprio nome, e não através de outra pessoa jurídica específica) todo tipo de título de renda variável emitido por companhias abertas⁹. O governo Collor avançou também em duas outras linhas de política do modelo-1990: a abertura comercial e o ajuste fiscal – este último, baseado em forte contingenciamento de despesas (inclusive as relativas à dívida pública) e no então criado Programa Nacional de Desestatização. A grande lacuna desse período foi a estabilização de preços. O governo adotou um plano de âncora monetária (Plano Collor), em vez do modelo de âncora cambial, cujos resultados foram desastrosos no que tange às relações crescimento-inflação e crescimento-BP: a) o PIB teve retração de 4,5% em 1990 e ficou estagnado no ano seguinte; b) a inflação foi reduzida de 1.585% em 1990 (INPC) para 475% em 1991 e voltou aos quatro dígitos (1.150% a.a.) já em 1992; c) os elevados superávits da balança comercial (média anual de US\$ 10,6 bilhões no biênio 1990-91) não foram capazes de evitar o surgimento de déficits na CT (média de US\$ 2,6 bilhões no período); d) a política de abertura financeira não foi capaz de recuperar o fluxo de capitais voluntários para o país, cujo saldo se manteve deficitário no biênio 1990-91 (média anual de US\$ 4,9 bilhões)¹⁰.

A abertura financeira ganhou novo impulso no governo Itamar Franco (1992-94), com a adoção, a partir de 1992, de uma política de juros reais positivos e “atraentes”, que visava, explicitamente, manter válida a condição $r > r^* + \beta$ no mercado financeiro brasileiro. Além disso, em 1993, o mercado de títulos de renda fixa (públicos e privados) foi aberto ao capital estrangeiro (Anexo VI à Res. 1289/87) e no início de 1994 foi

concluído o longo processo de renegociação (e securitização) da dívida externa brasileira, com base no Plano Brady. Em julho de 1994 iniciou-se a “fase (c)” do modelo-1990 no Brasil, com a implementação do Plano Real. Como um plano de estabilização monetária baseado em âncora cambial, o Plano Real foi acompanhado de medidas de ampliação do grau de abertura comercial e financeira. Somente no primeiro mandato do presidente Fernando Henrique Cardoso (1995-98) completou-se o “enquadramento” da economia brasileira no modelo-1990, com a consolidação do processo de estabilização monetária – a inflação anual foi decrescente desde 1994 e mantida em um dígito a partir de 1996 (Tabela 1) – e com novo *round* de ampliação das políticas de privatização e liberalização comercial e financeira¹¹.

**Tabela 1 – Economia Brasileira – Indicadores macroeconômicos selecionados
1995–2003**

Indicadores (% ao ano)	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Cresc.Real PIB (% a.a.)	4,2	2,7	3,3	0,2	0,8	4,2	1,4	1,5	-0,2
IPCA (% a.a.)	22,4	9,6	5,2	1,7	8,9	6,0	7,7	12,5	9,3
Taxa Selic Real (% a.a.) ¹	25,1	16,3	18,8	27,4	15,9	11,0	9,5	5,3	12,9
Tx.Câmbio Real (va.% a.a.) ¹	-10,2	-0,5	2,0	5,7	47,6	-8,3	20,8	10,7	-3,9
NFSP - Nominal (% PIB) ²	7,3	5,9	6,1	7,9	10,0	4,5	5,2	12,8	5,2
NFSP - Primário (% PIB)	-0,3	0,1	1,0	0,0	-3,2	-3,5	-3,6	-4,9	-4,4
BP (US\$ bilhões)	12,9	8,7	-7,9	-8,0	-7,8	-2,3	3,3	0,3	8,5
Conta Corrente	-18,4	-23,5	-30,5	-33,4	-25,3	-24,2	-23,8	-7,7	4,1
Conta de Capital	29,1	34,0	25,8	29,7	17,3	19,3	27,1	8,8	5,5
Erros e Omissões	2,2	-1,8	-3,3	-4,3	0,2	2,6	-0,5	-0,8	-1,1
Res. Internac. (US\$ bilhões)	51,8	60,1	52,2	44,6	36,3	33,0	35,9	37,8	49,3

Fonte: BACEN, Boletim Mensal, diversos números.

1. SELIC (acumulada no ano) e taxa de câmbio (média do ano) deflacionadas pelo IPCA anual.

2. NFSP = necessidade de financiamento do setor público consolidado. Sinal negativo indica superávit.

A complementação do modelo-1990 no Brasil, porém, não foi capaz de equacionar o *trade off* crescimento-inflação, como ocorreu em outros PED. O processo inflacionário foi, de fato, debelado no período 1994-98, mas ao custo de taxas de crescimento real do PIB *decrescentes* (Tabela 1). A

razão disso foi que, no Brasil, o modelo de âncora cambial foi, desde o início, acompanhado de uma política monetária fortemente restritiva – a taxa Selic foi mantida na média de 22% ao ano *reais* (deflacionada pelo IPCA) entre 1995-98 (Tabela 1). Essa política visava, de um lado, evitar o erro cometido no Plano Cruzado (1986), que permitiu uma explosão de consumo nos primeiros meses da estabilização, sentenciando seu fracasso. De outro, visava compensar, com superávits na conta de capital (CK), os elevados déficits da CT, que surgiram poucos meses depois de iniciado o Plano – fruto da já esperada tendência à valorização real do câmbio e da retomada dos pagamentos da dívida externa.

Essa estratégia foi bem sucedida, gerando superávits na CK e no BP, até 1996, enquanto o mercado financeiro internacional era ainda “simpático” às economias emergentes. Contudo, o acentuado e rápido acúmulo de reservas internacionais no Banco Central (BACEN) nesse período (Tabela 1) indica que o equilíbrio da relação crescimento-BP poderia ter sido obtido com uma “taxa de sacrifício” do PIB menor: taxas reais de juros menores que as praticadas no Brasil gerariam menores superávits no BP, mas, certamente, permitiriam taxas maiores de crescimento.

