



# Índice

Revista de  
**Conjuntura**

Publicação do Conselho Regional de  
Economia do Distrito Federal

ANO XIV • Nº 54 • setembro/dezembro de 2014

## Nesta edição

**Benefícios aos Desempregados e Rotatividade** **04**  
*Carlos Alberto Ramos*

**Ajuste fiscal: o curto e o longo prazo** **11**  
*Antonio Corrêa de Lacerda*

**O que está por trás da queda no preço do petróleo** **14**  
*Antônio Elias Silva  
José Nelson Bessa Maia*

**Capital Humano nos BRICs** **18**  
*Corina Lovison Nassif Avellar  
Geovana Lorenã Bertussi*

**Qualidade do Gasto Público: Revisitando Critérios de Análise pela Incorporação de Aspectos Macrossetoriais** **24**  
*Pedro Jucá Maciel*

**A taxa de câmbio nominal e a taxa de câmbio real** **27**  
*Hélio Socolik*

**Sistemas de Pagamentos em Moedas Locais** **31**  
*Maria Celina Berardinelli Arraes*

**A lógica política do controle interno** **37**  
*Valdemir Pires*

**Nossa Política de Inovação e seus Obstáculos** **39**  
*Andrea Cabello*

**Benefícios fiscais e creditícios: o crivo da Análise Econômica Lei nº 5.422/DF, de 24/11/14** **42**  
*Carlos Eduardo de Freitas  
Jusçanio Umbelino de Souza*

**ENTREVISTAS** **44**  
**Deputado Agaciél Maia  
Deputado Wasny de Roure**

**Do Estado, do Direito e da política: reflexões** **46**  
*Samuel Pinheiro Guimarães*

As opiniões expressas nos artigos e entrevistas são de responsabilidade exclusiva de seus autores e entrevistados e não refletem necessariamente a do Corecon/DF.

## Editor responsável

José Luiz Pagnussat

## Conselho editorial

Carlito Roberto Zanetti  
Carlos Eduardo de Freitas  
Elder Linton Alves de Araújo  
Geovana Lorena Bertussi  
José Fernando Cosentino Tavares  
José Roberto Novaes de Almeida  
Júlio Flávio Gameiro Miragaya  
Jusciano Umbelino de Souza  
Mário Sérgio Fernandez Sallorenzo  
Newton Ferreira da Silva Marques

## Equipe CORECON/DF

### Gerente Executivo

Angeilton Francisco de Lima Faleiro

### Assessores

Daniel dos Passos Soares  
Marianne Dias Pereira

### Fiscal da Profissão de Economista

Elisângela Cavalcante Resende Fonseca

### Profissionais de Apoio ao Economista

Ísis de Oliveira Rodrigues  
Jamildo Cezário Gomes  
Jaqueline de Fátima Pinheiro  
Michele Cantuária Soares  
Wallace Santos Pires

**Tiragem:** 3.600

**Periodicidade:** Quadrimestral

As matérias assinadas por colaboradores não refletem, necessariamente, a posição da entidade. É permitida a reprodução total ou parcial dos artigos desta edição, desde que citada a fonte.

## CONSELHO REGIONAL DE ECONOMIA DA 11ª REGIÃO - DF

### Presidente

Carlos Eduardo de Freitas

### Vice-presidente

Carlito Roberto Zanetti

### Conselheiros efetivos

Bento de Matos Félix  
Carlito Roberto Zanetti  
César Augusto Moreira Berço  
Humberto Vendelino Richter  
José Luiz Pagnussat  
Juceimar José Imperatori  
Maria Cristina de Araújo  
Mônica Beraldo Fabrício da Silva  
Newton Ferreira da Silva Marques  
Ronalde Silva Lins

### Conselheiros suplentes

Eduardo Toledo Neto  
Elder Linton Alves de Araújo  
Flauzino Antunes Neto  
Geovana Lorena Bertussi  
Gilson Duarte Ferreira dos Santos  
José Eustáquio Moreira de Carvalho  
José Roberto Novaes de Almeida  
Mário Sérgio Fernandez Sallorenzo  
Roberto Carvalho Costa Filho  
Victor José Hohl

### Delegado Eleitor-Efetivo

Carlos Eduardo de Freitas

### Delegado Eleitor-Suplente

Carlito Roberto Zanetti  
End.: SCS Qd. 04, Ed. Embaixador, Sala 202  
CEP 70.300-907 – Brasília/DF  
Tel: (61) 3225-9242 / 3223-1429  
3964-8366 / 3964-8368  
Fax: (61) 3964-8364  
E-mail: corecondf@corecondf.org.br  
Site: www.corecondf.org.br  
Horário de funcionamento: das 8h às 18h  
(sem intervalo)

# Editorial

Os dados da economia no primeiro quadrimestre de 2015 mostram o elevado custo do ajuste fiscal e monetário, que está sendo implementado neste início de segundo mandato do Governo Dilma. Indicam também a baixa eficiência dos instrumentos de política macroeconômica no Brasil, corroborado pela forte ampliação do quadro de estagnação no País.

O aperto fiscal e, em especial, o aperto monetário não estão surtindo os efeitos esperados no combate à inflação e na reversão das expectativas do setor produtivo nacional e de agentes econômicos internacionais, e, por outro lado, provocam elevado impacto negativo na atividade econômica, no emprego e nos custos da dívida pública.

A inflação medida pelo IPCA continua subindo em trajetória explosiva. No primeiro quadrimestre do ano a inflação foi de 4,56%, superando o centro da meta para a inflação anual (4,50%) e no acumulado de doze meses (até abril) o índice alcançou 8,17%. O cenário continua pessimista, as projeções de mercado, reveladas pela pesquisa FOCUS do Banco Central, são revista para cima a cada semana e indicam, para o ano, o pior resultado em relação à meta de inflação, desde a implementação do sistema de metas.

Os principais indicadores de confiança dos agentes econômicos, medidos pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), que davam sinais de estabilidade em dezembro de 2014, assumiram trajetória de total desalento nestes primeiros meses do ano (dados de maio), acelerando fortemente o ritmo de queda, em relação à 2014.

O Índice de Confiança da Indústria (ICI), recuou a 71,6 pontos, menor patamar desde outubro de 2005, e apresenta retração de 21,2%, em relação a maio de 2014. O Índice de Confiança da Construção (ICST) alcançou em maio o nível de 72,9 pontos, menor nível da série histórica iniciada em julho de 2010. O Índice de Confiança de Serviços (ICS) caiu fortemente de um patamar acima de 100 pontos em dezembro (otimismo) para 84,5 pontos em maio (pessimismo), sendo este o segundo menor nível desde junho de 2008. O Índice de Confiança do Comércio (ICOM) recuou a 92,0 pontos em maio, terceiro pior resultado da série histórica, e em doze meses o índice registra queda de 20,6%.

Na mesma direção, o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) acumula queda de 17,9% em doze meses, recuou a 85,1 pontos em maio, muito abaixo da média histórica de 110,5 pontos, indicando forte pessimismo dos consumidores brasileiros.

Por outro lado, a política monetária restritiva, com forte elevação da taxa Selic, acrescida do fim das desonerações tributárias, vem impactando negativamente a atividade econômica, além de elevar o custo da dívida pública, com o pagamento de juros nominais dobrando de patamar, atingindo em torno de R\$ 400 bilhões.

O Produto Interno Bruto (PIB) contraiu 0,2% no primeiro trimestre de 2015 e 1,6% em relação ao primeiro trimestre de 2014 e as projeções de mercado, medidas pela pesquisa FOCUS do Banco Central, indicam tendência de acentuada de queda no ano.

A Indústria de Transformação, no resultado acumulado no ano (jan-abr), apresenta queda em 24 dos 25 ramos pesquisados pelo IBGE. A produção industrial acumula retração de 6,4% no ano e 4,8% em doze meses.

O desemprego reverteu sua trajetória de queda e assumiu tendência explosiva. A taxa de desocupação das principais regiões metropolitanas do país, que em dezembro era de 4,3%, subiu mais de 2,1 pontos, alcançando 6,4% em abril. Os dados da Pnad Contínua apontam na mesma direção, com a taxa de desocupação subindo de 6,5%, em dezembro, para 8,0% no trimestre móvel encerrado em abril de 2015. O saldo positivo de empregos observado no histórico do primeiro quadrimestre de cada ano, desde 2002, foi revertido com a queda de 137,0 mil vagas de trabalho no acumulado de janeiro a abril deste ano, conforme dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED).

A teoria macroeconômica tradicional não explica o comportamento contraditório dos indicadores da economia brasileira. Neste sentido, recomendamos a leitura dos artigos, publicados nesta edição da Revista, do Simpósio “Desenvolvimentos Recentes da Teoria Macroeconômica”, realizado pelo CORECON/DF em parceria com a Associação Keynesiana Brasileira e o Departamento de Economia da Universidade de Brasília. Com destaque para a competente síntese da evolução da teoria macroeconômica, apresentada no discurso de abertura do Simpósio pelo Professor José Luis Oreiro, e os artigos: “Um arcabouço teórico para a macroeconomia estruturalista do desenvolvimento” de José Luis Oreiro e Nelson Marconi; “Revisão do novo consenso macroeconômico” de Luiz Fernando de Paula e Paulo José Saraiva; “Desenvolvimentos recentes da macrodinâmica keynesiano-estruturalista” de Antonio Martins Neto e Gabriel Porcile; “Macroeconomia pós-keynes e o referencial novo-keynesiano” de Flávio Augusto Corrêa Basílio; e “Os modelos de ciclos reais de negócios” de Roberto Ellery Jr.



**XXI CONGRESSO BRASILEIRO DE ECONOMIA – CBE**  
CURITIBA – PARANÁ – 09 A 11 DE SETEMBRO DE 2015

## “A apropriação e a distribuição da riqueza desafios para o século XXI”

Modalidade	De 25/março a 30/abril	De 01/maio a 31/julho	De 01/agosto ao evento
	À vista ou parcelado em quatro.	À vista ou parcelado em três vezes.	À vista
Estudantes com registro	R\$ 160,00	R\$ 192,00	R\$ 230,00
Outros Estudantes	R\$ 200,00	R\$ 240,00	R\$ 288,00
Profissionais associados	R\$ 320,00	R\$ 384,00	R\$ 460,00
Outros Profissionais	R\$ 400,00	R\$ 480,00	R\$ 576,00

Informações e inscrições no site  
[www.cbe2015.org.br](http://www.cbe2015.org.br)

Parcele  
em até

**4x**

mas corra,  
não deixe para  
última hora!





# ADTIÇO

## Discurso de abertura do Simpósio “Desenvolvimentos Recentes da Teoria Macroeconômica”.

José Luis Oreiro

Brasília, 08 de abril de 2015.

Senhoras e Senhores, bom dia. Na qualidade de Presidente da Associação Keynesiana Brasileira quero dar as boas-vindas aos participantes do Simpósio “Desenvolvimentos Recentes da Teoria Macroeconômica” que terá lugar hoje e amanhã nas dependências do departamento de economia da Universidade de Brasília. Esta é uma iniciativa conjunta do Conselho Regional de Economia do Distrito Federal, da Associação Keynesiana Brasileira e do Departamento de Economia da Universidade de Brasília. Sendo assim, quero agradecer ao apoio e a parceria do Corecon-DF, na figura do seu Presidente, o economista Carlos Eduardo de Freitas, bem como do departamento de economia da Universidade de Brasília, na figura de sua chefe, a minha querida amiga, professora Adriana Amado.

É um grande prazer estar novamente nas dependências do departamento de economia da UnB, instituição da qual guardo as melhores lembranças de um feliz convívio social e profissional. Em particular, quero registrar aqui minha gratidão aos meus colegas e amigos Roberto Ellery, Joaquim Andrade, Maria de Lourdes Mollo, Mauro Boinovsky, Geovana Lorena, Joanilio Teixeira e Ricardo Araújo.

O evento que se inicia hoje é uma oportunidade única para estudantes e profissionais de economia se atualizarem com os desenvolvimentos mais recentes da teoria macroeconômica. Constatado, com um pouco de tristeza, que o debate macroeconômico no Brasil se encontra profundamente atrasado. Por exemplo, nos dias de hoje ainda existem economistas que insistem em ensinar o “modelo macroeconômico clássico” no início dos cursos de macroeconomia da graduação, quando se sabe que esse modelo nunca existiu de fato. Com efeito, a macroeconomia pré-keynes não só não existia como disciplina no período anterior a Teoria Geral; como ainda guardava muito pouca semelhança com o modelo estático apresentado em livros texto como o manual do Ackley ou mesmo o de Sargent. A macroeconomia pré-keynes era composta essencialmente por teorias de caráter apreciativo, centradas no assim chamado processo cumulativo Wickselliano,

onde a questão fundamental era analisar os processos econômicos pelos quais a taxa de juros de mercado gravitava em torno da taxa natural de juros, definida pela igualdade entre poupança e investimento. Nessas teorias a moeda e o crédito tinham efeitos reais sobre o nível de emprego e sobre a distribuição de renda, ou seja, os resultados da dicotomia clássica e da neutralidade da moeda simplesmente não eram válidos. A diferença dessas teorias para com o modelo de Keynes se centrava essencialmente no método de análise. Com o princípio da demanda efetiva e o multiplicador, Keynes apresentou um mecanismo pelo qual as divergências entre poupança e investimento davam lugar a variações do nível de renda e de emprego de equilíbrio, abandonando assim a imprecisão dos modelos de desequilíbrio apresentados por Robertson, Hawtrey e Hayek. Uma vez estabelecido o nível de renda como o mecanismo de ajuste entre poupança e investimento, o caminho estava aberto para a determinação da taxa de juros com base na teoria da preferência pela liquidez.

Outro exemplo é a referência, totalmente extemporânea, a uma alegada escola monetarista. Com efeito, não faltam economistas e professores de economia que insistem em designar esta ou aquela proposta de política econômica como oriunda do monetarismo. O erro de tais referências consiste em não perceber que o hard core do monetarismo – a ideia de que o Banco Central deveria fixar a taxa de crescimento da oferta de moeda de forma a obter a estabilidade do nível de atividade econômica no curto-prazo e da inflação no longo-prazo – foi desacreditado pela evolução recente do pensamento macroeconômico. De fato, o uso generalizado da regra de Taylor e a adoção crescente do regime de metas de inflação são o resultado de um consenso formado entre os macroeconomistas ao longo das décadas de 1980 e 1990 de que a oferta de moeda é essencialmente endógena e que, portanto, os Bancos Centrais não podem – e nem devem – tentar controlar o ritmo de expansão da oferta de moeda.

Este seminário, no entanto, não se limita a abordar a evolução recente da teoria macroeconômica dentro do assim chamado mainstream. Se as décadas de 1980 e 1990 testemunharam aquilo que Mario Possas

denominou de “a cheia do mainstream”, ou seja, a expansão do método neoclássico de pesquisa, baseado nos supostos de racionalidade substantiva e equilíbrio competitivo, para áreas de conhecimento que eram tradicionalmente dominadas por economistas heterodoxos – como, por exemplo, o desenvolvimento econômico – nos últimos 15 anos pode-se observar um movimento de renovação e expansão do pensamento heterodoxo. Em particular quero destacar a emergência de uma escola de pensamento keynesiano-estruturalista, formada a partir da fusão da macroeconomia keynesiana com a teoria estruturalista do desenvolvimento econômico, originada nos trabalhos da CEPAL. Uma vertente importante dessa escola consiste na Macroeconomia Estruturalista do Desenvolvimento, desenvolvida no Brasil pelo Professor Luiz Carlos Bresser-Pereira e outros economistas no âmbito do CEMACRO (Centro de Estudos de Macroeconomia Estruturalista do Desenvolvimento) da FGV-SP. As proposições básicas dessa escola foram recentemente sistematizadas no livro “Developmental Macroeconomics:

new developmentalism as a growth strategy”, de autoria de Luiz Carlos Bresser-Pereira, José Luis Oreiro e Nelson Marconi, e publicado pela Routledge.

Em suma, acredito que este seminário será um momento importante para economistas e estudantes de economia se aprofundarem no estudo sobre os desenvolvimentos recentes da macroeconomia. Bom seminário para todos nós.



*José Luis Oreiro*  
joreirocosta@yahoo.com.br

Professor do Departamento de Economia da UFRJ. Pesquisador Nível IB do CNPq. Presidente da Associação Keynesiana Brasileira.

# Concurso de Monografia em **Finanças Públicas**



**XX PRÊMIO  
TESOURO NACIONAL  
2015**

Inscrições abertas até  
**14/set/2015**

Patrocínio



Realização



Idealização



Ministério de  
Fazenda



# Um Arcabouço Teórico para a Macroeconomia Estruturalista do Desenvolvimento

José Luis Oreiro<sup>1</sup>

Nelson Marconi<sup>2</sup>

## 1. Introdução

A Teoria Estruturalista do Desenvolvimento foi formulada entre 1940 e 1960, no contexto de grandes esperanças após a II Guerra Mundial, por um grupo de economistas associados à transição da Liga das Nações para as Nações Unidas. Sua abordagem, bem como a macroeconomia keynesiana, foi dominante entre 1940 e 1960, muito devido à ocorrência do grande *crash* de 1929 e da depressão que se seguiu, o que causou o colapso do liberalismo econômico e da teoria neoclássica que o legitima. No entanto, a partir da desaceleração econômica que ocorre nos anos 1970, nos países ricos, a ideologia neoliberal retornou e teoria econômica neoclássica que o justifica “cientificamente” tornou-se hegemônica novamente.