A partir de meados de 1997, a crise cambial asiática trouxe à tona, também no Brasil, a grande limitação do modelo-1990: o fato de que a verdadeira âncora do crescimento com estabilidade de preços e equilíbrio externo não era o câmbio administrado, mas sim o otimismo dos investidores globais em relação às (elevadas) taxas de retorno (em dólares) esperadas das economias emergentes. As perdas com a crise asiática mudaram abruptamente este cenário, forçando os demais PED que adotaram o modelo-1990 a aumentarem suas taxas internas de juros, penalizando o crescimento, para preservar os saldos do BP, a taxa de câmbio e a estabilidade de preços. Contudo, como a origem das dificuldades cambiais desses países, e do Brasil, em particular, não era o crescimento, mas sim sua alta exposição aos reveses do mercado internacional – fruto da política de liberalização financeira – o sacrifício do crescimento não foi capaz de restaurar o equilíbrio externo e, com ele, a confiança na estabilidade. Ao contrário, a retração econômica tornou-se mais um fator de risco nos PED, afastando o investimento externo direto e gerando temores de crises fiscais, decorrentes das perdas de receita tributária.

Com isso, tornou-se claro que, no modelo-1990, “trocar” crescimento por equilíbrio externo e estabilidade monetária não era uma escolha unilateral dos PED, mas algo que deveria ser “combinado” com o mercado financeiro internacional. No Brasil não foi diferente: após sucessivos ataques especulativos contra o real (entre 1997-98) e sucessivos *rounds* de aumento dos juros e retração econômica, o modelo-1990 teve que ser abandonado. Em janeiro de 1999, o BACEN anunciou a substituição do regime de âncora cambial pelo regime de câmbio flutuante, inaugurando um novo modelo de política econômica no Brasil.

2.2. O modelo dos anos 2000

O modelo de política econômica adotado no Brasil a partir da crise cambial de 1999 (doravante, modelo-2000) combina flutuação cambial, ampla abertura comercial-financeira (elemento preservado do modelo-1990), um modelo de metas de inflação (MMI) para a política monetária e um modelo de metas de superávit primário (MMSp) para a política fiscal. A lógica do modelo-2000 e alguns de seus efeitos sobre as relações crescimento-inflação e crescimento-BP são analisados a seguir.

No regime de câmbio flutuante, em tese, o *trade off* crescimento-BP fica automaticamente resolvido pela flexibilidade cambial: na presença de déficits no BP, associados a forte crescimento econômico, ocorre uma depreciação cambial que corrige o problema através do aumento dos saldos comerciais do país e, se os juros estiverem pressionados pelo ritmo da atividade econômica, também através da CK (os efeitos seriam simétricos no caso de um superávit no BP). A recuperação do BP será tanto mais rápida quanto maior for o grau de abertura comercial e de mobilidade de capital do país (este ponto será retomado na seção seguinte).

Contudo, a flexibilidade cambial traz de volta o *trade off* crescimento-inflação. As eventuais depreciações cambiais das fases expansivas elevam o custo das importações, sendo este efeito ampliado nos países cuja pauta de importações é concentrada em bens intermediários e de capital, como é o caso do Brasil¹². Além disso, a depreciação cambial tende a redirecionar parte da produção doméstica para o mercado externo, gerando uma escassez relativa de oferta, que também pressiona a inflação.

Apesar desse risco, uma vantagem normalmente apontada no regime de flutuação cambial, com base no modelo Mundell-Fleming, é a recuperação da eficácia da política monetária, perdida no regime de câmbio fixo. Sob câmbio flexível e alta mobilidade de capital, a política monetária é capaz de gerar efeitos duradouros sobre a taxa de juros (r) e o produto real (Y): um aumento em r contrai Y , aumentando, simultaneamente, os saldos da CK e da CT; a decorrente apreciação do câmbio reforça o efeito inicial sobre Y , através da redução das exportações líquidas. Enfim, nessas condições é possível usar ativamente a política monetária para controlar, através da taxa de câmbio e da demanda agregada, as eventuais pressões inflacionárias do crescimento.

No Brasil, diante do risco de contaminação dos preços pela desvalorização cambial e da longa história de inflação e indexação do país, optou-se por institucionalizar esse papel ativo da política monetária, adotando-se o MMI (Decreto 3088/99). Trata-se de um modelo de “regra com *feedback*”, no qual a taxa de juros tem seus movimentos inversamente relacionados (com alguma defasagem temporal) ao desvio da inflação esperada (π^e) – avaliada periodicamente pelo BACEN, a partir das expectativas predominantes no mercado financeiro – em relação à meta de inflação estabelecida (π^m , referenciada ao IPCA-IBGE, no MMI brasileiro)¹³:

$$\Delta r_t = f (\pi_{t+1}^e - \pi_{t+1}^m), f' > 0 \quad (1)$$

Considerando que π^E é influenciada pelas expectativas de depreciação cambial (ΔE^E), o MMI no Brasil define uma “regra de juros e câmbio” na forma:

$$\Delta r_t = \Delta r_t^* + \beta_t + (\Delta E_t^e - \Delta E_t) \quad (2)$$

De acordo com (2), a taxa básica de juros deve ser aumentada, visando controlar a inflação, para acompanhar eventuais aumentos na taxa externa de juros, no risco-país e na depreciação cambial esperada (além da já ocorrida no mesmo período, medida por ΔE_t). No MMI, em suma, a política monetária é orientada por uma única variável-objetivo – a meta de inflação – e por uma única variável-intermediária – a taxa básica de juros. Esse modelo busca a estabilidade de preços através do controle da demanda agregada e, principalmente, da influência que a autoridade

monetária espera exercer sobre as expectativas do mercado em relação à taxa de câmbio e à própria taxa de inflação. Neste sentido, o fato de o BACEN não estar formalmente comprometido com uma meta de crescimento econômico é visto, no modelo, como um importante aliado para a construção de sua credibilidade antiinflacionária, já que, desta forma, livra-se a política monetária do *trade off* crescimento-inflação pela simples exclusão do crescimento como objetivo do BACEN.

O MMSp para a política fiscal complementa o modelo-2000 como coadjuvante da política monetária, já que, sob câmbio flexível e alta mobilidade de capital espera-se (a partir do modelo Mundell-Fleming) que a política fiscal não tenha efeitos significativos e duradouros sobre o PIB e, conseqüentemente, sobre a inflação de demanda. Um aumento do superávit fiscal, visando provocar uma retração da atividade econômica e, através dela, da inflação, teria os seguintes efeitos encadeados: redução em Y e r ; melhora do saldo da CT; e queda do saldo da CK. Sob alta mobilidade de capital, o efeito sobre a CK é mais rápido e intenso que sobre a CT, gerando, a curto prazo, um déficit no BP; este, por sua vez, provoca uma depreciação cambial, que estimula as exportações líquidas, anulando (ou reduzindo) o efeito inicial da política fiscal sobre o produto e a inflação¹⁴.

A função do MMSp no modelo-2000 é, basicamente, reduzir o risco-país (o termo \hat{a} na expressão 2) e, através deste, reduzir a taxa de juros compatível com a estabilidade de preços. A redução de \hat{a} , por sua vez, seria obtida pela demonstração de solvência do governo em relação à dívida pública: o compromisso com as metas de superávit primário, aliado à “vigilância” do governo quanto à necessidade de ajuste destas metas de acordo com a política de juros, atua como uma espécie de garantia (ainda que parcial, enquanto subsistir algum déficit nominal) aos credores da dívida. A vantagem esperada dessa regra é a mencionada redução do risco-país. Contudo, se isto de fato ocorrer, a depreciação cambial prevista no modelo Mundell-Fleming – que, supostamente, elimina o efeito da política fiscal sobre o PIB – não ocorrerá, ou será reduzida. Neste caso, portanto, o superávit fiscal não será neutro, como supõe a teoria, mas terá efeitos negativos sobre a atividade econômica (e, possivelmente, sobre a qualidade dos serviços prestados pelo governo). Portanto, tal

como o MMI, o MMSp “resolve” o *trade off* crescimento-inflação por uma regra previamente estabelecida de penalização do crescimento.

3. O *trade off* do crescimento no Brasil: Um modelo básico

O enfoque alternativo aqui proposto tem como ponto de partida modelos de inflação e de BP mais abrangentes, quanto ao número de variáveis relevantes, que os implícitos no modelo-2000. O objetivo dessa ampliação de variáveis é contemplar algumas condições estruturais características da economia brasileira:

- a) a presença de elevado grau de conflito distributivo pela renda (lucros x salários, renda privada x receita pública): além de baixa, para padrões internacionais, a participação dos salários (brutos) no PIB foi comprimida ao longo da década de 1990 (na verdade, um processo que teve início nos anos 1980), passando de 29% em 1996 para 26% em 2002; no mesmo período, a renda relativa a impostos indiretos e contribuições sociais elevou-se de 24% para 27% do PIB (a participação dos lucros ficou inalterada, em 41% – Tabela 2). Esse quadro mantém um componente de custo importante na formação de processos inflacionários, mesmo na ausência de excesso de demanda;
- b) a presença de mecanismos de indexação formais – especialmente nos aluguéis e nos preços administrados (tarifas de serviços de utilidade pública, indexadas, em parte, ao IGP-FGV) – ou mesmo informais, “recuperados” a partir da flexibilização cambial forçada. Os preços administrados têm um peso de aproximadamente 30% no IPCA (índice usado como referência para o MMI) e, na prática, têm explicado uma parcela da evolução do índice ainda maior que isto, porque, desde 1999, a inflação dos preços administrados foi, em geral, superior à dos preços livres (Tabela 3). Essa condição reduz a eficácia da política de juros sobre a inflação, já que esta só atua sobre os preços livres;
- c) o elevado peso das expectativas inflacionárias na formação dos preços – condição típica dos países (basicamente, PED latino-americanos) que passaram por processos de alta inflação ou hiperinflação nos anos 1980;

d) o modo peculiar de inserção externa do país, caracterizado pela posição de tradicional importador líquido de capital (Tabela 1) e pelo (virtualmente) nulo grau de liquidez de sua moeda no mercado internacional – condições que mantêm um potencial de volatilidade cambial no Brasil significativamente maior que o observado nos regimes de câmbio flutuante dos países industrializados.

Tabela 2 – Composição do PIB (preços de mercado) no Brasil – 1996–2002

PIB e Componentes	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002
PIB (R\$ bilhões)	779	871	914	974	1.101	1.200	1346
Composição % PIB	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
Salários	28,8	27,8	28,1	27,4	26,8	26,4	26,2
Contrib. Sociais	9,7	9,7	10,7	10,7	11,1	10,6	10,0
Renda de autônomos	5,7	5,6	5,6	5,7	5,3	5,0	4,6
Lucros	41,0	42,8	41,6	40,5	40,6	41,0	41,9
Impostos líq. de subsídios	14,8	14,2	14,0	15,6	16,2	17,0	17,3

Fonte: IBGE, Diretoria de Pesquisas, Departamento de Contas Nacionais. Disponível em: <www.ibge.gov.br/economia/contasnacionais>

**Tabela 3 – IPCA Trimestral – Variação Acumulada no Período
Preços Administrados (PA) e Preços Livres (PL) – Setembro/1999 a Agosto/2004**

Trimestre	PA	PL	IPCA	Relação PA/IPCA	Trimestre	PA	PL	IPCA	Relação PA/IPCA
Set-Nov/99	3,33	2,21	2,52	1,32	Mar-Mai/02	3,49	0,89	1,62	2,15
Dez/99-Fev/00	1,10	1,38	1,30	0,85	Jun-Ago/02	3,86	1,57	2,28	1,69
Mar-Mai/00	1,60	0,21	0,60	2,67	Set-Nov/02	5,40	5,00	5,12	1,05
Jun-Ago/00	7,33	1,49	3,12	2,35	Dez/02-Fev/03	8,30	5,20	6,00	1,38
Set-Nov/00	1,00	0,44	0,60	1,67	Mar-Mai/03	3,13	2,71	2,83	1,11
Dez/00-Fev/01	3,60	0,96	1,69	2,13	Jun-Ago/03	0,55	0,32	0,39	1,41
Mar-Mai/01	0,46	1,77	1,41	0,33	Set-Nov/03	1,90	1,20	1,40	1,36
Jun-Ago/01	5,60	1,39	2,57	2,18	Dez/03-Fev/04	1,60	2,00	1,90	0,84
Set-Nov/01	2,11	1,72	1,83	1,15	Mar-Mai/04	0,60	1,66	1,36	0,44
Dez/01-Fev/02	0,50	2,00	1,58	0,32	Jun-Ago/04	3,90	1,70	2,30	1,70

Fonte: Elaboração própria a partir de dados do Bacen, Relatórios de Inflação (RI), Mar/2002 a Set/2004.

Nos trimestres em que foi necessário calcular a variação de PA ou PL a partir de dados sobre suas contribuições ao IPCA em p.p., foram usadas as ponderações de 28% e 72%, respectivamente, divulgadas no RI de Dez/01.