Desde o início do ano 2000, no entanto, depois de uma sucessão de crises financeiras, ficou claro o fracasso das propostas neoliberais. A partir da crise financeira global de 2008 também ficou claro para os países ricos o fracasso do neoliberalismo. Então, desde o início do ano de 2000, um conjunto de novas políticas macroeconômicas e estratégias de desenvolvimento começou a ser desenvolvido e veio a ser conhecido como “novo desenvolvimentismo”, e uma nova teoria que a justifique - “macroeconomia estruturalista do desenvolvimento” - surgiu. Neste artigo vamos resumir essas novas ideias.

Inicialmente, ressaltamos que o componente cíclico da atividade econômica, tradicionalmente associado às variações da demanda agregada no curto-prazo, afeta a tendência de crescimento das economias capitalistas no longo-prazo. Não é, portanto, razoável separar a macroeconomia da teoria do desenvolvimento econômico. Mais razoável é unir as duas áreas sob a denominação de *macroeconomia do desenvolvimento*. É o que faremos neste artigo. Mas como nossa visão do desenvolvimento econômico é uma visão estruturalista, o

que apresentaremos aqui é uma *macroeconomia estruturalista do desenvolvimento* que pode ser definida nos seguintes termos: é a teoria econômica que explica o desenvolvimento econômico como um processo histórico de acumulação de capital com incorporação de progresso tecnológico e mudança estrutural no qual a acumulação depende da existência de oportunidades lucrativas de investimento proporcionadas pelo crescimento sustentado da demanda.

Em economias desprovidas de moeda conversível, as exportações se constituem no motor fundamental da expansão sustentada da demanda agregada. Nesse contexto, se a taxa de câmbio estiver no nível “correto”, ou seja, ao nível que permite às empresas nacionais que operam a tecnologia no estado da arte mundial ser competitivas nos mercados internacionais, não haverá restrição externa ao desenvolvimento, o qual será limitado apenas pela taxa de investimento e pela produtividade do capital. A abundância de recursos naturais pode, contudo, atuar como um obstáculo ao desenvolvimento econômico na medida em que as rendas ricardianas resultantes da exploração desses recursos escassos irão resultar numa tendência à sobreapreciação da taxa de câmbio, conhecida como *doença holandesa*, a qual irá não só desestimular o investimento produtivo, como ainda induzir um processo de mudança estrutural perverso, com desindustrialização e re-primarização da pauta de exportações. Esse processo poderá conduzir a economia em consideração a uma situação de *falling-behind*, ou seja, a uma trajetória de crescimento abaixo do verificado nas economias desenvolvidas.

## 2. Desenvolvimento puxado pela demanda.

Em uma economia que já realizou seu processo de industrialização ou sua revolução capitalista e se tornou um país de renda média, o crescimento de longo prazo

1. Professor do Departamento de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro. Pesquisador Nível IB do CNPq. E-mail: joreirocosta@yahoo.com.br

2. Professor da Escola de Economia de São Paulo da FGV. E-mail: nelson.marconi@fgv.br Os autores são, respectivamente, presidente e vice-presidente da Associação Keynesiana Brasileira. Este artigo reflete apenas o posicionamento pessoal dos autores sobre o tema.



é determinado pela demanda agregada. Isso porque o crescimento não depende da poupança prévia ou da disponibilidade de meios de produção, mas, ao contrário do que ensina a teoria econômica convencional, depende da existência de oportunidades de investimento lucrativo e da disponibilidade de crédito. Numa economia capitalista madura, ainda que num estágio de desenvolvimento médio, os meios de produção são produzidos dentro do sistema de forma que a oferta dos mesmos nunca pode ser tomada como dada.

Numa pequena economia aberta que não dispõe de moeda conversível<sup>3</sup>, como é o caso dos países de desenvolvimento médio, o componente autônomo da demanda agregada é constituído pelas exportações. O consumo interno não pode liderar o crescimento de longo-prazo a não ser que a participação dos salários na renda esteja aumentando de forma persistente ao longo do tempo, o que é, em princípio, incompatível com uma taxa de lucro esperada satisfatória para os empresários, a não ser que o progresso técnico seja poupador de capital<sup>4</sup> ou que os consumidores estejam se endividando (o que não é sustentável)<sup>5</sup>. Assim, a existência de limites definidos para o crescimento da participação dos salários na renda faz com que seja impossível puxar indefinidamente o crescimento do produto através do aumento dos salários acima da produtividade do trabalho. Uma alternativa - um crescimento liderado pelos gastos do governo - é também insustentável, porque expandir esses gastos sem que ocorra uma queda concomitante dos lucros dos empresários e dos salários dos trabalhadores acabarão, mais cedo ou mais tarde, por levar à inflação e a uma crise de balanço de pagamentos.<sup>6</sup>

### 3. Disponibilidade de fatores de produção

Nicholas Kaldor (1988, p.157) argumentou que o crescimento é puxado pela demanda porque os meios de produção utilizados numa economia capitalista moderna são eles próprios bens que são produzidos dentro do sistema. Dessa forma, a “disponibilidade” de meios de produção nunca pode ser considerada como

um dado independente da demanda pelos mesmos; o condicionante fundamental do “estoque de capital” é a decisão de investimento. O investimento, por sua vez, depende de dois conjuntos de fatores: i) o custo de oportunidade do capital (largamente influenciado pela taxa básica de juros controlada pelo Banco Central); ii) as oportunidades de lucro percebidas pelas empresas condicionadas pelas expectativas a respeito do crescimento futuro da demanda por bens e serviços. O investimento se ajusta ao crescimento esperado da demanda agregada, desde que seja atendida uma restrição fundamental, a saber, que a taxa de retorno do capital esperada pelas empresas ou aos empresários seja maior que o custo do capital pago aos rentistas ou capitalistas inativos.

A objeção muito comum a este raciocínio é a ideia de que o investimento necessita de poupança “prévia” para ser realizado, ou seja, qualquer aumento de despesas de investimento exige um aumento anterior da taxa de poupança da economia. Na verdade, as despesas de investimento requerem apenas a criação de liquidez por parte dos bancos comerciais (Carvalho, 1992; Davidson, 1968). Uma vez que as despesas de investimento forem realizadas, será gerada uma renda extra de tal magnitude que, ao final do processo, a poupança agregada irá se ajustar ao novo valor do investimento agregado.

No tocante à oferta de trabalho, não podemos entendê-la como um obstáculo ao crescimento da produção no longo-prazo. Em primeiro lugar, o número de horas trabalhadas, dentro de certos limites, pode aumentar rapidamente como resposta a um aumento do nível de produção. Em segundo lugar, a taxa de participação - definida como o percentual da população economicamente ativa que faz parte da força de trabalho - pode aumentar como resposta a um forte acréscimo da demanda por mão-deobra (Thirlwall, 2002, p.86). Por fim, uma eventual escassez de força de trabalho - mesmo que seja de força de trabalho qualificada - pode ser sanada por intermédio da imigração de trabalhadores de países estrangeiros.

3 Sobre o conceito de moeda conversível ver Franco (1999).

4 O progresso técnico poupador de capital é o causado pela diminuição do custo de capital em relação à sua capacidade de aumentar a produção, ou, em outras palavras, pelo aumento da relação produto-capital.

5 Um padrão ou regime de crescimento puxado pelo consumo só é possível num contexto no qual a distribuição funcional da renda estiver se modificando ao longo do tempo a favor da classe trabalhadora, ou seja, se ocorrer um aumento persistente da participação dos salários na renda, e que adicionalmente a propensão a poupar dos empresários fosse muito reduzida (Bhaduri e Marglin, 1986), o que não parece corresponder à realidade. Ademais, em uma economia aberta, essa estratégia reduziria a competitividade dos exportadores do país.

6 Deve-se fazer aqui uma distinção importante entre os gastos de consumo corrente do governo e os gastos de investimento. Embora ambos os tipos de dispêndio governamental sejam “autônomos” com respeito ao nível e/ou a variação da renda corrente, os gastos de investimento do governo geram uma externalidade positiva sobre o investimento privado, razão pela qual uma política de crescimento baseada na expansão fiscal deverá privilegiar o aumento dos gastos de investimento, ao invés do aumento dos gastos de consumo corrente. Sobre os efeitos do investimento público sobre o crescimento de longo-prazo ver Oreiro, Silva e Fortunato (2008).

O último elemento a ser considerado é o progresso tecnológico. O ritmo de introdução de inovações por parte das empresas é, em larga medida, determinado pelo ritmo de acumulação de capital; haja vista que a maior parte das inovações tecnológicas é “incorporada” nas máquinas e equipamentos recentemente produzidos. Adicionalmente, segundo a “lei de Kaldor-Verdoorn” (Ledesma, 2002), um aumento da demanda agregada, ao induzir uma aceleração da taxa de crescimento da produção, acaba por acelerar o ritmo de crescimento da produtividade do trabalho.

Assim, no longo-prazo o determinante fundamental da produção e, portanto, do desenvolvimento é o investimento com a incorporação de progresso técnico (que se traduz em elevação da produtividade).

#### 4. Os modelos de crescimento com restrição de balanço de pagamentos.

Afirmamos anteriormente que nos países de desenvolvimento médio o componente autônomo da demanda agregada é constituído pelas exportações. A taxa de crescimento das exportações é igual ao produto entre a elasticidade-renda das exportações ( $\varepsilon$ ) e a taxa de crescimento da renda do resto do mundo ( $z$ )<sup>7</sup>. Isso posto, podemos concluir que a taxa potencial de crescimento do produto real ( $g^*$ ), a partir da abordagem Keynesiana do crescimento puxado pelo demanda agregada, é dada por:

$$g^* = \varepsilon z \quad (1)$$

Essa equação supõe a produção se ajusta, no longo-prazo, ao crescimento da demanda agregada autônoma que é constituída fundamentalmente pelas exportações no caso de uma pequena economia aberta com moeda não-conversível. No entanto, a economia pode não apresentar uma taxa de crescimento de longo-prazo igual ao valor dado pela equação (1) devido à presença de restrições à expansão do nível de produção ao ritmo determinado pela expansão das exportações. Essas restrições advêm da necessidade de se manter o balanço de pagamentos equilibrado no longo-prazo. Nesse contexto, a depender da relação entre a elasticidade renda das exportações e a elasticidade renda das importações, uma trajetória de crescimento liderada pelas exportações poderia ser insustentável do ponto de vista do balanço de pagamentos Thirwall (1979, 2002).

De acordo com Thirwall, a taxa de crescimento compatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos ( $g^{**}$ ) é:

$$g^{**} = \frac{\varepsilon}{\pi} z \quad (2)$$

Onde:  $\varepsilon$  é a elasticidade renda das importações,  $\pi$  é a elasticidade renda das exportações, e  $z$  é a taxa de crescimento da renda mundial.

Uma das teses clássicas do pensamento estruturalista latino-americano era de que a exportação de bens primários ou commodities era relativamente inelástica em relação aos aumentos de renda nos países ricos, enquanto que a elasticidade-renda das importações de manufaturados pelos países em desenvolvimento era maior do que um. Se  $\pi > 1$  na equação (2), ou seja, se a elasticidade renda das importações for maior do que a unidade, a taxa de crescimento compatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos será menor do que a taxa de crescimento determinada pelo crescimento autônomo das exportações.

Se entendermos o modelo de Thirwall simplesmente como a tese que um país, seja ele em desenvolvimento ou desenvolvido, não possa no longo prazo crescer mais do que crescem as exportações, esta é uma obviedade contra a qual não temos nada a objetar. Mas as elasticidades renda das exportações e das importações não são variáveis exógenas ao modelo, determinadas apenas pelo nível de conhecimento tecnológico obtido pelo país, mas dependem da taxa real de câmbio. As elasticidades são, portanto, variáveis *endógenas* que dependem da taxa de câmbio.

Quando o nível da taxa de câmbio real está cronicamente sobre-apreciado tanto pela não neutralização da doença holandesa como pelas entradas descontroladas e desnecessárias de capital, a composição da pauta de comércio exterior será alterada, aumentando a participação de primários (que originam o processo de doença holandesa) nas exportações e de manufaturados nas importações, o que alterará a estrutura produtiva do país, induzindo um processo de especialização perversa na produção de bens intensivos em recursos naturais e baixo crescimento devido à desindustrialização. Alternativamente, quando o país logra neutralizar a tendência à sobreapreciação, a taxa de câmbio equilibrada no nível do que chamaremos “equilíbrio industrial” viabilizará um processo de industrialização no qual o país consegue aumentar continuamente a geração de valor adicionado do processo produtivo. A mudança na composição da pauta de comércio exterior e da estrutura produtiva provocarão alterações na elasticidade renda das exportações e das importações e na relevância da restrição externa ao crescimento.

7 Supondo que os termos de troca permaneçam constantes ao longo do tempo.



Isso significa que a estrutura produtiva do país e, por conseguinte, as elasticidades renda das exportações e das importações, não são constantes imutáveis, mas dependem da taxa de câmbio; mais precisamente da relação entre o valor corrente da taxa de câmbio e a taxa de câmbio de equilíbrio industrial.

Em termos matemáticos, esse raciocínio pode ser expresso da seguinte forma:

$$\frac{\partial(\frac{\epsilon}{\pi})}{\partial t} = \beta(\theta - \theta_{ind}) \quad (3)$$

Onde:  $\beta$  é uma constante positiva;  $\theta_{ind}$  é a taxa de câmbio de equilíbrio industrial.

Resolvendo a equação (2) para  $\frac{\epsilon}{\pi}$  e substituindo a expressão resultante em (3); chegamos a seguinte equação<sup>8</sup>:

$$\dot{g} = \beta(\theta - \theta_{ind}) \quad (4)$$

Na expressão (4) verificamos que a taxa de crescimento de equilíbrio do balanço de pagamentos irá se ajustar ao longo do tempo a depender da relação entre o valor corrente da taxa de câmbio e a taxa de câmbio de equilíbrio industrial. Se a taxa de câmbio estiver sobrevalorizada, ou seja, quando o câmbio estiver abaixo do equilíbrio industrial, então a taxa de crescimento compatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos irá se reduzir ao longo do tempo, indicando assim um aprofundamento da restrição externa. Analogamente, se a taxa de câmbio estiver subvalorizada, ou seja, se o câmbio estiver acima do equilíbrio industrial, então a taxa de crescimento de equilíbrio do balanço de pagamentos irá aumentar progressivamente ao longo do tempo. Daqui se segue que qualquer taxa de crescimento do produto real é compatível com o equilíbrio do balanço de pagamentos quando a taxa de câmbio estiver no nível do equilíbrio industrial. Dessa forma, não se pode falar no longo-prazo de restrição externa ao crescimento se a taxa de câmbio estiver devidamente alinhada, ou seja, no nível compatível com o equilíbrio industrial.

## 5. Taxa de câmbio e margem de lucro

O investimento líquido como proporção do PIB, depende, conforme argumentamos anteriormente, da taxa de lucro esperada e do custo de oportunidade do capital. A taxa de lucro, por seu turno, depende criticamente da taxa real de câmbio. A taxa real de câmbio em seu nível de equilíbrio industrial possibilita: a) uma rentabilidade adequada aos exportadores de manufaturados (que não são os bens que originam o processo de doença holandesa) que, portanto, define as condições

de acesso das empresas ao mercado mundial e, b) uma redução da competitividade dos produtos importados que impacta a margem de lucro da produção destinada ao mercado interno. Uma desvalorização da taxa real de câmbio permite que as empresas domésticas aumentem o *mark-up* sobre os custos de produção em função da redução da competitividade dos bens finais importados do exterior.

## 6. A taxa de câmbio no centro da teoria do desenvolvimento.

Com efeito, a taxa real de câmbio desempenha o papel de compatibilizar a taxa de crescimento que permite a obtenção do grau normal de utilização da capacidade produtiva, ao influenciar sobre a taxa de lucro e o investimento, com a estabilidade da estrutura produtiva no longo-prazo, ao influenciar sobre a composição da cesta de bens exportados e importados pelo país. Daqui se segue que quando a taxa de câmbio está no seu valor "correto", ou seja, o valor correspondente ao "equilíbrio industrial", tanto a demanda externa como a demanda interna estão crescendo a taxas robustas, viabilizando assim o crescimento sustentado de longo-prazo. Dessa forma, o modelo de crescimento aqui apresentado coloca a *taxa real de câmbio no centro da teoria do desenvolvimento econômico*.

## 7. Obstáculos ao Desenvolvimento: Doença Holandesa e Desindustrialização

Para a macroeconomia estruturalista do desenvolvimento, a restrição principal ao crescimento de longo-prazo não se origina da restrição externa ou da restrição de capacidade, mas da tendência à sobrevalorização da taxa de câmbio decorrente da doença holandesa e/ou das entradas excessivas de capital.

Para entender a motivação dessa afirmação consideremos uma economia em desenvolvimento médio que se encontra em equilíbrio de longo-prazo, na qual se descobre a existência de uma grande quantidade de recursos naturais escassos (por exemplo, petróleo). Nesse contexto, as rendas ricardianas originadas da abundância de recursos naturais permitem que o balanço de pagamentos fique em equilíbrio com níveis mais baixos de taxa real de câmbio. Em outras palavras, haverá um descolamento entre a taxa de câmbio de equilíbrio industrial e a taxa de câmbio de equilíbrio em conta-corrente, tornando-se esta última mais apreciada do que a primeira, fenômeno esse conhecido como doença holandesa<sup>9</sup>. Dessa forma, a taxa real de

8 Sem perda de generalidade iremos supor  $z=1$

9 A esse respeito ver Bresser-Pereira (2008, 2009).

câmbio irá se apreciar, dando origem a uma mudança estrutural perversa na economia. Mais precisamente, a economia passará por um processo de reprimarização da pauta de exportações e de desindustrialização, a qual irá induzir a uma redução da elasticidade renda das exportações e a um aumento da elasticidade renda das importações. A restrição externa irá então reaparecer de tal forma que o crescimento passará a ser limitado pelo requisito do equilíbrio do balanço de pagamentos. Essa apreciação da taxa real de câmbio irá induzir uma redução do investimento privado nos setores de bens manufaturados (para os quais tais economias não possuem vantagens comparativas em sua produção), em função do efeito que uma taxa de câmbio mais apreciada exerce sobre as margens de lucro das empresas desses setores.