De acordo com essas especificações, a taxa de inflação no Brasil ($\pi = \Delta P/P$) pode ser descrita por um modelo simples, desenvolvido por SIMONSEN E CAMPOS (1975, p. 96-100), que contempla: a) um componente de variação de demanda, representado pela taxa de crescimento do PIB (G), que sintetiza o *trade off* da curva de Phillips; b) um componente autônomo, dado pela taxa de variação dos custos de produção (A), que reflete as taxas de variação de “preços-chave” na formação de preços dos bens finais – basicamente, dos custos relativos a matérias-primas e insumos industriais (MI), impostos indiretos (TI), salários (W), taxa de câmbio ($\Delta E/E$) e taxa de juro de curto prazo (Δr , que afeta o custo do crédito para capital de giro); c) um componente de realimentação (R), que considera a influência dos mecanismos de indexação existentes, associados a π_{t-1} , e das expectativas inflacionárias (π^e). Admitindo-se uma especificação linear (por simplificação) para π , podemos escrever:

$$\pi = p_1 \cdot G + p_2 \cdot A + p_3 \cdot R, \quad p_i > 0 \quad (3)$$

$$A = a_1 \cdot MI + a_2 \cdot TI + a_3 \cdot W + a_4 \cdot (\Delta E/E) + a_5 \cdot \Delta r, \quad a_i > 0 \quad (4)$$

$$R = q_1 \cdot \pi_{t-1} + q_2 \cdot \pi^e_{t+1}, \quad q_i > 0^{15} \quad (5)$$

Agrupando no termo π_0 as variáveis exógenas que compõem a função (3), entendidas como aquelas não afetadas de forma previsível pela política econômica de curto prazo:

$$\pi = \pi_0 + p_1 \cdot G + p_2 \cdot [a_2 \cdot TI + a_4 \cdot (\Delta E/E) + a_5 \cdot \Delta r] + p_3 \cdot q_2 \cdot \pi^e \quad (6)$$

onde:

$$\pi_0 = p_2 \cdot (a_1 \cdot MI + a_3 \cdot W) + p_3 \cdot q_1 \cdot \pi_{t-1} \quad (7)$$

Quanto ao BP, a CT, por definição, desagrega-se em:

$$CT = TLRx - RLx \quad (8)$$

onde: TLRx = transferência líquida de recursos reais ao exterior (exportações menos importações de bens tangíveis e serviços não-fatores); RLx = renda líquida enviada ao exterior (remessa de lucros + juros sobre dívida externa + transferências unilaterais).

O termo TLRx corresponde ao conceito de exportações líquidas ($NX = X - M$, X = exportações e M = importações), que entra na compo-

sição do PIB (Y). A parcela RLx é uma variável exógena no BP, que reflete, essencialmente, decisões financeiras passadas (de captação de investimentos diretos e de empréstimos externos) e as condições do mercado financeiro internacional no período. Denotando esta parcela por CT_0 , tem-se:

$$CT = NX - CT_0 \quad (9)$$

As hipóteses de comportamento de X e M são (também numa especificação linear):

$$X = x_1 \cdot \theta + x_2 \cdot Y^* \quad (10)$$

$$M = -m_1 \cdot \theta + m_2 \cdot Y \quad (11)$$

onde Y^* = produto agregado do resto do mundo; x_1 e x_2 são parâmetros positivos que medem, respectivamente, a sensibilidade-câmbio e -renda (externa) das exportações; m_1 e m_2 são parâmetros positivos, que medem, respectivamente, a sensibilidade-câmbio e -renda (interna) das importações; θ = taxa real de câmbio:

$$\theta = E \cdot (P^*/P) \quad (12)$$

onde E = taxa nominal de câmbio ($E = R\$/US\%$); P = nível geral de preços doméstico; P^* = nível geral de preços externo (da economia americana, no caso, já que a moeda estrangeira de referência é o dólar).

De (9)-(11):

$$CT = (x_1 + m_1) \cdot \theta + x_2 \cdot Y^* - m_2 \cdot Y - CT_0 \quad (13)$$

A CK é desagregada em dois grandes componentes: uma parcela exógena, representada pelo investimento externo direto (K_0); uma parcela endógena, representada pela captação de recursos em moeda, que é sensível à relação entre a taxa doméstica de juros (r) e a taxa externa (r^*):

$$CK = K_0 + k \cdot (r - r^*) \quad (14)$$

onde: k = sensibilidade da CK ao diferencial de juros interno-externo e representa o grau de mobilidade de capital do país: quanto maior k, maior a mobilidade. De (13)-(14):

$$BP = B_0 + (x_1 + m_1) \cdot \theta - m_2 \cdot Y + k \cdot (r - r^*) \quad (15)$$

onde B_0 representa a parcela exógena do BP, isto é, aquela não sujeita à influência direta da política econômica doméstica:

$$B_0 = x_2 \cdot Y^* - CT_0 + K_0 \quad (16)$$

Para permitir a comparação dos efeitos do crescimento econômico sobre o BP e sobre a inflação, é conveniente agora reformularmos a função-BP, da expressão (15), de modo a explicitar as *variações* do saldo do BP (em termos monetários, isto é, medidas em dólares) como função taxa de crescimento do PIB (G), da taxa de depreciação (ou apreciação) cambial ($\Delta E/E$) e da política de juros (aqui representada por Δr) – ou seja, das mesmas variáveis que compõem a função-inflação, na expressão (6). Façamos então:

$$\Delta BP = \Delta B_0 + (x_1' + m_1') \cdot (\Delta \theta / \theta) - m_2' \cdot G + k' \cdot (\Delta r - \Delta r^*) \quad (17)$$

onde os coeficientes x_1' , m_1' , m_2' e k' são, respectivamente, os coeficientes x_1 , m_1 , m_2 e k ajustados para contemplar a mudança na forma de especificação (de valores nominais para taxas de variação) das variáveis determinantes do saldo do BP. A partir da especificação de θ na expressão (12) tem-se, finalmente, para dado P^* (que é exógeno):

$$\Delta BP = \Delta B_0 + (x_1' + m_1') \cdot (\Delta E/E - \pi) - m_2' \cdot G + k' \cdot (\Delta r - \Delta r^*) \quad (18)$$

As equações (6) e (18), reproduzidas abaixo, explicitam, nos termos em negrito, as relações básicas que estabelecem o *trade off* crescimento-inflação-BP:

$$\pi = \pi_0 + \mathbf{p}_1 \cdot \mathbf{G} + \mathbf{p}_2 \cdot [a_2 \cdot TI + a_4 \cdot (\Delta E/E) + a_5 \cdot \Delta r] + \mathbf{p}_3 \cdot q_2 \cdot \pi^e \quad (6)$$

$$\Delta BP = \Delta B_0 + (x_1' + m_1') \cdot (\Delta E/E - \pi) - \mathbf{m}_2' \cdot \mathbf{G} + k' \cdot (\Delta r - \Delta r^*) \quad (18)$$

A partir dessas relações, na presença de inflação e/ou desequilíbrio do BP (de magnitudes importantes, é claro), os mecanismos de ajuste previstos no modelo-2000, como vimos, são: a) aumento da taxa interna de juros ($\Delta r > 0$), a ser promovido pelo BACEN; b) depreciação cambial ($\Delta E > 0$), a ser “promovida” pelo mercado. Contudo, de (6) e (18), observa-se que ambos têm efeitos ambíguos e, portanto, não garantidos sobre π e ΔBP .

Quanto à inflação, o aumento dos juros atua favoravelmente, através da redução de G , mas há também um efeito inflacionário, refletido

no termo $p_3 \cdot a_3 \cdot \Delta r$. Este efeito torna-se mais importante em economias, como a brasileira, onde o crédito e as aplicações de curto prazo são predominantes no mercado financeiro. Nestes casos, o “repasso” da taxa de juros aos preços é mais provável por duas razões: a) as empresas precisam formar “caixa” rapidamente para poderem cumprir suas obrigações financeiras nos prazos acordados, o que tende a provocar aumento do *mark up*; b) como observou PASTORE (1996), com o aumento da taxa de juros, os poupadores com aplicações de curto prazo (a maioria no Brasil) se beneficiam, rapidamente, de um “efeito-renda” positivo (renda na forma de juros recebidos), que compensa, pelo menos em parte, o “efeito-riqueza” negativo, normalmente atribuído (na teoria convencional) ao aumento dos juros. Isto reduz a eficácia antiinflacionária da política monetária, porque reduz seus efeitos restritivos sobre a demanda agregada. Nessas condições, limita-se também a possível contribuição benéfica do termo $p_3 \cdot q_2 \cdot \pi^e$, porque as expectativas de inflação tornam-se mais resistentes à baixa.

Assim, além de um viés recessivo, associado à “regra da política de juros”, o modelo-2000 tende a ter reduzida eficácia sobre a inflação no Brasil. Essas limitações são ampliadas nos períodos (não raros) em que o processo inflacionário é de etiologia não-cíclica – desencadeado, por exemplo, por conflito distributivo (que eleva π_0), por políticas de ajuste fiscal apoiadas em aumento de impostos indiretos (que afetam $p_2 \cdot a_2 \cdot \Pi$), ou por aumentos exógenos das expectativas inflacionárias (que elevam $p_3 \cdot q_2 \cdot \pi^e$), causados por aumentos dos preços internacionais, por depreciação cambial ou por qualquer outro fator não decorrente de excesso de demanda no mercado doméstico. Nesses casos, o controle do processo inflacionário é possível, mas requer uma elevada “dose” de aumento dos juros, de modo a promover uma queda mais intensa em G e E. Essa estratégia, porém, é duplamente ineficiente como solução do *trade off* do crescimento: de um lado, envolve uma elevada “taxa de sacrifício” do PIB e, de outro, pode comprometer o alcance do equilíbrio externo, devido à apreciação cambial. Esse conflito, inerente ao modelo-2000, entre os mecanismos de estabilização monetária e de equilíbrio externo fica evidenciado no termo $p_2 \cdot a_4 \cdot (\Delta E/E)$.

Além de comprometer a estabilidade de preços, o mecanismo da depreciação cambial tem também efeitos ambíguos sobre o saldo do BP.

Em primeiro lugar, o efeito benéfico esperado é condicionado à capacidade de controle do governo sobre o *pass-through* do câmbio, isto é, sobre os coeficientes p_2 e a_4 . Essa capacidade é maior quanto mais restritiva for a política econômica, o que evidencia a possibilidade de um viés recessivo no ajuste via flexibilidade cambial – possibilidade totalmente negligenciada no modelo-2000.

Em segundo lugar, ainda que a depreciação real do câmbio seja obtida, seu efeito líquido sobre o saldo do BP é duvidoso. Deve-se ter em conta que a mesma depreciação cambial que favorece o saldo do BP (e, indiretamente, o crescimento) através da balança comercial, pode limitá-lo através da CK. Isto ocorrerá se o ajuste cambial for acompanhado de um aumento do risco-país (β), seja por gerar (ou acentuar) expectativas inflacionárias ou simplesmente por ameaçar a taxa de retorno, em dólares, dos investimentos estrangeiros (o chamado “cupom cambial”). Essa possibilidade de retração da CK é ampliada na presença de elevado grau de abertura financeira – caso do Brasil a partir da segunda metade dos anos 1990. Sob essa condição, os efeitos de qualquer mudança nas variáveis que afetam o BP se manifestam mais rapidamente sobre a CK que sobre a CT. Nesse caso, o resultado de um movimento endógeno (de mercado) de depreciação cambial sobre o saldo do BP pode ser, pelo menos inicialmente, negativo, porque a queda do saldo da CK (motivada pelo aumento de β) ocorre antes do aumento da CT. Esse efeito é mais provável em países com as condições de inserção externa do Brasil: a posição de tradicional importador líquido de capital e a nula liquidez do Real no mercado internacional contribuem para aumentar a probabilidade de aumento do risco-país diante de um movimento de depreciação cambial, porque este implica o aumento das despesas comerciais e financeiras externas do país.

Essas mesmas condições limitam também a eficácia do aumento dos juros como instrumento de equilíbrio do BP. É um equívoco a idéia, inerente ao modelo-2000, de que a ampla abertura financeira favorece o saldo do BP e, indiretamente, o crescimento econômico do país. O modelo-2000 justifica essa tese com base no modelo Mundell-Fleming: admite-se que a maior abertura financeira eleva o coeficiente k' da expressão (18) e, através dele, aumenta o saldo do BP, para dado diferencial de juros

interno-externo. Assim, se ameniza o *trade off* crescimento-BP, viabilizando a operação da economia sob uma taxa r mais baixa. A miopia dessa interpretação reside na “crença” de que, para os PED (e não só para o Brasil), k' é uma variável determinada exogenamente pela regulamentação financeira imposta pelo governo. Na prática, o grau de mobilidade de capital com que opera a economia – entendido como a intensidade de resposta da CK ao diferencial de juros interno-externo – reflete dois conjuntos de fatores: a) a regulamentação dos fluxos de capital: quanto mais permissiva a investimentos estrangeiros, maior k' ; b) o grau de risco atribuído ao país no mercado internacional (β): quanto maior β , menor k' , porque, neste caso, uma dada diferença ($\Delta r - \Delta r^*$) será menos atraente aos investidores estrangeiros e, como tal, resultará em menor movimento (mobilidade) de capital. Pode-se, então, escrever:

$$k' = k_0 - k_1 \cdot \beta, \quad k_1 > 0 \quad (19)$$

Uma regulamentação permissiva ao capital estrangeiro determina um k_0 elevado, mas não garante k' elevado. Cada vez que o risco-país atribuído a um PED se eleva, sua mobilidade de capital é reduzida “à revelia” da regulamentação financeira vigente. Em um mercado financeiro crescentemente globalizado como o dos anos 1990-2000, isso pode ocorrer por razões independentes dos “fundamentos macroeconômicos” do país em questão – situação, aliás, que se tornou freqüente a partir das crises cambiais de fins dos anos 1990. Em suma, se choques externos e seus efeitos sobre a CK não podem ser evitados pela política econômica doméstica, a eficácia do modelo-2000 fica, permanentemente, ameaçada.