Se a redução da taxa de crescimento de equilíbrio de longo-prazo em virtude da existência de doença holandesa for significativa, poderá fazer com que a economia em desenvolvimento médio que estamos analisando inicie um processo de *falling-behind*, ou seja, entre uma trajetória de crescimento econômico inferior ao prevalecente nas economias desenvolvidas. Portanto, a sobreapreciação da taxa de câmbio implicará em taxas menores de crescimento, dados seus efeitos descritos acima.

## 8. Conclusão

Ao longo deste artigo apresentamos um arcabouço teórico para a macroeconomia estruturalista do desenvolvimento. Com base nesse arcabouço verificamos que o desenvolvimento dos países de renda média, os quais não possuem moeda conversível, é puxado pela taxa de crescimento das exportações. A taxa real de câmbio desempenha um papel central no desenvolvimento econômico porque é o preço que compatibiliza a obtenção do grau normal de utilização da capacidade produtiva com a estabilidade da estrutura produtiva a longo prazo. Se a taxa real de câmbio está no seu nível "correto", ou seja, no nível que permite as empresas domésticas que operam a tecnologia no estado da arte mundial ser competitivas nos mercados internacionais, não haverá restrição externa ao desenvolvimento, o qual será limitado apenas pela taxa de investimento e pela produtividade do capital. A abundância de recursos naturais pode, contudo, atuar como um obstáculo ao desenvolvimento econômico na medida em que as rendas ricardianas resultantes da exploração desses recursos escassos irão resultar numa tendência à sobrevalorização da taxa de câmbio, a qual irá não só desestimular o investimento produtivo, como ainda induzir um processo de mudança estrutural perverso,

com desindustrialização e re-primarização da pauta de exportações. Esse processo poderá conduzir a economia em consideração a uma situação de *falling-behind*, ou seja, a uma trajetória de crescimento abaixo do verificado nas economias desenvolvidas.

## Referências

- BRESSER-PEREIRA, L.C. (2008) "Dutch disease and its neutralization: a Ricardian approach". *Brazilian Journal of Political Economy* 28 (1): 47-71.
- (2009) *Globalização e Competição*, Rio de Janeiro: Elsevier-Campus.
- CARVALHO, F.C. (1992). *Mr. Keynes and the Post Keynesians: principles of macroeconomics for a monetary production economy*. Edward Elgar: Alderhot.
- DAVIDSON, P. (1986). "Finance, Funding, Saving and Investment". *Journal of Post Keynesian Economics*, Vol. IX, N.1.
- FRANCO, G.H.B. (1999). *O Desafio Brasileiro*. Editora 34: São Paulo.
- KALDOR, N. (1988). "The Role of Effective Demand in the Short and Long-Run Growth" In: Barrère, A. (org.). *The Foundations of Keynesian Analysis*. Macmillan Press: Londres.
- LEDESMA, M.L. (2002). "Accumulation, Innovation and Catching-up: an extended cumulative growth model". *Cambridge Journal of Economics*, Vol. 26, n.2.
- OREIRO, J. L. C. ; SILVA, G.J; FORTUNATO, W. (2008). "Gasto Público com Infra-Estrutura, Acumulação Privada de Capital e Crescimento de Longo-Prazo: uma avaliação teórica e empírica para o Brasil (1985-2003)". *XIII Encontro Nacional de Economia Política*, João Pessoa
- THIRLWALL, A. (2002). *The Nature of Economic Growth*. Edward Elgar: Aldershot.



**José Luis Oreiro**  
joreirocosta@yahoo.com.br

Professor do Departamento de Economia da UFRJ. Pesquisador Nível IB do CNPq. Presidente da Associação Keynesiana Brasileira.



**Nelson Marconi**  
nelson.marconi@fgv.br

Professor Integral da FGV-EESP. Ministra aulas nos cursos de pós-graduação executiva, stricto sensu e graduação. Atualmente é coordenador do curso de graduação em economia da FGV-EESP. Vice-Presidente da Associação Keynesiana Brasileira.

# ARTIGO

## Revisão do Novo Consenso Macroeconômico<sup>1</sup>

Luiz Fernando de Paula<sup>2</sup> e Paulo José Saraiva<sup>3</sup>

### 1. Introdução

O chamado Novo Consenso Macroeconômico (NCM) – com base na síntese dos desenvolvimentos teóricos de monetaristas, novo-clássicos e novo-keynesianos – estabelece que uma taxa de inflação baixa e estável é condição *sine qua non* para o crescimento de longo prazo e que não há um trade-off no longo prazo entre inflação e desemprego. Assim, o NCM representa os avanços da teoria macroeconômica convencional, em que a política monetária torna-se o principal instrumento de política econômica, e as demais políticas (fiscal, cambial, financeira etc) tornam-se subordinadas aos objetivos de estabilização do produto e principalmente da inflação. A crise financeira de 2007/2008, contudo, veio a questionar as bases do programa de pesquisa do Novo Consenso Macroeconômico (NCM), um processo de revisão que inclui reconhecidos economistas do “mainstream”.

Na perspectiva epistemológica proposta por LAKATOS (1979), na construção da Metodologia dos Programas de Pesquisa Científica (MPPC), a superação de um programa de pesquisa por outro constitui-se em processo evolutivo, em que um deles progride na sua capacidade explicativa da realidade, agregando conhecimento adicional, enquanto que um outro programa perde poder explicativo e, deste modo, regride, sem que isso represente a sua total refutação. Assim, a Teoria Científica (equivalente ao MPPC) é constituída por um “núcleo duro”, cujas teorias ou hipóteses não são passíveis de contestação. Esta assegura que os questionamentos, refutações ou anomalias incidam sobre o “cinturão protetor”, preservando as proposições centrais. O “cinturão protetor” abarca as teorias e hipóteses auxiliares, além das técnicas empíricas que são passíveis de contestação. A heurística positiva representa o conjunto de proposições que deverão ser alteradas no cinturão protetor, para que o “núcleo duro” permaneça inalterado. O programa de pesquisa é considerado “progressivo” quando cada modificação no “cinturão protetor” conduz a novas e inesperadas predições ou retrodições (explicação de um fato já conhecido), e

“regressivo” quando seu desenvolvimento teórico se atrasa em relação ao seu desenvolvimento empírico, e somente oferece explicações *ad-hoc* de descobertas casuais ou de fatos antecipados por um programa rival.

A *Revisão do Programa de Pesquisa do NCM*, como decorrência da crise financeira americana de 2007/2008, constitui-se no ponto de partida deste artigo, que identifica seu “núcleo duro” e seu “cinturão protetor”, além do impacto regressivo desta revisão. Tomando como ponto de partida o conceito de programa de pesquisa de Lakatos, uma vasta literatura sobre a revisão do NCM é analisada neste artigo. A conclusão principal do artigo é que, a despeito da flexibilização do *cinturão protetor*, verifica-se a manutenção do *núcleo* desse programa de pesquisa, que se mantém como paradigma teórico dominante.

### 2. Novo Consenso Macroeconômico

O programa de pesquisa do NCM surge da conjugação de elementos teóricos e empíricos oriundos das escolas monetarista, novo-clássica, do ciclo real de negócios e novo-keynesiana, e representa um movimento de convergência entre diferentes escolas, similar ao promovido por Paul Samuelson na década de 1940 na chamada síntese neoclássica. Seus aspectos centrais são a incorporação da hipótese de expectativas racionais, a relevância da demanda agregada na condução da atividade econômica no curto prazo, devido à presença de rigidez de preço e salários microfundamentada, além da importância das imperfeições de mercado para a explicação da trajetória da economia em relação à taxa de crescimento no longo prazo.

Enquanto que Friedman estabeleceu as bases do monetarismo, a partir do conceito de taxa natural de desemprego e curva de Phillips aceleracionista, e ainda do restabelecimento da “nova” teoria quantitativa da moeda, coube a LUCAS (1972) estabelecer as bases da teoria de expectativas racionais, segundo o qual os agentes formam expectativas de modo a evitar erros sistemáticos. Essa abordagem teve forte impacto teórico e subsidiou políticas desinflacionárias nos EUA

1 Este trabalho é um resultado parcial de um trabalho maior em desenvolvimento com André Modenesi.

2 Professor Titular da Faculdade de Economia da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (FCE/UERJ).

3 Professor Assistente do Instituto Três Rios da Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro (UFRRJ).



através da proposição de que a política monetária (PM) pode controlar sozinha a inflação sem a necessidade da utilização de outros instrumentos. A revolução das expectativas racionais implicou que as expectativas dos agentes sobre o comportamento da PM exercem impacto sobre o produto de uma econômica.

No final da década de 1970, a discussão apresentada por KYDLAND e PRESCOTT (1977), em relação à política de regra versus discricção e o problema da inconsistência temporal da PM, torna-se seminal. Os autores argumentam que os resultados econômicos poderão melhorar se as políticas econômicas tiverem um compromisso crível, ao passo que a PM conduzida de forma discricionária estará sujeita ao problema de inconsistência temporal. No entanto, estes autores não desenvolveram como o Banco Central (BC) deve obter a credibilidade. Neste ponto, ROGOFF (1985) desenvolve a proposição analítica de um presidente do Banco Central que tenha um grau de aversão à inflação maior do que a média do público em geral, que contudo pode não ser suficiente, dado que as pressões políticas e da sociedade podem influenciar a condução da PM, necessitando, portanto, da percepção por parte dos agentes da independência do BC. Já BARRO e GORDON (1983) discutiram a importância da reputação do BC como um elemento central para construção da credibilidade.

Na década de 1980, KYDLAND e PRESCOTT (1982) desenvolvem o modelo de ciclo real de negócios (CRN), enfatizando o papel das variáveis reais, em particular os choques tecnológicos, na explicação das flutuações econômicas. Este modelo e os seus desenvolvimentos posteriores dominaram a pesquisa na área macroeconômica até o início da década de 1990, mesmo com a utilização de pressupostos controversos, como o ajuste rápido de preços (mercados se equilibram continuamente), ineficácia da PM, microfundamentados através da utilização de agente representativo e ausência de moeda (MACCALLUM, 1999).

Neste mesmo período, desenvolvimentos da corrente nova-keynesiana, por meio de modelagens dinâmicas e microfundamentado de salários e preços rígidos, com contratos escalonados, importaram na retomada da teoria velho-keynesiana, fortemente abalada pelas críticas metodológicas e teóricas da década de 70. A incorporação do modelo de ciclo real de negócios pela escola novo-keynesiana foi realizada

mediante a flexibilização das hipóteses de concorrência perfeita e preços flexíveis, substituindo-as pela concorrência monopolística (*mark-up*) e rigidez de preços e salários. Segundo GOODFRIEND (2007), a proposição inicial dos modelos de ciclo real de negócios foi estudar as flutuações do produto, negligenciando o papel da moeda e da PM. Ironicamente, a incorporação de rigidez de preços permitiu utilizar tais modelos para analisar as políticas monetárias ótimas.

Na década de 1990, os modelos de ciclos reais de negócios passaram a ser construídos a partir de agentes representativos que são retratados para resolver problemas de otimização dinâmica, bem como de interações competitivas, em estruturas de mercados com competição monopolística, presença de algum elemento de rigidez nominal de preços e salários, e que combina a disciplina teórica com maior veracidade empírica. Tais modelos, denominados “quase CRN”, são estruturais, e, portanto imunes à “crítica de Lucas” de modelos econométricos (GOODFRIEND, 2005).

Ademais, a análise empírica tornou-se uma importante ferramenta para a validação dos modelos estruturais e a análise quantitativa da política econômica moderna. Neste contexto, os métodos econométricos e as simulações estocásticas dos modelos estruturais tornam-se parte importante do ferramental macroeconômico. Os modelos mais recentes (DSGE - *Dynamic stochastic general equilibrium*) contrastam com a primeira geração de modelos do ciclo real de negócios, por objetivarem mais do que *insights* e descrições dos mecanismos básicos de funcionamento da economia, exigindo o realismo quantitativo. Neste novo modelo, além do choque tecnológico, as políticas fiscais e monetárias passam a influenciar as flutuações econômicas (WOODFORD, 2008).

Ressalta-se que os distúrbios reais<sup>3</sup> continuaram a desempenhar um papel central na explicação das flutuações do produto enquanto que os efeitos da PM foram incorporados, embora os seus impactos tenham sido minimizados. Por outro lado, os modelos “quase DSGE” demonstram que o efeito da PM sobre as variáveis reais depende da política de “*feedback*” do BC (regras versus discricionariedade). A PM por meio de regras torna-se um instrumento eficaz para controle da inflação operando com uma âncora nominal (a inflação), dado que o comportamento dos agentes (famílias e firmas) determina a os preços relativos, enquanto que

3 Principais fontes de distúrbio real são os choques tecnológicos segundo o modelo de ciclo real de negócios, embora os modelos DSGE considerem alterações nas preferências dos agentes e as políticas econômicas.

4 Os modelos “quase DSGE” correspondem aos modelos de ciclo reais de negócios, porém com a flexibilização de hipóteses como preços flexíveis e concorrência perfeita.

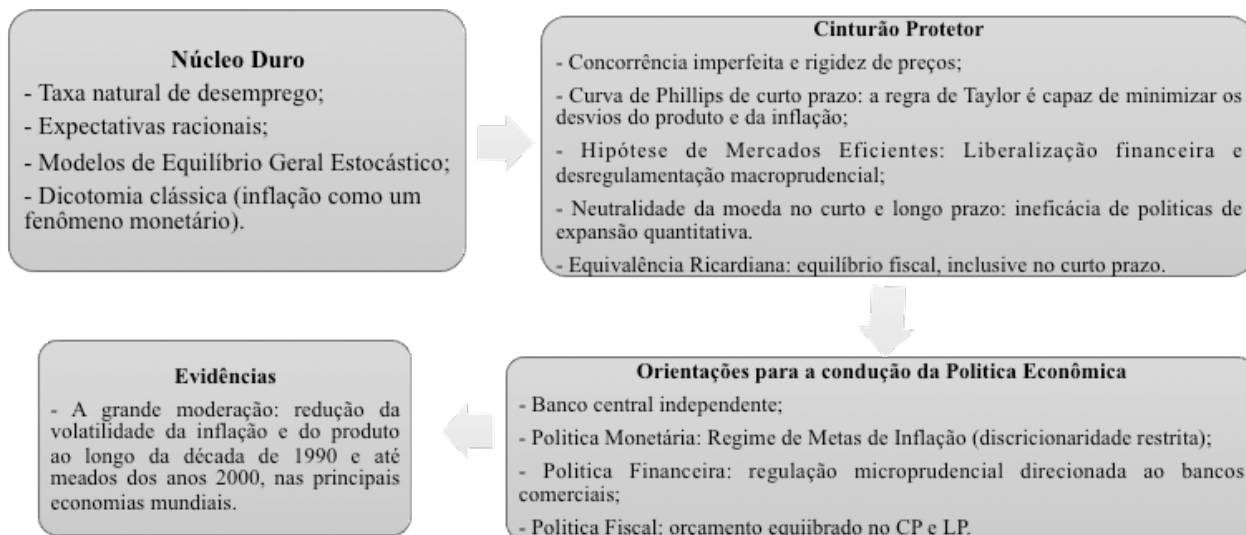
a PM é capaz de afetar apenas o nível geral de preços.

Como consequência, a PM deixa de agir sobre os agregados monetários e assume um compromisso com uma meta de inflação. Neste ponto, deve-se ressaltar que tais modelos ignoram o equilíbrio do mercado monetário, deixando de formalizar uma equação tipo LM (WOODFORD, 2008). A substituição de uma equação de equilíbrio do mercado monetário por uma regra de juros deveu-se ao trabalho de TAYLOR (1993),

que foi determinante para que diversos BCs considerassem e se interessassem por uma referência de PM (MACCULLUM, 1999; GOODFRIEND, 2005).

O Quadro 1 sintetiza o Programa de Pesquisa do NCM, destacando seu “núcleo duro”, seu “cinturão protetor”, a orientação para a condução das políticas econômicas, derivadas dessa teoria científica. Na seção seguinte analisamos as propostas de política que resultaram de algum modo em uma revisão do NCM.

### Quadro 1 – Síntese do Programa de Pesquisa do NCM



### 3. Revisão do Novo Consenso Macroeconômico a partir da crise financeira 2007/2008

A crise financeira de 2007-08 colocou em xeque o programa científico do NCM. Neste contexto de crise, a taxa de juros perde rapidamente a sua eficácia quando se aproxima do limite inferior igual a zero, e as políticas não convencionais, monetárias e fiscais, são acionadas para evitar que a recessão torne-se um processo circular. Consequentemente, observou-se o forte impacto da crise sobre a estabilidade fiscal, resultando em forte aumento do endividamento público (MINSHKIN, 2012; BLANCHARD *et al.*, 2013). Segundo BLANCHARD *et al.* (2010, p. 3), “Foi tentador para os macroeconomistas e formuladores de políticas assumirem boa parte do crédito pela diminuição das flutuações cíclicas, desde o início de 1980 e celebrar que sabíamos como conduzir a política macroeconômica. Nós não resistimos à tentativa. A crise obriga-nos claramente a questionar a nossa avaliação anterior”.