4. Conclusões: Linhas gerais de uma estratégia alternativa

O *trade off* inerente ao crescimento econômico, decorrente da possibilidade de inflação e de desequilíbrio externo nas fases de expansão cíclica, é um problema recorrente no Brasil e nos PED em geral. Este artigo analisou os distintos modelos de política econômica desenhados para enfrentar o problema no Brasil nos anos 1990 (modelo-1990) e nos primeiros anos da década de 2000 (modelo-2000). O principal aspecto comum aos dois modelos é o elevado grau de abertura comercial e finan-

ceira e o reduzido grau de intervenção (direta) do governo na economia – condições herdadas das políticas de liberalização das décadas de 1980–90. A grande diferença entre eles reside no regime cambial: fixo (ou semifixo) no primeiro caso, e flutuante, no segundo. Mais especificamente, no novo modelo, inverte-se a posição da taxa de câmbio na administração do *trade off* do crescimento: esta deixa de ser um instrumento-chave para o controle da inflação, com riscos para o equilíbrio externo, e passa a atuar como instrumento-chave para o controle das contas externas, agora sob o risco de dificultar o controle da inflação. Esse risco, idealmente, é contornado pela adoção do MMI, que define a estabilidade de preços como prioridade do BACEN.

O modelo-2000 implica uma escolha clara pelo equilíbrio monetário e externo, em detrimento do crescimento, pelo menos no curto prazo. Por tratar-se de um modelo de regras fixas de política econômica, os mesmos remédios – depreciação cambial, aumento dos juros e ajuste da meta de superávit primário – se aplicam em qualquer situação de desequilíbrio externo ou monetário, ainda que esta não seja de natureza cíclica – i.e., que não tenha sido causada por um ritmo acelerado de expansão do PIB. Nestes casos, não raros no Brasil, o modelo torna-se recessivo e pró-cíclico, impondo juros altos e/ou restrição fiscal em períodos de fraco crescimento ou mesmo de estagnação econômica. A retração econômica é o preço a ser pago, pela sociedade, pela escolha (do governo) do equilíbrio monetário e externo como prioridades fixas da política econômica. Esse viés recessivo do modelo-2000, aliado à sua eficácia duvidosa como estratégia de ajuste – pelos efeitos ambíguos sobre a inflação e o BP e pela existência de conflitos entre os requisitos do equilíbrio externo (depreciação cambial) e de estabilidade monetária – convida a uma reflexão sobre estratégias alternativas.

A análise precedente sugere algumas linhas gerais de atuação sobre o *trade off* do crescimento no Brasil. Em primeiro lugar, a política de juros deveria ser flexibilizada em dois sentidos:

- a) o MMI deve ser substituído por um modelo do tipo “regra de Taylor”, que contempla, juntamente com o objetivo de estabilidade de preços (ou com a meta de inflação), uma meta de crescimento econômico.

A “regra de Taylor” foi definida, originalmente (para a economia americana), pela equação (TAYLOR, 1993, p. 202):

$$r = \pi + 0,5.g + 0,5.(\pi - 2) + 2 \quad (20)$$

onde: $g = (G - G^m)/G^m$; G^m = meta de crescimento do PIB; e as demais variáveis têm o mesmo significado da notação adotada neste artigo e são especificadas em termos de taxas (percentuais) anuais.

Nesta forma original, a meta de inflação foi fixada em 2% ao ano. Em termos práticos, o modelo prevê um aumento da taxa nominal de juros igual a 50% do desvio da inflação em relação à meta – e não de 100%, como no MMI adotado no Brasil. A meta de crescimento não é explicitamente especificada no modelo, mas a regra de reação do Banco Central é semelhante à prevista para a inflação: 50% do desvio é “compensado” pela política de juros. Em caso de desvios nulos em relação às metas de inflação e crescimento, o modelo prevê uma taxa nominal de juros de 4% ao ano – ou 2% a.a. em termos reais. A aplicação de uma regra semelhante no Brasil poderia, é claro, especificar metas distintas (mais realistas) de inflação e crescimento – provavelmente, ambas mais altas que as identificadas para a economia americana – bem como pesos distintos (e ajustáveis, de acordo com a conjuntura) para os dois objetivos. De todo modo, a vantagem deste modelo sobre o MMI é que, além de “devolver” ao Bacen alguma responsabilidade sobre o crescimento econômico e algum poder discricionário sobre a política monetária (implícito na possibilidade de mudança dos pesos), tem a capacidade de preservar a condição, tão defendida no MMI, de transparência e previsibilidade da política monetária, essencial para a conquista de credibilidade pelo Banco Central.

- b) a política de juros deve dividir com outros instrumentos a tarefa de assegurar a estabilidade de preços: esta mudança seria mera decorrência da anterior, que já prevê um ônus menor sobre os juros na (constante) busca pela estabilidade de preços. Mais especificamente, propõe-se aqui a combinação da política monetária com políticas de rendas, que tenham por foco os componentes A e R da inflação, disciplinando, por exemplo, os ajustes de preços administrados e dos salários nominais, de modo a gerar expectativas inflacionárias favoráveis à

estabilidade. Essas mudanças permitiriam, ao mesmo tempo, aumentar a eficácia da política antiinflacionária e reduzir a “taxa de sacrifício” imposta à sociedade¹⁶.

No que tange ao equilíbrio do BP, o que se requer é a estabilização (mas não necessariamente a fixação) da taxa de câmbio em níveis compatíveis com: a) a geração de saldos comerciais suficientes para o cumprimento das obrigações financeiras externas; b) o controle da inflação. O regime de livre flutuação (ou mesmo a “flutuação suja”), por si só, não garante essas condições, e menos ainda a segunda. É necessário que o BACEN disponha de instrumentos que lhe permitam atuar, de forma permanente, sobre a volatilidade cambial típica do modo de inserção externa da economia brasileira. A experiência de câmbio fixo dos anos 1990 mostrou que, sob condições de ampla abertura financeira, este modelo não se sustenta. Por outro lado, as dificuldades inerentes ao modelo-2000 demonstram que a flexibilização cambial não torna a tarefa do BACEN mais fácil. O efetivo grau de mobilidade de capital no país – a variável k' da expressão (18), que mede a intensidade de resposta da CK ao diferencial de juros interno-externo – não é *determinado* pela regulamentação financeira vigente e nem pela política interna de juros, porque sofre forte influência das avaliações do mercado internacional (por vezes, subjetivas) quanto ao risco-país. Assim, políticas de controle sobre os fluxos de capital, especialmente voltadas para o controle do *ingresso* excessivo nas fases de otimismo do mercado internacional (que causa o *overborrowing* externo) são recomendáveis para o Brasil. Nos termos da expressão (19) acima, isto implicaria alguma redução do coeficiente k_0 , mas esta seria compensada pela redução, de forma duradoura, de β . Não se trata, portanto, de reduzir a magnitude do coeficiente k' , mas de mudar a sua composição, aumentando o peso das variáveis sob controle da política econômica (embutidas em k_0), em detrimento daquelas sob comando externo (β , no caso).

The Trade Off of Growth in Brasil in the 1990's and 2000's: Critical analysis and monetary policy alternatives

Abstract – The paper examines the classical trade off of economic growth in Brazil, expressed in two recurring dilemmas: between growth and price stability and between growth and balance of payments equilibrium. It presents an analyses of two growth (and adjustment) models recently implemented in the country: the model of the 1990s, based on an “exchange anchor”; and the model applied in the first years of the 2000's, which combines a flexible exchange rate system with a targeting inflation model for monetary policy and a targeting primary surplus model for fiscal policy. Based on a simple macroeconomic model for the Brazilian economy, it is argued that, besides to carry a recessive bias, this recent model has limited efficacy as a “solution” for the trade off mentioned. Thus, an alternative strategy is proposed, in which: a) the inflation targeting model is replaced for another one, similar to the “Taylor’s rule”, in which both inflation and real output are considered in the interest rate-function of Central Bank; b) interest rate policy no longer is the unique tool for price stabilization – it shares this task with income policies; c) flexible exchange rate system is combined with policies to control capital flows, especially the “inward transations”, aiming at avoiding the “overborrowing syndrome” of the optimistic phases, reducing, in a structural manner, the exchange rate volatility.

Key-words – Economic growth. Trade off. Monetary policy. Balance of payments.

Notas

¹ Para abordagens recentes sobre o tema, com ênfase no caso brasileiro, veja, por exemplo, BIELSCHOWSKY E MUSSI (2002); BRESSER-PEREIRA E NAKANO (2002); SICSÚ, OREIRO E DE PAULA (2003).

² O modelo keynesiano de política econômica de curto prazo é descrito, esquematicamente, em qualquer manual de macroeconomia. Para uma apresentação mais analítica e teoricamente fundamentada, veja CARVALHO (1999). Sobre o modelo desenvolvimentista baseado na substituição de importações, TAVARES (1979) é uma das mais importantes referências.

³ Embora não tenham chegado a representar limites ao crescimento na década de 1970, vale lembrar que tanto a inflação, em níveis superiores aos observados nos países industrializados, quanto a tendência a déficits em conta corrente já eram condições presentes nos PED, neste período.

⁴ Sobre esse período vide CASTRO E SOUZA (1985) e HERMANN (2004).

⁵ Os principais formuladores teóricos dessa visão crítica às políticas keynesianas do pós-

guerra nos PED foram E. SHAW (1973) e R. MCKINNON (1973). Para exposições mais sintéticas sobre essa interpretação, conhecida como “modelo Shaw-McKinnon”, veja FRY (1995: Cap. 2 e 14) e AGÉNOR E MONTIEL (1999: Cap. 6, 14 e 17). Para uma crítica, nessa linha, do modelo de substituição de importações no Brasil, vide FRANCO (1998).

- ⁶ Há uma vasta literatura teórica e empírica sobre os efeitos da combinação de âncora cambial e liberalização comercial e financeira, que caracterizou os PED a partir de fins dos anos 1980. Veja, entre outros, BRUNO (1991), KIGUEL E LIVIATAN (1992), IPEA/CEPAL (1997), BATISTA JR. (1996) e HERMANN (1999).
- ⁷ O termo “mercados emergentes” designa, especificamente, os PED que adotaram políticas de liberalização comercial e financeira nos anos 1980-90.
- ⁸ Antes da crise asiática, o México já havia passado por uma crise cambial dessa natureza, em fins de 1994.
- ⁹ Para exposições detalhadas do longo processo de abertura financeira no Brasil, vide PRATES (1997) e HERMANN (2002, cap. 8).
- ¹⁰ Dados do IPEADATA (www.ipea.gov.br/ipeadata) para o INPC e do BACEN (www.bcb.gov.br) para as contas externas.
- ¹¹ Sobre a política econômica dos governos Itamar Franco e Fernando Henrique Cardoso, veja, respectivamente, CASTRO (2004) e GIAMBIAGI (2004). Sobre o aprofundamento da política de abertura financeira durante os dois mandatos do Presidente Fernando Henrique Cardoso veja HERMANN (2002, cap. 8).
- ¹² Em 1999, a soma das importações de bens intermediários, combustíveis e bens de capital representava 85,0% da pauta de importações brasileira. Em 2003, este percentual foi de 88,5%. Dados do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio, disponíveis em: www.desenvolvimento.gov.br.
- ¹³ Sobre o MMI, vide GREEN (1996) e SVENSSON (1998). Sobre a forma de aplicação do modelo à economia brasileira, vide BACEN (2000, p. 96-100) e WERLANG et al. (1999).
- ¹⁴ Veja, a respeito, o já mencionado LOPES E VASCONCELLOS (2000, cap. 6).
- ¹⁵ Em casos extremos, de alta inflação, deve-se considerar ainda um terceiro fator de realimentação: a fuga da moeda, representada pela redução da demanda do público pela moeda nacional (M^D). Neste caso, seria incluído em (5) um termo $q_3 \cdot \Delta M^D$, onde $q_3 < 0$.
- ¹⁶ Sobre o uso de políticas de rendas no combate à inflação, e sua contribuição para reduzir a “taxa de sacrifício” da política de estabilização, vide CARVALHO (1995) e DAVIDSON (1994, cap. 9).