Entretanto, os teóricos do NCM vêm reafirmando que a crise e as medidas não convencionais adotadas

para conter o pânico nos mercados financeiros, além do forte desaquecimento da atividade econômica, não abalaram a estrutura teórica, prevalecendo os princípios da NCM, quais sejam: “1) A inflação é sempre e em todo lugar um fenômeno monetário; 2) a estabilidade de preços tem importantes benefícios; 3) não existe nenhum trade-off de longo prazo entre desemprego e inflação; 4) expectativas desempenham um papel crucial na determinação da inflação e na transmissão da política monetária para a macroeconomia; 5) taxa real de juros precisa aumentar com maior inflação, i.e., o Princípio de Taylor; 6) política monetária está sujeita ao problema de inconsistência temporal; 7) banco central independente ajuda a aprimorar a eficiência da política monetária; 8) compromisso com uma âncora nominal forte é central para produzir bons resultados da política monetária (...)”. (MINSHKIN, 2011, p. 3).

Esta avaliação sugere que a essência dos elementos da convergência teórica pré-crise deverão permanecer, conforme abordado por MISHKIN (2011, p.32), que afirma: “A estratégia de política monetária decorrente

dos oito princípios da nova síntese neoclássica é a que tenho me referido, por falta de um nome melhor, como o regime de metas de inflação flexível. Uma vez que, como afirmei aqui, nenhum desses princípios é invalidado pelos acontecimentos da recente crise financeira, esta abordagem da política monetária ainda é igualmente válida. Os argumentos que fundamentam a junção dos bancos centrais com os princípios da nova síntese neoclássica ainda são tão fortes como eram antes da crise”.

Contudo, mesmo que a crise e as PMNC não tenham abalado o núcleo duro da estrutura teórica da PM do novo consenso, pelo menos na visão destes autores ela expôs vulnerabilidades e limitações da PM que foram repensadas pelos fundadores do NCM na condução do RMI. A convergência refere-se a transitoriedade das PMNC e a necessidade de que estas políticas de estímulos monetários sejam retiradas da economia. De outro modo ela gerou uma forte divergência entre os diversos pesquisadores a propósito de como deverá ser conduzida a PM pós-crise. Os desacordos, entre os autores, distinguem-se em relação às proposições aditivas a PM, tais como uma maior flexibilização do RMI, representadas pela necessidade da PM interagir com as políticas macroprudenciais, controle de capitais e câmbio, assim como a redefinição do papel da política fiscal.

### 3.1. Política monetária

A crise americana de 2007/08 e seus efeitos demonstraram que grandes choques podem ocorrer na economia, sejam eles oriundos do setor financeiro ou de algum outro setor da economia, e que a meta de uma inflação baixa (por exemplo, de 2% a.a.) tem consequências danosas para a efetividade de uma PM anticíclica. Como resultado, alguns economistas do *mainstream* sustentam que a meta da taxa de inflação poderia ser elevada (em torno de 4% a.a.), em comparação ao período que antecedeu a crise, permitindo uma margem maior para a PM operar a taxa de juros de curto prazo (BLANCHARD *et al.*, 2010, p.8).

Por outro lado, permitir uma meta mais elevada representa avaliar os custos das distorções geradas, ao passo que os benefícios pressupõem maior efetividade da PM convencional para lidar com situações de recessão. Os principais custos são apresentados a seguir: i) ancorar expectativas em 4% a.a. é mais difícil; ii) maior volatilidade da inflação, decorrente do sistema fiscal que não é neutro a inflação; iii) impacto sobre o saldo real de moeda; e iv) mudanças estruturais na economia (BLANCHARD *et al.*, 2010, p.8).

MINSHKIN (2011, p.32) sustenta que uma meta de inflação acima de 3% promoverá uma tendência de

elevação da inflação para patamares mais altos e que os custos associados à taxa de juros próxima ao limite inferior, dado que estes eventos ocorrem raramente, seriam inferiores aos benefícios de uma inflação mais baixa. De acordo com MISHKIN (2011) a experiência americana da década de 1960 promoveu uma elevação da taxa de inflação que continuaram a se elevar gerando uma grande inflação nos anos 1970 e 1980 e que a redução da inflação, durante a era Volcker, apresentou um alto custo.

Em um segundo ponto, BLANCHARD *et al.* (2010) criticam a escolha de um único índice ou núcleo para a inflação, uma vez que este apresenta problemas, principalmente quando o índice de inflação é comparado ao produto ou aos preços dos ativos e agregados monetários. Tal fato decorre da possibilidade da inflação estar estável, porém o hiato do produto não, gerando *trade off* entre as variáveis, bem como a inflação e o produto estarem estáveis, mas o comportamento de preços de ativos e de agregados monetários (crédito, por exemplo) apresentarem fortes variações (BLANCHARD *et al.*, 2010, p.7).

Note-se que, tanto o aumento da meta de inflação (apresentada pelo departamento de pesquisa do FMI) quanto a substituição por outro índice, foram questionadas por TAYLOR (2010b, p.8). Segundo o autor, tal medida em um ambiente de aumento da dívida pública e expansão do balancete do BC poderiam reduzir significativamente a credibilidade na meta de inflação e, conseqüentemente, a independência do BC. Tal medida seria ainda mais inapropriada se adotado pelos países emergentes, cujas taxas de inflação normalmente são mais elevadas do que nos países desenvolvidos.

Um terceiro ponto da revisão sobre a condução da PM refere-se à uma discussão da década de 2000: a PM deveria ser utilizada para controlar o preço dos ativos financeiros? Como visto, BERNANKE e GETLER (2001) consideram a taxa de juros pouco sensível às variações nos preços do ativo, de modo que teria pouca efetividade para lidar com excesso de alavancagem de instituições financeiras, elevação de riscos de mercado e sobre valorização de preços de ativos. Ademais era aceita a “doutrina Greenspan” de que o BC deveria atuar após a ruptura da bolha (limpar), ao invés de “inclinarse contra o vento” (atuar preventivamente).

BLANCHARD *et al.* (2010; 2013) argumentam que a crise reacendeu o antigo debate se a PM deverá ser utilizada para mitigar bolhas, cujo o argumento é a dificuldade de se avaliar corretamente o significado das elevações de preços em mercados específicos, correndo o risco de cometer o erro tipo I (assumir a existência de uma bolha, quando o aumento de preços reflete mudanças nos fundamentos) ou o erro tipo II (assumir



que as mudanças nos preços refletem fundamentos, quando na verdade é uma bolha). Os autores argumentam ainda que a taxa de juros é um instrumento inadequado para lidar com variações dos preços dos ativos, ainda que a utilização de uma taxa de juros mais baixa implique em riscos mais elevados, pois o aumento da taxa de juros objetivando mitigar a exposição de tais riscos mais elevados de mercado representa a aceitação de um aumento do hiato do produto, prejudicando assim o crescimento do produto e do emprego. Segundo os autores, a melhor resposta seria a utilização de política macroprudencial.

MISHKIN (2011, p. 42) apresenta diversos estudos que apoiam para a relação entre taxa de juros baixa e a formação de bolhas. Através do “*risk taking channel of monetary policy*”, tem-se argumentado que as taxas de juros baixas podem estimular a busca por rendimentos mais elevados, aumentando o nível de exposição ao risco, bem como promover a elevação das margens líquidas e o valor financeiro das empresas, estimulando a alavancagem e a assunção de mais riscos. Ademais a PM crível suscita a redução das incertezas, induzindo a subestimação de riscos no mercado, além da indução de risco moral pelas instituições financeiras. Desta forma, MISHKIN (2011, p. 37) defende a utilização da política monetária para mitigar risco macroeconômico, através do gerenciamento de risco, na qual o BC deverá atuar de forma preventiva a ocorrência de rupturas financeiras, promovendo alteração da taxa de juros de curto prazo, e minimizando o risco de um ciclo de *feedback* negativo. Tal proposta é reafirmada por WOODFORD (2012a), que propõem a incorporação de uma nova meta ao RMI, representado pelo objetivo de estabilidade financeira. Nesta perspectiva a PM deverá manter como objetivo primordial o compromisso com uma meta de inflação de longo prazo, porém poderá alterar a taxa de juros de curto e médio prazo para “inclinarse contra o vento”.

Em contraponto, TAYLOR (2010b, p.8) discorda da proposição desses autores, seja em relação à regulação macroprudencial, seja quanto ao gerenciamento de risco. Nesta perspectiva, TAYLOR (2010, p. 8) argumenta que enquanto a PM adotada pelo FED, ao longo da década de 1990, utilizou uma regra de condução da PM (do tipo regra de Taylor), ocorreu uma convergência entre a regra e o *Federal Fund Rate* e observou-se um período de estabilidade do nível de preços, do produto e das condições financeiras. Entretanto, durante

2002-2005 as taxas de juros de curto prazo, definida pela autoridade monetária, tornaram-se muito mais baixas do que a regra de Taylor recomendava, incentivando a ampliação de crédito ao setor imobiliário, bem como a sua longa duração estimulou uma assunção maior ao risco. Segundo o autor, a assunção ao risco decorre dos impactos indesejados de taxas de juros muito baixas em dissonância a regra de juros para a estabilidade financeira, devendo a autoridade monetária seguir a regra de política de modo a mitigar este risco.

Uma última questão refere-se a política de sinalização (gestão de expectativas) proposta por EGGERTSSON e WOODFORD (2003) e questionada por WILLIAMS (2011), que argumentou que a orientação para frente (*forward guidance*) é inconsistente temporalmente. Tal fato se deve ao compromisso do BC de manter a taxa de juros de curto prazo inferiores ao que faria no futuro, permitindo uma inflação mais elevada a frente. No entanto, o BC poderia descumprir o compromisso assumido e elevar as taxas de juros para conter a elevação da taxa de inflação. Como resultado a inconsistência temporal poderia afetar negativamente as expectativas e gerar impactos negativos sobre a credibilidade.

BERNANKE (2012b) e YELLEN (2011) concordam com esse argumento, identificando que a política de orientação para frente, quando conduzida de forma incondicional, terá como consequência a inconsistência temporal. No entanto, para evitar este problema, a PM deverá ser condicional (discricionariedade restrita), de modo que a comunicação do BC com o público deve explicitar que a condução da PM, em relação às taxas de juros, depende das condições econômicas, podendo ser modificada, na medida em que estas condições se alteram.

Contudo, CLARIDA (2010) questionou o argumento em defesa de uma política condicional, alegando que este tipo de comunicação pode ser percebido pelo público como discricionária, comprometendo a ancoragem da inflação no futuro. Como alternativa WOODFORD (2012a) apresentou uma proposta<sup>5</sup> de meta de PIB nominal, calculado pela multiplicação do hiato do produto e de uma meta de inflação (estipulada pelo BC). Neste, a revisão do cálculo do critério objetivo, buscou a construção de um índice de referência mais simples, de modo a facilitar a comunicação do BC e o entendimento do público, objetivando reduzir

5 Segundo WOODFORD (2012a) a proposta de uma meta de PIB nominal mais simples permite um entendimento melhor por parte do público, se comparado a regra de EGGERTSSON e WOODFORD (2003).

os riscos de perda de credibilidade e compromisso da autoridade monetária.

BERNANKE (2009; 2012b), YELLEN (2011) e WILLIAMS (2011), por sua vez, argumentam que os estudos realizados pelo FED, para os primeiros anos da crise, têm demonstrado que o canal da sinalização (*signalling channel*) constitui-se em um instrumento de PM especialmente importante e eficiente. A comunicação do BC com o público, sobre as suas intenções futuras de taxa de juros de curto prazo, bem como em relação a outras medidas, influencia as expectativas dos agentes. Esta, por sua vez, influencia as taxas futuras de curto prazo que determina a taxas de juros de longo prazo, por meio da hipótese de expectativas da estrutura a termo, promovendo alterações na demanda agregada e conseqüentemente no produto. Contudo, WILLIAMS (2011) identifica que alguns trabalhos empíricos para a crise atual têm questionado a relevância e superioridade deste canal em relação aos outros. Ademais, como abordado por CECIONI *et al.* (2011), a orientação para a frente da PM pode gerar problemas associados a risco moral, bem como estimular comportamentos de risco, como enfatizado pelo canal de assunção ao risco.

Finalmente, destaca-se que o canal da sinalização é um instrumento de PM mais eficiente em condições normais de mercado uma vez que a operacionalização da PM em um RMI envolve diretamente a determinação da taxa de juros de curto prazo, na qual o BC detém monopólio sobre a base monetária. Por outro lado, quando o BC utiliza-se de PMNC ele não é capaz de determinar mas somente influenciar as mudanças de portfólio dos agentes, o que torna a efetividade destas políticas, no mínimo duvidosas, afetando negativamente o canal de sinalização (BORIO e DISYATAT, 2009, p. 16).

### 3.2. Política financeira

A desregulamentação financeira, a partir da década de 1970, em diversas economias centrais, promoveu o abandono da regulação e supervisão como uma ferramenta macroeconômica sobre o argumento da irrelevância teórica da intermediação financeira, ancorada pela hipótese de neutralidade dos preços de ativos em relação às implicações macroeconômicas (BLANCHARD *et al.*, 2010, p. 8). A suposição do NCM de que a taxa de juros de curto prazo representa um índice de condições gerais para os demais preços da economia implicava que o canal de preços ativos responde de forma estável e previsível as mudanças na taxa de juros.

De modo complementar a dicotomia entre a PM e a política financeira no RMI foi atribuída ao “princípio de Tinbergen”, segundo o qual para o atingimento de cada

objetivo de política econômica deve ser utilizado um único instrumento. Assim, a PM ficou responsável pela estabilidade de preços dos bens e serviços, ao passo que a política financeira foi substituída pela regulação e supervisão microprudencial – que passou a operar de forma individualizada em mercados financeiros específicos (BLANCHARD *et al.*, 2010, p.8; EICHENGREEN *et al.*, 2011, p.4).

As instituições depositárias, por sua vez, permaneceram sob a supervisão e regulação microprudencial, visto que elas poderiam afetar a atividade econômica por meio do canal de crédito. Deste modo, a autoridade monetária poderia minimizar os riscos individuais dos bancos comerciais, por meio dos instrumentos clássicos de – depósitos compulsórios e empréstimos de liquidez – mantendo, assim, a função do BC de empregador de última instância (BLANCHARD *et al.*, 2010, p.8). Por outro lado, a desregulamentação dos mercados financeiros resultando em um processo de desintermediação financeira, apoiada na hipótese de mercados eficientes, permitiu que as instituições não depositárias estivessem à margem de qualquer forma de regulação e supervisão microprudencial.

Esta nova estrutura regulatória e de supervisão, cujo foco era microprudencial e dirigida ao mercado bancário, representou a principal vulnerabilidade da política econômica no período pré-crise, pois nenhuma entidade governamental, na maioria das economias avançadas, tinha autoridade macroprudencial que lhe permitisse adotar medidas de redução do risco sistêmico, seja do sistema bancário, mercado de capitais ou principalmente no sistema bancário “sombra” (*shadow bank system*).

Esta estrutura de política financeira foi predominante até meados da década de 2000, quando, segundo EICHENGREEN *et al.* (2010), a crise financeira global abalou a confiança nas ferramentas microprudenciais como principal instrumento de estabilidade financeira. Neste ponto deve-se ressaltar que o NCM identificava a taxa de juros de curto prazo como um índice de condições gerais, subestimando os efeitos nos preços dos ativos e como decorrência direta na estabilidade financeira e na atividade econômica. Conforme sustentado por MISHKIN (2011), o gerenciamento de risco torna-se um novo instrumento para lidar com bolhas de preços de ativos, mas não é o instrumento mais apropriado para lidar com situações na qual ocorrem falhas de mercado que promovem bolhas de crédito.

Neste ponto, MISHKIN (2011) argumenta que as bolhas de preços de ativos associadas a crédito são mais fáceis de identificar e criam um impacto mais forte sobre a atividade econômica do que as bolhas de exuberância racional (no mercado de capitais). Desta forma,

o autor contrapõe a “Doutrina Greenspan”, dado que a crise atual demonstrou que os custos de atuação do BC após o estouro de uma bolha de crédito são muito mais elevados do que o custo da atuação preventiva. Contudo, a questão central do debate refere-se a qual instrumento de intervenção é o mais adequado.

A regulação microprudencial corresponde a medidas padrão direcionadas a garantir a solidez das empresas individuais, devem permanecer, embora não sejam as mais adequadas para lidar com situações de falha de mercado que permitem à assunção de riscos nos mercados de crédito e promovem bolhas especulativas (MINSHKIN, 2011). Por outro lado, as políticas macroprudenciais são apropriadas para lidar com a inter-relação entre as diversas instituições e mercados financeiros. Embora algumas instituições possam estar operando, individualmente, de forma prudente, estas são suscetíveis aos riscos gerados por outras instituições devido à externalidades e características inerentes ao mercado financeiro.

Na presença de falhas de mercado, o mais apropriado – conforme MISHKIN (2011), BERNANKE (2012a) e WOODFORD (2012b) - seria a utilização de regulação e supervisão macroprudencial. A revisão do NCM aponta, ainda que incipientemente, para a eliminação da dicotomia entre a PM e a política financeira, sendo que os dois instrumentos devem operar de forma conjunta, desempenhando as funções de estabilização inflacionária, do produto e financeira. Esta ampliação de objetivos e instrumentos se justifica em virtude da PM estar no centro das decisões de alavancagem dos bancos comerciais, bem como das demais instituições financeiras, pois pequenas alterações nos custos de empréstimos podem ter grande impacto sobre os riscos e as condições de financiamento.

Considerando desejável a combinação entre a PM e a regulação e supervisão macroeconômica surge a questão da coordenação entre elas, bem como se estas deveriam ser desempenhadas por instituições diferentes ou em uma mesma instituição. A primeira questão exige que a regulação prudencial adquira dimensões macroeconômicas e que as mudanças na PM e/ou no ambiente econômico, bem como na própria política financeira, sejam coordenadas, permitindo que os objetivos sejam convergentes e adquiram uma forma crível, de modo que a comunicação com o público influencie as expectativas dos agentes na mesma direção pretendida pela política econômica (BLANCHARD *et al.*, 2010; MINSHKIN, 2011).

O BC é um candidato natural para assumir essa coordenação visto que já exerce a supervisão bancária, além do conjunto de informações que utiliza para a execução

da PM. Ademais, a coordenação entre os objetivos e instrumentos monetários e financeiros tende a gerar melhores resultados quando operado por apenas uma instituição (BLANCHARD *et al.* 2010; MINSHKIN, 2011). Tal proposição também é defendida por EICHENGREEN *et al.* (2010), que identifica o BC como a principal instituição para incorporar a política financeira.

Uma política macroprudencial restritiva para conter bolhas de crédito promove a redução do crédito e da demanda agregada e pode ser compensada por uma PM que minimize o efeito sobre a redução da demanda agregada. Alternativamente, a PM que opere uma taxa de juros baixa, objetivando estimular a atividade econômica, pode ser compensada pela política macroprudencial mais rígida para conter o surgimento de bolhas de preço de ativos. O desafio apresentado por esta nova perspectiva exige a coordenação entre os instrumentos monetários e prudenciais (MISHKIN, 2011; BLANCHARD *et al.*, 2013).

Esta proposição não é compartilhada por TAYLOR (2010b, p.7), que critica a utilização de política regulatória discricionária para lidar com booms de crédito ou preços de ativos, sendo adequada a regulação convencional que incide sobre o risco de cada instituição. O autor argumenta que a crise teve como uma das causas a utilização de taxas de juros muito abaixo do que seria indicado por uma regra de política monetária, e, desta forma, a taxa juros adequada (definida a partir de uma regra) constitui-se em instrumento potencial para impedir situações de crise. Ademais, segundo o autor a incorporação da política financeira tende a promover a perda de independência do BC.

### 3.3. Política fiscal

A política fiscal, desde a década de 1970, foi posta em segundo plano pela crítica monetarista e novo-clássico dos efeitos de “*crowding out*” e mais recentemente pela equivalência ricardiana, que questionou a sua efetividade e reduziu a sua importância a uma regra de controle orçamentário objetivando dar suporte a estabilidade de preços. No entanto, conforme abordado por BLANCHARD *et al.* (2010, p.10), verificou-se a partir da crise que a política fiscal representou um importante instrumento anticíclico, ao mesmo tempo em que representou uma forte elevação do endividamento de alguns países.

Primeiro, por que a PM convencional e não convencional atingiu seus limites. Assim, a política fiscal tornou-se a única alternativa ainda disponível para estimular a atividade econômica. Segundo, porque as expectativas em relação a longa duração da crise não impunham nenhum problema às críticas relacionadas aos efeitos defasados atribuídos a esta. Por outro lado,



observou-se que as economias com elevado nível de endividamento apresentaram problemas em promover estímulos fiscais, ao passo que economias com menor déficits orçamentários tiveram maior folga para executá-la (BLANCHARD *et al.*, 2010, p.10).

MISHKIN (2012, p. 6) argumenta que os déficits fiscais aumentaram cerca de 10% nos EUA enquanto que em alguns países da Europa, particularmente a Grécia, o risco de inadimplência dos títulos soberanos aumentou significativamente. Tal situação conduz a dominância fiscal, na qual os governos podem não ser capazes ou não estarem dispostos a liquidar os gastos excessivos com a cobrança de impostos futuros. Neste caso, a restrição orçamentária intertemporal deverá ser resolvida pela emissão de passivos monetários pelo BC ou por um default da dívida, sendo que as duas situações levam a um aumento da inflação.

A opção pela monetização da dívida, por meio da compra de títulos do tesouro pelo BC, leva a autoridade monetária a abdicar do controle de preços, resultando em um aumento na taxa de inflação. Nesta perspectiva, caso o BC optasse pela não monetização e o governo conseguisse evitar um default da dívida, permitindo ao BC manter um forte compromisso com a estabilidade da inflação, ainda assim a dominância fiscal, resultante do elevado déficits, obrigaria a autoridade monetária, em algum momento no futuro, a monetizar a dívida pública (MISHKIN 2012, p. 34). Por outro lado, a não monetização da dívida poderia causar uma elevação da taxa de juros e contração da atividade econômica, que por sua vez aumentaria o risco de default dos títulos soberanos, provendo uma ruptura financeira e uma redução ainda maior da atividade econômica, com a inflação se elevando. Soma-se a discussão anterior, o risco de que a dominância fiscal promova elevação nas expectativas de mercado, guiando-as para uma inflação mais alta, ainda que o BC mantenha um forte compromisso com a estabilidade de preços.

Deste modo, a crise fiscal levou MISHKIN (2012, p.35), a revisar o princípio de que “a inflação é sempre e em qualquer lugar um fenômeno monetário”. Segundo este autor, a crise gerou um aumento substancial do déficit público e um caminho para a dominância fiscal. Como decorrência, a PM em algum momento será chamada para monetizar a dívida pública, promovendo inflação, e caso não o faça, a possibilidade de um default de dívida terá como consequência, também, uma elevação da inflação. Por outro lado o autor argumenta que a política fiscal pós-crise deverá promover uma redução do nível de endividamento e manter a função de sustentabilidade do orçamento governamental.

Tal proposição é criticada por BLANCHARD *et*

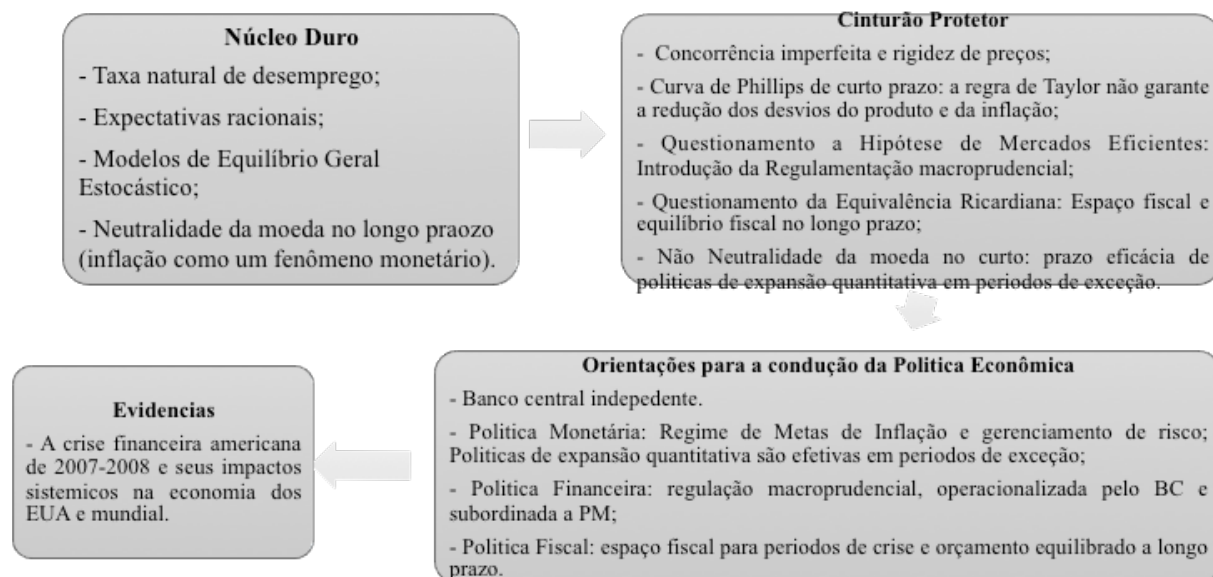
*al.* (2013) que defendem uma revisão do papel da política fiscal, destacando a importância do “espaço fiscal”, segundo eles necessária para a execução de déficits orçamentários, como tem sido demonstrados pela crise econômica atual. Mas especificamente, BLANCHARD *et al* (2013) defendem uma política fiscal anticíclica, na qual os períodos de crescimento econômico devem ser utilizados para a redução da relação dívida/PIB, provendo espaço para a elevação do nível de gastos e incentivos nos períodos em que a economia encontra-se em recessão. Por outro lado, segundo BLANCHARD *et al* (2010, p.14), a condução da política fiscal deverá assumir compromissos orçamentários e desfrutar de credibilidade para período de médio e longo prazo, com cláusulas que permitam flexibilização nos períodos de crise.

#### 4. Considerações Finais

A crise financeira americana de 2007/2008 levou a um forte questionamento do programa de pesquisa do Novo Consenso Macroeconômico. A crença de que o regime de política econômica a ele associado foi o responsável pela *grande moderação* – período entre os anos 1990 e meados de 2000, marcado por baixa volatilidade macroeconômica nos países industrializados – mostrou-se completamente falaciosa. Contudo, o que a crise financeira evidenciou foi que a adoção deste modelo de política macroeconômica sustentado pelo NCM foi, em grande parte, responsável por uma longa recessão econômica conjugada com a ameaça de uma deflação, comparável com a crise de 1929. Assim, surgiram diversos questionamentos aos fundamentos teóricos e implicações de política econômica derivadas desse programa de pesquisa, ensejando um movimento de reação do *mainstream*, denominado aqui de “Revisão do Novo Consenso Macroeconômico”.

A análise comparativa entre o programa de pesquisa do Novo Consenso Macroeconômico antes da crise 2007/2008 e as novas proposições a partir da revisão deste permite elencar as hipóteses e teorias que constituem o *núcleo duro*, bem como o seu *cinturão protetor*. Em relação ao primeiro, observa-se que as hipóteses de taxa natural de desemprego, expectativas racionais, inflação como um fenômeno monetário permanecem inalteradas. Da mesma forma, se manteve a utilização de modelos de equilíbrio geral estocástico. As principais alterações do cinturão protetor referem-se a questionamentos em relação aos aspectos operacionais da política monetária, regulação financeira, hipótese de mercados eficientes, equivalência ricardiana e adoção de políticas monetárias não-convencionais. O Quadro 2 busca sintetizar esse debate.

## Quadro 2. Síntese do Programa de pesquisa do NCM revisto



Neste quadro, destaca-se a manutenção do “núcleo duro” (inflação continua sendo o objetivo principal de longo prazo da política econômica; conceitos/hipóteses como taxa natural de desemprego, expectativas racionais continuam válidos, etc.) e uma ligeira flexibilização do “cinturão protetor”, resultando na manutenção do Regime de Metas de Inflação como a principal estrutura de governança macroeconômica para a condução da política econômica. Tais proposições podem ser entendidas como mudanças “regressivas”, no sentido de que se trata de ajustes “ad hoc” no cinturão protetor do programa do “mainstream”.

Deve-se ressaltar, a partir de um esforço de síntese de uma vasta literatura e de um processo ainda em andamento, que não há entre os economistas do *mainstream* uma visão homogênea. Por um lado, há autores mais conservadores, como Taylor, que defendem a utilização de uma regra de PM mais rígida para evitar bolhas de ativos – e, no caso de economias emergentes, para diminuir a volatilidade cambial – manutenção de metas de inflação baixa, e ainda, a regulação microprudencial para evitar riscos financeiros. Por outro há posições mais flexíveis, como a de Blanchard, favorável a utilização de instrumentos acessórios de política econômica, metas de inflação mais elevada, política fiscal anticíclica e regulação macroprudencial, incorporando novos objetivos a política econômica (em particular, estabilidade financeira). Deste modo, a posição de Taylor é claramente favorável a manutenção do núcleo duro e do cinturão protetor do NCM, enquanto que a posição de Blanchard e outros é mais favorável a algumas mudanças do cinturão protetor do programa de pesquisa, ainda que mantendo intacto

seu núcleo duro. Outros autores do *mainstream* tomam posições intermediárias, como é o caso de Woodford e Minskhn.

Alguns economistas heterodoxos têm criticado tal mudança por ficar ainda presa as premissas básicas de um “velho” modelo que seria visto como inadequado para entender a realidade. Neste sentido, a revisão do NCM representaria um “*Gatopard Economics*”, isto é, uma mudança para deixar tudo igual (PALLEY, 2013). Tal fato se deve a manutenção de hipóteses e modelos teóricos que mantêm a essência do NCM e do RMI e deste modo, a visão de que o livre mercado é mais eficiente na alocação de recursos. Neste sentido, a aceitação da existência de falhas de mercado, especificamente nos mercados financeiros, exigiu ao NCM a incorporação da política financeira e do gerenciamento de risco ao escopo da PM, porém como um objetivo subordinado a meta de inflação para um horizonte de curto e médio prazo. Ademais, a política fiscal permanece dependente dos objetivos da PM, porém é alçada a categoria de instrumento anticíclico de curto prazo. Deste modo, no longo prazo tudo permanece como antes, ao passo que no curto prazo políticas monetárias e fiscais não convencionais podem ser necessárias para conter e reverter a tendência de ciclos recessivos.

### Referências:

- BARRO, R.; GORDON, R. Rules, Discretion and Reputation in a Model of Monetary Policy. **Journal of Monetary Economics**, v.12, n. 1, p. 101-121, 1983.
- BERNANKE, B. The Crisis and the Policy Response. **Stamp Lecture**, London School of Economics, London, England, January, 2009.

- BERNANKE B. Some reflections on the crisis and the policy response. **The Century Foundation Conference on "Rethinking Finance"**, New York, 13 April 2012a.
- BERNANKE, B. Monetary Policy since the Onset of the Crisis. **The Federal Reserve Bank de Kansas City Economic Symposium**, Jackson Hole, Wyoming, 31 ago 2012b.
- BERNANKE, B. and GERTLER, M. Should Central Banks Respond to Movements in Asset Prices? **The American Economic Review**, v. 91, n. 2, p.253-257, 2001.
- BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, M. and MAURO, P. Rethinking Macroeconomic Policy. **Journal of Money, Credit and Banking**, v. 42, n. 6, sep, p. 199-215, 2010.
- BLANCHARD, O.; DELL'ARICCIA, M. and MAURO, P. Rethinking Macro Policy II: Getting Granular. **IMF Staff Discussion Note**, abr, p. 199-215, 2013.
- BORIO, C.; DISYATAT, P. Unconventional monetary policies: Monetary and Economic. **BIS Working Papers n. 292**, November 2009.
- CECIONI, M., FERRERO G., SECCHI, A. Unconventional Monetary Policy in Theory and In Practice. Bank of Italy, **Economic Outlook and Monetary Policy Research Department**, Number 102 – September 2011.
- CLARIDA, R. What Has – and Has Not - Been Learned about Monetary Policy in a Low Inflation Environment? A Review of the 2000s. Columbia University, 2010.
- EGGERTSSON, G.; WOODFORD, M. The Zero Bound on Interest Rates and Optimal Monetary Policy. **Brookings Papers on Economic Activity**, 34, p. 139-211, 2003.
- EICHENGREEN, B. et al. Rethinking Central Banking, **The Committee on International and Policy Reform**. Brookings Institutions: Washington, September 2011.
- GOODFRIEND, M. The Monetary Policy Debate since October 1979: Lessons for Theory and Practice. **Federal Reserve Bank of St. Louis Review**. mar/abr, p. 243-262, 2005.
- GOODFRIEND, M. How the World Achieved Consensus on Monetary Policy. **Journal of Economic Perspectives**, v. 21, n. 4, fall, p. 47 - 68, 2007.
- KYDLAND, F.; PRESCOTT, E. "Rules Rather than Discretion: The Inconsistency of Optimal Plans". **Journal of Political Economy**, v. 85, n. 3, p. 473-492, 1977.
- KYDLAND, F.; PRESCOTT, E. "Time to Build and Aggregate Fluctuations". **Econometrica** v. 50, n. 6, p. 1345-1370, 1982
- LAKATOS, I. The methodology of scientific research programmer. **Philosophical Papers Volume I**. Cambridge: Cambridge University press, 1978.
- LUCAS, R. "Expectations and the Neutrality of Money". **Journal of Economic Theory**, v. 4, n. 2, p. 103-124.1972
- MCCALLUM, B. Recent developments in monetary policy analysis: the role of theory and evidence. **NBER Working Paper**, Cambridge: 7088, April, 1999.
- MISHKIN, F.S. Monetary Policy Strategy: Lessons from the Crisis. National Bureau of Economic Research. **Working Paper 16755**. February 2011.
- MISHKIN, F.S. Central Banking After the Crisis. **Prepared for the 16th Annual Conference of the Central Bank of Chile**, Chile, November 15 and 16, 2012.
- PALLEY. T. Gattopardo economics: The crisis and the mainstream response of change that keeps things the same. **Institut für Makroökonomie und Konjunkturforschung Macroeconomic Policy Institute**, Working Paper 112. 2013.
- ROGOFF, K. The Optimal Degree of Commitment to an Intermediate Monetary Target. **Quarterly Journal of Economics**, November, p. 1169-89, 1985
- TAYLOR, J. Discretion versus Policy Rules in Practice. **Carnegie-Rocherter Conference Series on Public Policy 39**, p. 195-2014, 1993.
- TAYLOR, J. Does the Crisis Experience Call for a New Paradigm in Monetary Policy? **Center for Social and Economic Research**, 2010a.
- TAYLOR, J. Remarks at a Panel on the Monetary Policy Implications of the Global Crisis. **International Journal of Central Banking Conference Hosted by the Bank of Japan**, 16 and 17 September, 2010b.
- WILLAMS, J. Unconventional Monetary Policy: Lessons from the Past Three Years. Presentation to the Swiss National Bank Research Conference Zurich, Sep 23, 2010.
- WOODFORD, M. Convergence in Macroeconomics: Elements of the New Synthesis. **American Economic Journal**, v. 1, p. 267-279. 2008.
- WOODFORD, M., Methods of Policy Accommodation at the Interest-Rate Lower Bound. In *The Changing Policy Landscape*, Kansas City: **FRB of Kansas City**, 2012a.
- WOODFORD, M., Inflation Targeting and Financial Stability. **Sveriges Riks Bank Economic Review**, 2012b.
- YELLEN, J. Unconventional monetary policy and central bank communications, **University of Chicago US Monetary Policy Forum**, New York, February 2011.