Referências bibliográficas

- AGÉNOR, P.; MONTIEL, P. J. *Development Macroeconomics*. 2th ed. New Jersey: Princeton University Press, 1999.
- BACEN – BANCO CENTRAL DO BRASIL (2000). Modelagem do mecanismo de transmissão da política monetária. In: *Relatório de Inflação - Março*. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>.
- BATISTA JR., P.N. O Plano Real à luz da experiência mexicana e argentina. *Estudos Avançados*: revista do IEA da USP, São Paulo, n. 28, v. 10, pp. 129-185, set.-dez. 1996.
- BIELSCHOWSKY, R.; MUSSI, C. (Orgs.) *Políticas para a retomada do crescimento – Reflexões de economistas brasileiros*. Brasília: Ipea/Cepal, 2002.
- BRESSER PEREIRA, L.C. e NAKANO, Y. Uma estratégia de desenvolvimento com estabilidade. *Revista de Economia Política*, v. 21, n. 2, p. 146-177, jul. 2002.
- BRUNO, M. High Inflation and the Nominal Anchors of an Open Economy. *Essays in International Finance*, Princeton University, n. 183, June 1991.
- CARVALHO, F.J.C. de. Política de rendas: ganhos e perdas da intervenção no sistema de preços. *Estudos Econômicos*: revista da FEAC da USP, São Paulo, v. 25, n. 3, pp. 297-328, set-dez 1995.
- _____. Políticas econômicas para economias monetárias. In: LIMA, G.T.; SICSÚ, J.; PAULA, L.F.R. de. *Macroeconomia moderna: Keynes e a economia contemporânea*. Rio de Janeiro: Campus, pp. 258-283, 1999.
- CASTRO, A.B. de; SOUZA, F.E.P. de. *A economia brasileira em marcha forçada*. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1985.
- CASTRO, L. B. de. Privatização, abertura e desindexação: a primeira metade dos anos 1990 (1990-94). In: GIAMBIAGI, F.; VILLELA, A.; CASTRO, L.B. de; HERMANN, J. *Economia brasileira contemporânea (1945/2004)*. Rio de Janeiro: Campus, 2004.
- DAVIDSON, P. *Post-Keynesian Macroeconomic Theory*. Cheltenham: Edward Elgar, 1994.
- FRANCO, G.H.B. A inserção externa e o desenvolvimento. *Revista de Economia Política*, v. 18, n. 3, p. 121-147, jul-set. 1998.

FRY, M. *Money, Interest and Banking in Economic Development*. 2th ed. London: The John Hopkins University Press, 1995.

GIAMBIAGI, F. Estabilização, reformas e desequilíbrios macroeconômicos: os anos FHC (1995-2002). In: GIAMBIAGI, F.; VILLELA, A.; CASTRO, L.B. de; HERMANN, J. *Economia Brasileira Contemporânea (1945/2004)*. Rio de Janeiro: Campus, 2004.

GREEN, J.H. Inflation Targeting: Theory and Policy Implications. *IMF Staff Papers*, v. 43, n. 4, p. 779-795, dec. 1996.

HERMANN, J. Ancoragem cambial em ambiente de elevada mobilidade internacional do capital: alcance, limites e soluções. *Estudos Econômicos: revista da FEAC da USP*, São Paulo, v. 29, n.4, p. 475-509, out.-dez. 1999.

_____. *Liberalização e crises financeiras: O debate teórico e a experiência brasileira nos anos 1990*. Tese de Doutorado, IE/UFRJ, Rio de Janeiro, 2002.

_____. Auge e declínio do modelo de crescimento com endividamento: O II PND e a crise da dívida externa. In: GIAMBIAGI, F.; VILLELA, A.; CASTRO, L.B. de; HERMANN, J. In: *Economia brasileira contemporânea (1945/2004)*. Rio de Janeiro: Campus, p. 93-115, 2004.

IPEA/CEPAL. *O Plano Real e outras experiências internacionais de estabilização*. Brasília: IPEA e CEPAL, 1997.

KIGUEL, M.A.; LIVIATAN, N. The business cycle associated with exchange rate-based stabilizations. *The World Bank Economic Review*, v. 6, n. 2, p. 279-305, 1992.

LOPES, L.M.; VASCONCELLOS, M.A.S. de. *Manual de macroeconomia: Básico e intermediário*. Rio de Janeiro: Atlas, 2000.

MCKINNON, R. *Money and Capital in Economic Development*. Washington, DC: Brookings Institution, 1973.

PASTORE, A.C. Por que a política monetária perde eficácia?. *Revista Brasileira de Economia: revista da EPGE da FGV*, Rio de Janeiro, v. 50, n. 3, jul-set. 1996.

PRATES, D.M. *Abertura financeira e vulnerabilidade externa: A economia brasileira na década de 1990*. Dissertação de Mestrado, Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas, Campinas, 1997.

SICSÚ, J.; OREIRO, J.L.; PAULA, L.F. de. (Orgs.). *Agenda Brasil: Políticas econômicas para o crescimento com estabilidade de preços*. São Paulo e Rio de Janeiro: Manole e Fundação Konrad Adenauer, 2003.

SIMONSEN, M.H.; CAMPOS, R.O. *A moderna economia brasileira*. Rio de Janeiro: José Olympio, 1975.

SHAW, E.S. *Financial Deepening in Economic Development*. New York: Oxford University, 1973.

SVENSSON, L. *Inflation Targeting as a Monetary Policy Rule*. National Bureau of Economic Research, Nov. 1998. (NBER Working Paper, n. 6790).

TAVARES, M.C. *Da substituição de importações ao capitalismo financeiro*. Rio de Janeiro: Zahar, 1979.

TAYLOR, J.B. Discretion versus policy rules in practice. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*, North-Holland, v. 39, p. 195-214, dec. 1993.

WERLANG, S.R.C.; TOMBINI, A. A.; BOGDANSKI, J. *Implementing Inflation Targeting in Brazil*. Mimeo. Brasília: Banco Central do Brasil, mimeo, nov. 1999. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br>>.

Agradeço aos pareceristas pelos comentários e sugestões à primeira versão do texto, isentando-os, naturalmente, de qualquer responsabilidade pelas análises e opiniões aqui expressas.

*Recebido para publicação em setembro de 2004.
Aprovado para publicação em outubro de 2004.*