**Luiz Fernando de Paula**  
[luizfpaula@terra.com.br](mailto:luizfpaula@terra.com.br)

Professor Titular da Faculdade de Economia da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (FEC/UERJ).



**Paulo José Saraiva**  
[yjsaraiva@terra.com.br](mailto:yjsaraiva@terra.com.br)

Professor Assistente do Instituto Três Rios da Universidade Federal Rural do Rio de Janeiro (UFRRJ).

# ARTIGO

## Desenvolvimentos recentes da macrodinâmica keynesiano-estruturalista

Antonio Martins Neto

Gabriel Porcile

CEPAL, DDPE

Versão preliminar, 20 de Março 2015

### 1. Introdução

Uma primeira pergunta, não fácil de responder, é o que se entende por macrodinâmica keynesiano-estruturalista (KE). Muitas respostas são possíveis e distintos autores diferem neste ponto. Adotar-se-á neste artigo uma definição, sabendo que pode não ser a única nem a melhor. Ela tem como foco o caso específico das economias em desenvolvimento e a dinâmica centro-periferia (ou Norte-Sul) que emerge da interação entre países ou regiões com capacidades tecnológicas assimétricas. Nesse contexto, um modelo keynesiano-estruturalista deve ter as seguintes características: (a) ser um modelo em que o crescimento é puxado pela demanda efetiva, no sentido em que todas as mudanças do lado da oferta vão se refletir nas taxas de crescimento apenas se são mediadas pelo seu impacto na demanda efetiva; (b) o papel da demanda efetiva se expressa no comportamento do setor externo: o crescimento da economia no longo prazo está condicionado pela sua capacidade de superar a restrição externa e dessa forma evitar os ciclos de “*stop and go*”; (c) o comportamento do setor externo depende do padrão de especialização da economia, que se transforma em função da velocidade relativa dos processos de inovação nas economias desenvolvidas e de difusão / absorção da tecnologia nas economias em desenvolvimento (os *leads* and *lags* do progresso técnico entre regiões). O ponto (b) implica que as políticas fiscais e monetárias tendem a se ajustar endogenamente de forma a não comprometer o potencial de crescimento determinado pela restrição externa. Adicionalmente, o crescimento alimenta o progresso técnico via a Lei de Kaldor-Verdoorn, o que garante certo grau de cumulatividade entre as duas variáveis ((b) alimenta os *leads* and *lags* tecnológicos em (c)). Todavia, como se verá, o progresso técnico não é – parafraseando Steindl – uma sombra do crescimento. O papel da política industrial em definir sua intensidade é chave, e (c) pode atuar exogenamente sobre (b) e (a).

A dinâmica KE está centrada no progresso técnico, na transformação das estruturas produtivas e no seu impacto sobre a restrição externa. Nesse sentido, seu âmbito de análise é o longo prazo. Mas importa analisar algumas interações entre curto prazo, médio prazo e longo prazo, na medida em que os retornos crescentes — e fenômenos de “*path dependency*” e “*lock in*” — fazem com que choques transitórios possam ter efeitos duradouros na economia. Se esses choques alteram a estrutura da economia, então seus impactos poderiam ser sentidos por longos períodos.

O trabalho se divide em duas seções além da introdução e das conclusões. A seção 2 discute avanços recentes na dinâmica KE de longo prazo; e a seção 3 discute algumas interações entre curto prazo e longo prazo.

### 2. O longo prazo: estrutura e crescimento

A macrodinâmica KE de longo prazo surge da interação entre tecnologia, estrutura produtiva e crescimento. As recentes contribuições da literatura KE têm focado nos fatores que governam essas.

Do ponto de vista teórico, incorporar plenamente a ênfase na dinâmica e nas assimetrias dos autores schumpeterianos e estruturalistas é um desafio dos mais difíceis. A literatura nesta área tem crescido muito nos últimos anos. Destaca-se um conjunto de novos modelos baseados em agentes heterogêneos (Agent Based Models - ABM) que permitem incorporar a diversidade das capacidades e as assimetrias (tecnológicas, produtivas, setoriais e estratégicas), em conjunto com trajetórias de desequilíbrio, ampliando o espaço da dinâmica na análise econômica. Exemplos deste tipo são Ciarli et al (2010), Dosi et al (2010a e 2010b), Kirman (2010) e Saviotti and Pyka (2013) (um revisão pioneira é Dosi, 1988). O agente representativo e a otimização intertemporal são abandonados e, de fato, o enorme potencial aberto pelo uso das técnicas de simulação faz possível escapar do sapato japonês da firma representativa.



No entanto, há muito ainda por fazer para que os ABM realmente se transformem numa fronteira capaz de atrair novos pesquisadores e de organizar a análise KE de forma efetiva. Duas deficiências, ou desafios, devem ser ressaltados.

Por um lado, maior complexidade do modelo e maior capacidade de reproduzir situações de desequilíbrio não significam necessariamente melhor compreensão do fenômeno. O risco é agregar um mistério a mais em um mundo já bastante misterioso. Como apontam McElreath e Boyd (2007, p. 10) acerca dos riscos da simulação: “(W)e had a world we didn’t understand and now we have added a model we don’t understand”. Por outro lado, é necessário avançar em direção a um corpo de conhecimentos comum que permita algum grau de cumulatividade na pesquisa. Até agora falta a construção de um arcabouço no qual as diferentes contribuições se reconheçam e possam dialogar entre si de formas sistemática (além do reconhecimento, muito vago, de que são modelos que convivem com a heterogeneidade e o desequilíbrio). É difícil generalizar a partir destes modelos. Em parte isso se deve ao fato que quando se abre espaço para a heterogeneidade e para regras de comportamento mais flexíveis (que por sua vez mudam com as instituições, a história, a natureza das firmas, assimetrias etc.), é mais difícil evitar a fragmentação dos modelos: cada um deles é válido apenas para seu próprio conjunto de pressupostos acerca das heurísticas de comportamento e da estrutura das heterogeneidades.

É necessário, portanto, procurar propriedades ou regularidades robustas nesses modelos que sobrevivam às distintas especificações dos agentes e da história. Um primeiro passo na direção de modelos mais gerais poderia ser gerar tipologias de modelos e de cenários a partir das quais basear a cumulatividade na pesquisa e construir uma narrativa comum.

Os modelos ABM não são, no entanto, os únicos que permitem abordar os temas de mudança estrutural no crescimento. Há várias classes de modelos keynesianos preocupados com o progresso técnico e a mudança estrutural (Vera, 2006; Ocampo et al, 1999; Lima e Porcile, 2013; Botta 2009). Alguns autores têm usado modelos ricardianos com um número infinito de bens, como em Razmi (2011), Cimoli e Porcile (2011 e 2014), Cimoli, Pereima e Porcile (2013). A figura 1 sintetiza a

mensagem do último trabalho citado. O gráfico A relata o lado schumpeteriano-estruturalista da história. Mudanças na tecnologia geram mudanças na produtividade relativa Sul / Norte ( $a^S/a^N$ , onde o índice S representa o Sul e N o Norte). A posição da curva de produtividades relativa depende do hiato tecnológico: quanto maior o hiato tecnológico Norte / Sul, menor a produtividade relativa Sul / Norte. As produtividades relativas em combinação com os salários relativos definem custos unitários. Em economias abertas, os custos unitários definem o padrão de especialização (i.e. o que cada país é capaz de produzir em condições competitivas). Se o custo unitário do Sul ( $W^S/a^S$ ) é menor que o custo unitário no Norte ( $W^N/a^N$ ), o bem será produzido no Sul. O padrão de especialização é captado por  $N^*$ , o número de bens que o Sul produz para os mercados interno e externo (os bens para os quais o custo unitário é mais baixo no Sul do que no Norte).

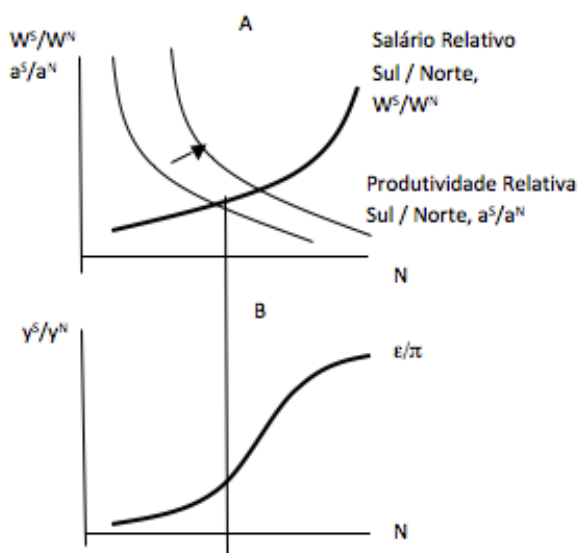
Quanto maior  $N^*$ , maior a diversificação produtiva do Sul. Admite-se, adicionalmente, que os bens estão ranqueados em termos de uma intensidade tecnológica cada vez maior (se  $N_2 > N_1$ , então  $N_2$  é mais intensivo em tecnologia que  $N_1$ ). Portanto, um maior  $N^*$  implica não apenas maior diversificação, mas também maior sofisticação das capacidades do Sul. O aumento de  $N^*$  é então uma metáfora para a intensidade tecnológica alcançada através do processo de mudança estrutural.

O gráfico B mostra o efeito da diversificação produtiva sobre o quociente entre a elasticidade renda da demanda por exportações ( $\epsilon$ ) e a elasticidade renda da demanda por importações ( $\pi$ ). Este é o lado keynesiano da história. Para crescer o país deveria ser capaz de modificar o quociente das elasticidades, e afastar assim a restrição externa ao crescimento. O quociente  $\epsilon/\pi$  define a taxa relativa de crescimento com equilíbrio externo, i.e.  $y^S/y^N = \epsilon/\pi$ . Essa é a regra de 45° de Krugman, ou a “Lei de Thirlwall” dos modelos keynesianos de crescimento com restrição externa (Thirlwall, 2011). Um maior quociente entre as elasticidades implica que o país capta uma parcela maior dos mercados mundiais e de seu próprio mercado. Esse quociente deve ser lido como uma *proxy* de como se distribui a demanda efetiva global. A dinâmica tecnológica redefine no tempo a competitividade - a transformação produtiva afeta o crescimento através de seu efeito sobre as elasticidades e, por essa via, sobre a distribuição internacional da demanda efetiva global.

5 Não há dados suficientes disponíveis para realizar uma análise da Índia.

6 O Times Higher Universities (2014) não apresenta a posição específica no ranking das Universidades que não estão listadas entre as 200 melhores, indicando somente que as Universidades de Moscou, São Paulo e Panjab estão entre a 226 a e 250 a posição.

**Figura 1. Hiato tecnológica, produtividade, especialização e crescimento**



Os modelos ABM, os modelos ricardianos de muitos bens e os modelos kaleckianos, em geral, têm conversado pouco entre eles. Seria importante vincular melhor esses mundos, sobretudo porque cada um deles tem algo a ensinar sobre a relação entre micro e macro, entre curto e longo prazo. Há esforços valiosos nessa direção. Alguns modelos ABM recentes têm incluído mais variáveis vinculadas à macroeconomia keynesiana (Dosi et al, 2013 e 2014). A *task force* Keynes-Schumpeter em Columbia procura estimular essa linha de pesquisa; *essa task force* é um indicador de que existe uma preocupação forte no sentido de vincular as pesquisas em macro keynesiana com a tradição evolucionária. Se lembrarmos de que a discussão estruturalista vincula, precisamente, as elasticidades keynesianas com as estruturas produtiva e tecnológica (que respondem às forças schumpeterianas do progresso técnico), temos um conjunto bastante articulado de variáveis e preocupações que podem se reforçar mutuamente.

Do lado empírico, tem se avançado muito na análise dos fatores que governam a inovação na firma, mas bastante menos no vínculo desses fatores com a macroeconomia. Todavia, também neste campo há sinais positivos, sobretudo no estudo da relação entre a complexidade da economia e o crescimento. Reinert e Daastol (2004) relatam que Antonio Serra, um economista do renascimento italiano, afirmava que podia estimar a riqueza de uma cidade pelo número de ofícios que se alojavam nela. Quanto maior o número de ofícios, maior o grau de divisão do trabalho, maior a especialização de cada produtor, e maior a produtividade

e a riqueza da cidade. Essa observação continua a ser válida. A diversidade e sofisticação das capacidades de uma economia determinam sua produtividade e capacidade de crescimento. Mas é claro que hoje em dia não é possível contar o número de ofícios da cidade. É necessário usar um método mais sofisticado. É isso que Hausman et al (2013) realizam no seu Atlas da Complexidade e a CEPAL (2012, 2014) tem realizado através de diversos indicadores de capacidades. A relação entre complexidade da estrutura e crescimento está atraindo um número crescente de contribuições (Norden, 2014). Esses trabalhos retomam os esforços pioneiros de Lall e Pavitt para encontrar indicadores de complexidade econômica capazes de refletir ou revelar o *stock* de capacidades acumuladas num país, os quais podem ser utilizados para gerar inovações e crescimento - e com elas uma maior presença do país nos mercados interno e externo.

Empiricamente, o estudo da relação entre estrutura e o quociente entre as elasticidades ainda está no seu começo. Gouvêa e Lima (2010) oferecem uma análise sobre essa relação para o caso de Brasil, a qual a CEPAL retomou em CEPAL (2012), incluindo uma comparação com a Argentina. Storm e Nastepaad (2015) mostram que no caso alemão importou muito mais a mudança nas elasticidades (em função do progresso técnico) do que os fatores tradicionais de *price-competitiveness*. Mais do que salários baixos, o sucesso alemão se explica pelo sucesso na concorrência schumpeteriana.

Apesar dos avanços supracitados, uma série de questões tem recebido pouca atenção dentro da dinâmica KE. Uma delas – os vínculos entre curto e longo prazo – será discutida a seguir, indicando possíveis interações e políticas que favoreçam o crescimento sustentável.

### 3. Vínculos entre curto prazo e longo prazo

Os efeitos de ajustes macroeconômicos sobre a estrutura produtiva são a base para a interação entre o curto, médio e longo prazo dentro da dinâmica KE. A partir da presença de retornos crescentes à escala e *path dependency* (e *lock in*), políticas de curto prazo podem ter efeitos duradouros sobre a economia. Um conceito relacionado é o de histerese, que projeta um processo no qual um choque transitório transforma a economia de uma forma persistente (que não pode ser revertido). As mudanças nas políticas que são vistas pelos tomadores de decisão e que afetam o curto prazo, ou que são adotadas em circunstâncias muito especiais, podem alterar o caminho de longo prazo da economia (Setterfield, 2009).

As restrições ao Balanço de Pagamentos têm gerado ciclos de stop and go nas economias latinoamericanas;

este padrão cíclico de crescimento condiciona fortemente as políticas macroeconômicas. A saber, em tempos de desequilíbrio externo, políticas de ajuste fiscal e/ou monetário reduzem os níveis de investimento público e privado até o equilíbrio externo ser reestabelecido. Inversamente, quando os ventos da loteria das *commodities* estão a favor, abres-e mais espaço para a intervenção pública, seja através do aumento dos gastos fiscais ou através de incentivo direto ao investimento privado.

A pergunta que surge, então, é o que ocorre com a estrutura produtiva dentro desses períodos de ajuste. De forma a analisar esta pergunta, ainda que superficialmente, tomemos o caso em que o mecanismo de ajuste é a política fiscal, tendo este um efeito sobre as decisões de investimento do setor privado (*crowding in*). Sob o efeito de um desequilíbrio externo, a consequente redução generalizada do investimento tem um impacto negativo sobre as capacidades produtivas desta economia. Uma pior qualidade dos serviços públicos (principalmente infraestrutura), uma redução dos gastos em P&D e, ainda, uma redução do investimento em novas equipamentos e tecnologia. A lei de Kaldor-Verddorn passa de ser um círculo virtuoso para se transformar num círculo vicioso.

A deterioração da infraestrutura compromete *price* e *non-price competitiveness* (por exemplo, torna-se mais caro o envio de mercadorias para os portos e dos portos para o mercado externo). Além disso, a diversificação exige investimentos coordenados em vários campos, que em muitos casos não podem ser alcançados sem investimento público direto ou empréstimos de bancos de desenvolvimento. O menor apoio financeiro aos exportadores e a diminuição do investimento público em P&D debilitam a diversificação econômica.

Estes efeitos necessariamente afetam a estrutura produtiva: o progresso técnico torna-se mais lento, há uma perda na capacidade instalada e, possivelmente, há uma perda de alguns mercados internacionais, o que leva ao encolhimento ou mesmo o desaparecimento de setores. Como mostraram há muito tempo Baldwin e Krugman (1989), quando existem custos fixos à entrada nos mercados externos, uma excessiva valorização cambial pode resultar na saída de alguns mercados e, posteriormente, na impossibilidade de retorno. Assim, a política cambial terá efeitos duradouros sobre a economia. Em sentido oposto, a literatura recente atesta os efeitos positivos de uma desvalorização cambial sobre o crescimento econômico (Hausman *at al* 2005, Gala 2007, Rodrik 2008 e Razmi *at al* 2012). A política cambial pode ser entendida como um indutor ao desenvolvimento de novos setores e tecnologias. Ao

aumentar a lucratividade do setor de *tradables* a política induz a transferência de recursos para setores mais dinâmicos da economia (ver Rapetti 2013), resultando numa maior *non-price competitiveness* e maior estabilidade econômica.

Aqui, embora o argumento microeconômico não seja desenvolvido, entende-se que este ambiente de reajuste impõe uma menor produtividade (resultado da menor escala e pior infraestrutura) e, ainda, um aumento da brecha tecnológica. Há um impacto forte sobre a competitividade internacional das firmas locais.

Este, contudo, é apenas o início do ciclo. Uma redução dos setores dinâmicos implicará numa maior dependência das *commodities* na pauta exportadora (e uma menor *non-price competitiveness*). No próximo desequilíbrio externo, o ajuste terá que ser mais restritivo, o que provavelmente resultará em uma subsequente perda de outros setores, levando a uma maior instabilidade econômica. Se o impacto do ajuste sobre a capacidade de sobrevivência de outros setores é significativo, a contração dos gastos tende a exacerbar os desequilíbrios iniciais e reduzir o crescimento de longo prazo. Por outro lado, se os cortes são mais seletivos e preservam setores mais importantes (em termos de dinamismo tecnológico e demanda), a economia poderia ganhar em estabilidade (ou ficar menos instável) (Cimoli, Martins Neto e Porcile, 2015).

Nem sempre é politicamente viável reduzir um tipo de despesas (despesas correntes), sem comprometer o outro (o investimento público que favorece a diversificação e competitividade). O formulador de políticas enfrenta restrições que podem empurrar na direção oposta a que ele deseja - e às vezes não há muito a ser feito (existência de rigidez legal e institucional). No entanto, é importante olhar para as duas dinâmicas em conjunto (estrutura e demanda efetiva), sem perder de vista a dinâmica schumpeteriana.

O investimento público deve ser tratado como a "joia da coroa" (CEPAL, 2012): manter este investimento, com seus efeitos de *crowding in* sobre o investimento privado, é fundamental durante o processo de ajuste, de modo que este seja exitoso. É necessário que o ajuste não comprometa seriamente a estrutura produtiva e a continuidade da mudança estrutural. Preservar o investimento público e torná-lo menos suscetível a restrições equilíbrio externo não só ajuda a estabilidade do sistema, mas também melhora a trajetória de crescimento.

Estes resultados reforçam a "velha" percepção estruturalista da importância da política industrial. Um conjunto importante de estudos em anos recentes tem procurado entender melhor a co-evolução entre

estrutura produtiva e câmbio técnico — entender como se traduz a destruição criadora schumpeteriana na evolução dos setores e das atividades produtivas. Distintos setores têm distintas capacidades de gerar aumentos de produtividade e inovações, além de distintas taxas de crescimento da demanda. Assim, estrutura produtiva e aprendizado tecnológico co-evoluem. O aprendizado surge da experiência em certas atividades, tem um forte componente tácito (que não pode ser transmitido de forma codificada), e se plasma em novos setores e bens. As capacidades se reproduzem, ampliam ou criam através da geração de novas rotinas de produção e da experiência acumulada.

Um corolário dessa visão é que as políticas industriais e tecnológicas devem desempenhar um papel chave no desenvolvimento. Com efeito, a intensidade dos retornos crescentes na produção e no aprendizado tecnológico faz com que os países que já estão na fronteira tecnológica tendam a se distanciar cada vez mais. Se a concorrência é forte o bastante para eliminar as firmas atrasadas antes que elas absorvam as novas tecnologias, a divergência prevalecerá. A difusão tecnológica é o produto de um esforço deliberado e continuado de construção de capacidades, de incorporação, adaptação e melhora da tecnologia estrangeira. A intensidade, qualidade e persistência das políticas industriais e tecnológicas explicam os casos de sucesso na convergência internacional em produtividade e renda per capita (*catching up*).

Se bem esta não é certamente uma ideia nova, continua a ser um tema importante de pesquisa a partir das novas evidências proporcionadas pelos sucessos recentes de *catching up*, particularmente o caso chinês.

## REFERÊNCIAS

- Amsden, A. (1989), *Asia's Next Giant: South Korea and Late Industrialization*, New York, Oxford University Press.
- Araujo, R.A. and G. T. Lima (2007) 'A Structural Economic Dynamics Approach to Balance of Payments Constrained Growth', *Cambridge Journal of Economics*, 31(5), pp. 755-774.
- Baldwin, R. and P. Krugman (1989), 'Persistent Trade Effects of Large Exchange Rate Shocks', *Quarterly Journal of Economics*, 104 (4), pp. 635-654.
- Bell, M. (2006), "Time and Technological Learning in Industrialising Countries: How Long Does it Take? How Fast is it Moving (If At All)?" *International Journal of Technology Management*, vol. 36, No. 1-3, pp. 25-39.
- Bértola, L. and Ocampo, J.A. (2010), *Desarrollo, vaivenes y desigualdad: Una historia económica de América Latina desde la independencia*, Madrid: SEGIB.
- Blecker, R.A. (2011) "Long-run growth in Open economies: Export-Led Cumulative Causation or a Balance-of-Payments Constraint?" in G. Harcourt and P. Kriesler, eds., *Handbook of Post-Keynesian Economics*. Oxford: Oxford University Press, forthcoming.
- Botta, A. (2009) "A Structuralist North-South Model on

- Structural Change, Economic Growth and Catching up", *Structural Change and Economic Dynamics* 20, pp. 61-73.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos (2008) "Dutch Disease and its Neutralization: a Ricardian Approach", *Brazilian Journal of Political Economy* 28 (1) January, pp. 47-71.
- Chang, H.J (2002) *Kicking Away the Ladder: Policies and Institutions for Economic Policy in Historical Perspective*, London: Anthem Books.
- Ciarli, T., Lorentz, A., Savona, M., & Valente, M. (2010). "The Effect of Consumption and Production Structure on Growth and Distribution. A Micro to Macro Model", *Metroeconomica*, 61(1), pp. 180-218
- Cimoli, M. (1988), "Technological Gaps and Institutional Asymmetries in a North-South Model with a Continuum of Goods", *Metroeconomica*, vol. 39, No. 3, pp. 245-74.
- Cimoli and Porcile (2011) "Learning, Technological Capabilities and Structural Dynamics", in Ocampo, J.A. and Ros, J. (2011) *The Oxford Handbook of Latin American Economics*, Oxford University Press.
- Cimoli, M.; Pereima, J. and Porcile, G. (2015) " Cambio Estructural y Crecimiento" Texto Para Discusión, CEPA, DDPE.
- Cimoli, M. and Porcile, G. (2014) "Technology, structural change and BOP-constrained growth: a structuralist toolbox", *Cambridge Journal of Economics* 38 (1): 215-237.
- Cimoli, M.; Martins Neto, A. e Porcile, G. (2015) "Estructura productiva y Ajuste Macroeconómico", *Revista Desarrollo Económico, Teoría y Práctica*, Mexico, no prelo.
- Dornbusch, R., Fischer, S. and Samuelson, P. (1977) "Comparative Advantage, Trade, and Payments in a Ricardian Model with a Continuum of Goods", *American Economic Review* 67 (5), pp. 823-839.
- Dosi, G. (1988), "Sources, Procedures and Microeconomic Effects of Innovation", *Journal of Economic Literature*, 26(3), pp. 1120-1171
- Dosi, S. Lechevalier, A. Secchi (2010a) "Introduction: Interfirm Heterogeneity? Nature, sources and consequences for industrial dynamics" *Industrial and Corporate Change*, 19(6): 1867-1890.
- Dosi, G., Grazzi, M., Tomasi, C. and Zeli, A. (2010b) "Turbulence Underneath the Big Calm? Exploring the Micro-Evidence Behind the Flat Trend in Manufacturing Productivity in Italy", LEM Working paper, January.
- Dosi, G.; Andrea Roventini, Giorgio Fagiolo, Mauro Napoletano (2013), "Income distribution, credit and fiscal policies in an agent-based Keynesian model", working Paper, Keynes-Schumpeter Task Force, Columbia.
- Dosi, G.; Giorgio Fagiolo, Mauro Napoletano, Andrea Roventini, Tania Treibich (2014), "Fiscal and Monetary Policies in Complex Evolving Economies", *Journal of Economic Dynamics and Control*, forthcoming.
- ECLAC (2007) "Progreso Técnico y Cambio Estructural en América Latina", Santiago de Chile: Division of Productivity and Management, ECLAC, October.
- ECLAC (2012) *Structural Change for Equality: An Integrated Approach to Development*, Santiago de Chile: United Nations.
- Eichengreen, B. (2008) "The Real Exchange Rate and Growth" *Working Paper N. 4*, Commission on Growth and Development.



- Freeman, C. (1995) "The National System of Innovation in Historical Perspective", *Cambridge Journal of Economics*, v. 19 (1), pp. 5-24.
- Frenkel, R. and Rapetti, M. (2011) "A Concise History of Exchange Rate Regimes in Latin America", in Ocampo, J.A. and Ros, J. (2011) *The Oxford Handbook of Latin American Economics*, Oxford University Press.
- Gala, P. (2008) "Real exchange rate levels and economic development: theoretical analysis and econometric evidence". *Cambridge Journal of Economics*, 23(2), 273288
- Gouvea, R.R. and G.T. Lima (2010) "Structural Change, Balance of Payments Constraint and Economic Growth : Evidence from the Multi-Sectoral Thirlwall's Law", *Journal of Post Keynesian Economics*, 33 (1), October, pp. 169-204.
- Hausmann, R., Pritchett, L. & Rodrik, D. (2005). "Growth accelerations. *Journal of Economic Growth*. Retrieved from <http://www.nber.org/papers/w10566>
- Katz, J. (1997), "Structural Reforms, the Sources and Nature of Technical Change and the Functioning of the National Systems of Innovation: The Case of Latin America", paper presented at the STEPI International Symposium on Innovation and Competitiveness in NIEs" Seoul, Korea, May.
- Kirman, A. (2010). "Learning in agent based models," Working Papers halshs-00545169, HAL.
- León-Ledesma, M.A. (2002) "**Accumulation, Innovation and Catching-up: an Extended Cumulative Growth Model**", *Cambridge Journal of Economics*, 26, pp. 201 – 216.
- Lima, G.T and Porcile, G. (2013) "Economic Growth and Income Distribution with Heterogeneous Preferences in the Real Exchange Rate", *Journal of Post-Keynesian Economics*, 35 (4), 651-674.
- Narula, R. (2004) "Understanding Absorptive Capacities in an Innovation Systems Context: Consequences for Economic and Employment Growth", *DRUID Working Paper* n. 04-02, December.
- Nordam, R. (2014) Physicists make 'weather forecasts' for economies, *Nature*, <http://www.nature.com/news/physicists-make-weather-forecasts-for-economies-1.16963>
- Ocampo, J.A., Rada, C and Taylor, L. (2009) *Growth and Policy in Developing Countries: A Structuralist Approach*. Oxford University Press.
- Pacheco-Lopez, P. and Thirlwall, A.P. (2006) "Trade Liberalization, the Income Elasticity of Demand for Imports and Economic Growth in Latin America", *Journal of Post-Keynesian Economics* 29 (1), pp. 41-61.
- Peres, W. (2010), "The (slow) return of industrial policies in Latin America and the Caribbean", M. Cimoli, G. Dosi and J. E. Stiglitz (eds) *The Political Economy of Capabilities Accumulation: the Past and Future of Policies for Industrial Development*, Oxford University Press.
- Pier Paolo Saviotti & Andreas Pyka, 2013. "The co-evolution of innovation, demand and growth," *Economics of Innovation and New Technology*, Taylor & Francis Journals, vol. 22(5), pages 461-482, July.
- Rapetti, M. (2013). "Macroeconomic Policy Coordination in a Competitive Real Exchange Rate Strategy for Development", *Journal of Globalization and Development*, 3(2) pp. 1-31, 2013.
- Razmi, A (2011), Exploring the robustness of the balance of payments-constrained growth idea in a multiple good framework, *Camb. J. Econ.* (2011) 35 (3):545-567.
- Razmi, A (2012), "The Real Exchange Rate and Economic Growth: Are Developing Countries Different?", *International Review of Applied Economics*, 26(6), pp. 735-752.
- Reinert, E. y Daastol, A. (2004) "The Other canon: The History of Renaissance Economics" in Erik S. Reinert (editor), *Globalization, Economic Development and Inequality: An Alternative Perspective* (editor), Cheltenham, Edward Elgar, serie 'New Horizons in Institutional and Evolutionary Economics', 2004.
- Rodrik, D. (2008) "The Real Exchange Rate and Economic Growth". Brookings Economic Studies Program, *The Brookings Institution*, vol.39 (2 (fall)), p.365-439.
- Setterfield, M. (2009) "Path dependency, Hysteresis and Macrodynamics," in P. Arestis and M. Sawyer (eds) *Path Dependency and Macroeconomics (International Papers in Political Economy 2009)*, London, Palgrave, Macmillan.
- Stalling, B. and Peres, W. (2000) *Growth, Employment and Equity: The Impact of Economic Reforms in Latin America and the Caribbean*, Washington, DC: Brookings Institution Press.
- Strom, S. e Nastepaad, C. (2015) "Crisis and recovery in the German economy: The real lessons", *Structural Change and Economic Dynamics*, 2015, advanced publication at: <http://www.sciencedirect.com/science/article/pii/S0954349X15000028#>
- Thirlwall, A. (2011) "Balance of Payments Constrained Growth Models: History and Overview". University of Kent, School of Economics Discussion Paper 1111, May.
- Vera, L.A. (2006) "The Balance-of-Payments Constrained Growth Model: A North-South Approach", *Journal of Post-Keynesian Economics*, 29 (1), pp. 67-92.
- Verspagen, B (1993) *Uneven Growth Between Interdependent Economies: An Evolutionary View of Technology Gaps, Trade and Growth*. Avebury, Ashgate Publisher.
- Wade, R. (1990), *Governing the Market: Economic Theory and the Role of Government in East Asian Industrialisation*, Princeton, Princeton University Press.



**Antonio Martins Neto**

[martinsneto.as@gmail.com](mailto:martinsneto.as@gmail.com)

Graduado em Ciências Econômicas pela Universidade Federal do Ceará. Atualmente é mestrando em Economia pela Universidade de São Paulo e consultor econômico para a Comissão Econômica para América Latina e o Caribe – CEPAL. Sua área de pesquisa se concentra principalmente na política cambial, infraestrutura e desenvolvimento econômico.



**Gabriel Porcile**

[jose.porcile@cepal.org](mailto:jose.porcile@cepal.org)

Mestre em Ciências Econômicas pela UNICAMP e Doutor em História Econômica pela London School of Economics. Professor licenciado da Universidade Federal do Paraná e Oficial de Assuntos Econômicos da CEPAL. Sua área de pesquisa é crescimento econômico e mudança estrutural.

# ARTIGO

## Macroeconomia pós-keynes e o referencial novo-keynesiano

Flávio Augusto Corrêa Basilio<sup>1</sup>

A principal dificuldade encontrada pela literatura econômica é estabelecer um único paradigma capaz de decifrar os mecanismos que geram o fenômeno do desemprego. A grande proliferação de teorias econômicas, expressa por meio das escolas de pensamento econômico, fez com que, por diversas vezes, existissem análises completamente díspares para explicar o mesmo fenômeno econômico, em especial, as relações entre moeda, produto e desemprego.

Keynes ao escrever a Teoria Geral do Emprego, do Juro e da Moeda em 1936 (doravante Teoria Geral), além de criar uma nova forma de análise da teoria econômica, procurou elucidar as causas do desemprego em massa que afetou todas as grandes economias da época, bem como apresentou novas medidas de política econômica que poderiam ser utilizadas para resolver o problema crônico do desemprego. Ademais, ao afirmar que *"unemployment was not explainable as a consequence of individual choices"*, Keynes refutou a ideia de que os trabalhadores possuem capacidade de determinar o salário real.

Como legado, Keynes deixou aos economistas a macroeconomia e, mais do que isso, estabeleceu de vez a relação entre desemprego involuntário, preços e salários flexíveis. Surpreendente é que a aceitação geral acabou por transformar a rigidez salarial na causa do desemprego, o que fez com que a visão keynesiana fosse sinônima de preços rígidos ou sujeita ao rótulo de que os trabalhadores sofressem de "ilusão monetária".

Na visão clássica, o pleno emprego é sempre alcançado, sendo a renda da sociedade limitada por fatores do lado da oferta. Assim, a Lei de Say postula que o trabalhador só se oferece para o mercado de trabalho a fim de obter, com o seu esforço, renda, a qual será utilizada para comprar os diversos bens produzidos pela economia. Como o ato de produção cria, simultaneamente, renda e poder de compra, não haveria razão lógica para que a economia operasse fora do pleno emprego. Assim, a conceituada expressão *"a oferta cria a sua própria demanda"* captura a essência da Lei de Say, que caracteriza a natureza de uma economia com trocas especializadas. Contudo, o resultado da Lei de Say

não impõe que a economia esteja sempre operando com alocação ótima de recursos em todos os mercados. Desvios temporários são possíveis, de tal sorte que a oferta não precisa ser igual à demanda para um mercado específico, mas não haveria razão "lógica" para a economia geral observar excesso global de produção.

Keynes, obviamente, rejeitou o resultado da Lei de Say de que a economia é capaz, automaticamente, de gerar o resultado do pleno emprego, e o fez com um forte argumento monetário baseado na teoria da preferência pela liquidez. Além disso, a ideia de que a rigidez salarial poderia ser a origem do desemprego também é refutada por Keynes. No capítulo 19 da Teoria Geral, Keynes não faz qualquer relação de causalidade entre reduções do salário nominal sobre o nível de emprego. Isto porque, reduções no salário nominal têm efeitos ambíguos sobre o nível de preços, o que pode fazer como que, os próprios preços possam cair mais rapidamente do que os salários. Desta forma, se o objetivo for reduzir os salários reais como forma de reequilibrar a economia no nível de pleno emprego, o resultado final poderia ser o aumento dos salários reais.

Todavia, existem outros pontos nessa discussão. E, principalmente, deve-se observar que o resultado clássico, que por muito tempo ficou enraizado na validade teórica da Lei de Say, não é necessário para que a economia retorne a sua posição de equilíbrio com pleno emprego. Pigou mostrou que o resultado postulado pela economia clássica não depende da Lei de Say, mas sim da flexibilidade de juros, preços e salários, independente da função dispêndio. Nesse sentido, Patinkin (1949) destaca: *"everyone simultaneously accepts and rejects Say's law: rejects it, in the sense that no one believes the short-run-expenditure function must have the form it has in Fig. 8<sup>2</sup>; accepts it, in the sense that everyone recognizes that in the long run people want goods, and not money"*.

Segundo Patinkin, todo o esforço de Keynes foi conduzido no sentido de negar que a flexibilidade de preços fosse capaz de conduzir a economia ao pleno emprego. Contudo, para Patinkin, a posição de Keynes é indefensável, pois, por definição, flexibilidade

<sup>1</sup> Economista, com mestrado e doutorado em economia. Professor do UDF.

<sup>2</sup> De acordo com a Lei de Say, a função dispêndio sempre coincide com a linha de 45° no gráfico tradicional da cruz Keynesiana.

significa que os salários monetários, de fato, podem cair na presença de excesso de oferta ou subir na presença de excesso de demanda de tal sorte que o equilíbrio é perfeitamente alcançável. Conseqüentemente, um sistema de preços flexíveis não pode estar em equilíbrio na presença de desemprego. (Patinkin, 1948).

À primeira vista, a mensagem geral da Teoria Geral era de que os princípios clássicos cátedros estavam suspensos, pois as forças de mercado não seriam capazes de conduzir o sistema econômico para o resultado de pleno emprego. Com forte valor simbólico, a Teoria Geral de Keynes representou a crença dissidente de que a economia não poderia ser autoajustável. Talvez, um dos pontos altos do debate teórico referente à teoria de Keynes ocorreu em 1937, quando a conferência da *Econometric Society* foi dedicada à análise da Teoria Geral. Nada menos do que Meade (1937), Harrod (1937) e Hicks (1937) apresentaram três influentes artigos com o objetivo de discutir a essência do livro. O objetivo da conferência era reconstruir e testar o argumento clássico e compreender quais as “verdadeiras” contribuições de Keynes. Dentre os artigos, o trabalho de Hicks ganhou destaque com a apresentação da primeira versão do modelo IS/LM, na forma de um sistema de equações em que os salários nominais eram tomados como dados.

De 1950 em diante, a macroeconomia de Keynes se tornou uma nova disciplina e o modelo IS/LM foi modificado e popularizado por Modigliani (1944), Hansen (1953) e mais tarde por Sargent (1987). O modelo IS/LM passou a contar com duas possibilidades de fechamento. Na primeira versão, chamada de clássica, o mercado de trabalho era dotado de uma função oferta de trabalho crescente com o nível do salário real e outra função de demanda por trabalho função da produtividade marginal do trabalho - primeiro postulado clássico. Já no fechamento keynesiano, a ausência da função de oferta de trabalho exigia que os salários fossem dados.

No modelo IS/LM, a ordem de determinação das variáveis econômicas no fechamento clássico é distinta daquele apresentado no caso keynesiano. Enquanto no primeiro o salário real é resultado do equilíbrio do mercado de trabalho, no segundo o salário real depende das condições do mercado de trabalho, mas, antes disso, precisa conhecer o nível de emprego que é determinado pelo mercado de bens e serviços. Se as firmas são competitivas e contratam trabalhadores até o ponto em que o produto marginal é igual ao salário real, com salários nominais rígidos, um aumento do nível de preços resulta em um salário real menor, o que permite o ajuste do mercado de trabalho. Nesta

situação, o emprego e o produto são determinados pela demanda agregada e o nível de preços ajusta o valor do salário real até torná-lo compatível com o nível de produção. Este resultado acabou por reforçar o argumento de que na visão keynesiana os salários nominais eram rígidos e os salários reais contracíclicos. Já no fechamento clássico o salário real era naturalmente pró-cíclico.

Para o bem ou para o mal, o modelo IS/LM se consolidou como referencial no estudo da macroeconomia, sendo ancorado na hipótese de preços rígidos e, mais do que isso, permitiu, minimamente, a transformação das ideias da Teoria Geral em uma macroeconomia matemática, com ancoragem em alguns aspectos microfundamentados. Sobre este tema, Lucas destaca:

This is the theory, the accepted theory that everyone should know, that it was my job to teach to graduate students, and did. I also held on to Patinkin's ambition somehow, that the theory ought to be microeconomically founded, unified with price theory. I think this was a very common view. [...] Nobody was satisfied with IS-LM as the end of macroeconomic theorizing. The idea was we were going to tie it together with microeconomics and that was the job of our generation. Or to continue doing that. That wasn't an anti-Keynesian view. You can see the same ambition in Klein's work or Modigliani's. (Lucas, 2013, p. 511)

Contudo, deve-se ressaltar a análise econômica da Teoria Geral de Keynes era baseada no conceito de equilíbrio marshalliano. Nesse sentido, não há nenhuma contradição lógica entre coexistência de desequilíbrio no mercado de trabalho, expressado no resultado de desemprego involuntário, com *market clearing* nos demais mercados. Já ao se utilizar o referencial de equilíbrio geral walrasiano no modelo IS/LM, as posições de equilíbrio do sistema econômico são alcançadas com todas as variáveis sendo determinadas conjuntamente, inclusive aquelas relacionadas ao mercado de trabalho. Com efeito, nos termos walrasianos, haveria uma forte inconsistência se houvesse equilíbrio em todos os outros mercados, menos no mercado de trabalho. Então, como poderia ocorrer o resultado de desemprego involuntário no modelo IS/LM? Segundo Modigliani (1944) a rigidez salarial impediria que o sistema econômico, via Efeito Keynes, fosse capaz de alcançar a situação de plena utilização dos fatores produtivos.

### Phillips e a taxa natural de desemprego.

Mais tarde, quando em 1958 A. W. Phillips apresentou a existência de uma relação inversa entre alteração dos salários e desemprego para o Reino Unido entre 1861 e 1957, um grande esforço foi feito pelos economistas para modelar e analisar essa relação. O resultado de Phillips

tinha um “espírito keynesiano”, pois trazia a ideia de que haveria um piso aos salários e, principalmente sugeriria a possibilidade de *trade off* entre inflação e desemprego. Assim, quando o desemprego é baixo e o mercado está “congestionado”, os salários nominais sobem. Por sua vez, quando o desemprego é alto, os trabalhadores sentem mais intensamente o desconforto do desemprego e os salários param de subir ou mesmo caem. Desta forma, estabilidade de preços com pleno emprego são resultados incompatíveis, de tal sorte que uma menor taxa de desemprego só pode ser alcançada com maior inflação. Este resultado, com forte implicações políticas, colocava a seguinte questão aos governos: se o objetivo é aumentar o emprego, então será necessário aceitar elevação da taxa de inflação.

Contudo, mesmo com a importância empírica do resultado da curva de Phillips a estagflação da década de 1970 tornou o keynesianismo alvo de importantes críticas pela sua incapacidade de explicar o fenômeno. O keynesianismo foi falseado em sua primordial interpretação devido à coexistência de altas taxas de inflação e ociosidade dos fatores de produção. Com as economias experimentando elevação da inflação e aumento do desemprego, os economistas perceberam que algo estava errado com a proposição clássica da curva de Phillips.

Uma resposta para o problema da curva de Phillips foi fornecida por Friedman em seu artigo seminal de 1968. Primeiramente, Friedman criticou a prescrição de política keynesiana de que as taxas de juros deveriam ser mantidas em patamares baixos como forma de estímulo a atividade econômica. De acordo com Friedman, as taxas de juros baixas não são sustentáveis no longo-prazo porque apenas estimula gastos indevidos dos governos.

O segundo ponto de argumentação de Friedman foi centrado na tradicional curva de Phillips, segundo o qual para que existisse *trade off* entre inflação e desemprego essa relação teria que ser estável. Mesmo admitindo que a oferta de moeda possui efeitos reais no curto prazo, sua alegação é que não há justificativa para uma política de criação de dinheiro porque os efeitos reais só ocorrem quando as alterações na oferta de moeda são inesperadas. Para fazer seu ponto, Friedman assume uma assimetria na avaliação em relação aos comportamentos monetários entre firmas e trabalhadores. Baseado no conceito da taxa natural de desemprego – análoga à taxa natural de juros de Wicksell – Friedman defende a existência de um nível voluntário de desemprego que equilibra o mercado de trabalho e produz um salário real consistente com múltiplos equilíbrios neste mercado.

Friedman inverteu a lógica de leitura da análise da curva de Phillips. Na interpretação original, o desemprego é tratado como uma medida da pressão exercida pela demanda agregada no mercado de trabalho, que culmina com elevações no salário monetário. Já na versão de Friedman, a curva de Phillips é explicada a partir da quantidade de trabalho que os trabalhadores estariam dispostos a empregar na produção nos diversos níveis de salários pagos. Desta forma, a curva de Phillips deixa de expressar a pressão que as empresas fazem no mercado de trabalho para contratarem trabalhadores, e passa a descrever a pressão que os trabalhadores fazem por maiores salários em decorrência do incremento do emprego. O autor argumenta que os trabalhadores podem sofrer de “ilusão monetária”, pois permitem com que os salários sejam corroídos pela inflação, não apenas uma vez ou duas, mas de forma sistemática.

Friedman mostrou que o aumento na oferta de moeda é não neutro. No entanto, este é apenas o efeito de curto prazo – tal como na Teoria Quantitativa da Moeda. No próximo período de barganhas salariais os trabalhadores vão perceber seu erro anterior de avaliação, e atualizarão suas expectativas, de forma adaptativa, ao aumento dos preços. Isto provocaria um deslocamento da curva de Phillips para a direita. A fim de manter o aumento do emprego, a oferta de moeda precisaria novamente ser aumentada, a uma maior velocidade, para que os trabalhadores fossem enganados novamente. Continuando este processo, a inflação é transformada em hiperinflação, uma ameaça ao funcionamento do sistema monetário, que obriga as autoridades monetárias a abandonar sua política expansionista. Enquanto a curva de Phillips de curto prazo é negativamente inclinada, no longo prazo ela é vertical ao nível de desemprego que Friedman intitulou de taxa natural de desemprego.

Com efeito, as ideias monetaristas de Friedman ganharam espaço e influenciaram a condução da política econômica. Além da apresentação do conceito de taxa natural de desemprego, Friedman defendeu o uso de regras para a política monetária como forma de corrigir o viés inflacionário. Por sua vez, ao adotar a hipótese de expectativas adaptativas como forma de releitura da curva de Phillips, Friedman a transformou em uma curva de oferta de trabalho substituindo, para o cálculo do salário real, o preço corrente pela expectativa de preço futuro. Mas, de forma mais *pragmática* do que teórica, ao invés de supor que as expectativas são formadas com base no que vai ou pode acontecer, Friedman defendeu que as expectativas são formadas a partir da experiência vivida pelos trabalhadores, ou seja, “o passado constitui



um bom guia para o futuro”, mesmo que o passado nada tenha a ensinar aos trabalhadores ou ainda que persistir no erro é decisão “racional”. Apesar das concessões teóricas de Friedman, suas contribuições foram fortes do ponto de vista político e empírico e constituíram importante crítica à teoria keynesiana.

### **Solução Novo-Clássica – expectativas racionais e ciclos reais de negócios**

A hipótese de assimetria sobre a formação de expectativas de trabalhadores e firmas, explicada anteriormente, é peça central na tese de Milton Friedman. Todavia, a argumentação teórica baseada em expectativas adaptativas assume que os agentes falham sistematicamente. Assim, como crítica a essa visão, pode-se afirmar que não é lógico considerar um modelo no qual, agentes racionais, sofrem do problema de inconsistência. Neste contexto, para “resolver” o dilema apresentado pela curva de Phillips e, ao mesmo tempo, corrigir o problema de formação de expectativas dos agentes, surgiram duas possíveis soluções: (i) solução novo clássica; (ii) e solução novo keynesiana.

A solução proposta pelos novos clássicos, passa pela alteração da forma metodológica dos agentes formarem suas expectativas. Com efeito, ao invés dos agentes serem sistematicamente “tolos” na formação de expectativas, eles deveriam levar em consideração todas as informações relevantes disponíveis, inclusive a taxa de expansão monetária ou regra monetária adotada pelo Banco Central. Neste contexto, os trabalhos de Lucas (1973, 1975 e 1976) e Sargent e Wallace (1975, 1976) tiveram papel central para a evolução da teoria econômica. Mesmo que a hipótese de expectativas racionais seja atribuída pioneiramente a Muth (1961), foi a partir da chamada escola novo clássica que a política monetária ganhou nova dimensão, onde se supôs neutralidade da moeda, inclusive no curto-prazo. Assim indivíduos racionais maximizam o seu bem estar e promovem, de forma instantânea, o equilíbrio em todos os mercados a partir do vetor ótimo de preços eliminando, desta forma, qualquer possível excesso de demanda.

Entretanto, adotado este expediente, como seria possível explicar os desvios da economia em relação ao produto de equilíbrio? A resposta: *random walk*, ou seja, conforme explicitado por Blaug (2006, p. 684): “*random errors are not sufficient to account for the more or less regular cyclical fluctuations that are observed in all leading economic time series, such output, investment and employment*”. Ao rejeitarem políticas de demanda agregada, os novos clássicos explicaram as flutuações econômicas a partir de manifestações temporárias

de choques exógenos de oferta, tais como variações tecnológicas ou de produtividade, que implicariam mudanças nos preços relativos da economia.

Com efeito, os novos clássicos fornecem, ao mesmo tempo, uma visão alternativa à teoria keynesiana para explicar os ciclos econômicos e, ao mesmo tempo, criticam a visão de Friedman sobre a curva de Phillips e, especialmente a forma dos agentes formarem suas expectativas (expectativas adaptativas). O conceito de expectativas racionais praticamente elimina a possibilidade dos formuladores de política de explorarem a relação entre inflação e desemprego. Assim sob a abordagem de expectativas racionais, os autores novo clássicos levam a uma radical conclusão anti-keynesiana. Apenas alterações não anunciadas e, portanto, inesperadas da oferta de moeda são eficazes em alterar o nível do desemprego, ao passo que alterações permanentes na taxa desemprego não são factíveis por meio de políticas de expansão monetária (via oferta de moeda ou queda da taxa de juros). Sob a hipótese de expectativas racionais, os novos clássicos apresentam uma economia na qual as variáveis reais são completamente independentes das variáveis nominais e, mais ainda, independentes da regra de condução da política monetária.

Mas, o que dizer de uma teoria em que a principal proposição de política econômica é aguardar o “curso natural” dos acontecimentos econômicos?

### **Solução Novo-Keynesiana: rigidez nominal**

Considerando o teor das críticas de Friedman à teoria Keynesiana tradicional e, incorporando os avanços da teoria novo-clássica, como expectativas racionais e relações econômicas microfundamentadas, os novos keynesianos oferecem uma nova solução para a análise da curva de Phillips, na qual a demanda agregada volta a desempenhar papel relevante como instrumento de política econômica. Neste sentido, a “morte da teoria keynesiana” anunciada por Lucas (1980), se mostrou prematura em decorrência da falta de aderência da teoria novo clássica à realidade, e, mais ainda, pela falta de proposições de política econômica.

A crítica de Lucas à teoria keynesiana dos anos 1960, passa pela “incoerência” teórica de rigidez de salários e preços sob o arcabouço walrasiano. Por que trabalhadores e firmas não chegam a um acordo para a redução dos salários nominais se, assim o fizerem, ambos saem ganhando? A resposta keynesiana (ou novo keynesiana), passa pela “hipótese de salários relativos”, isto é, os trabalhadores aceitariam a redução do salário real em decorrência do processo inflacionário porque a variável relevante para o processo de tomada de decisão é

o salário relativo, e não o nível absoluto do salário. Neste caso, os novos keynesianos são imunes a crítica de plena flexibilidade de preços e *market clearing* em todos os mercados imposta pela teoria novo clássica.

Com efeito, Bernanke e Blinder (1992), Gali (1992), Ball e Mankiw (1994) Bernanke, Gertler e Watson, (1997), mostraram que, ao contrário do previsto pelos novos clássicos, mudanças na oferta de moeda (ou na política monetária), mesmo antecipadas, afetam o produto de equilíbrio da economia. Neste contexto, vale citar uma importante pergunta feita por Bernanke e Blinder (1982).

Does monetary policy affect the real economy? [Sim], when the Federal Reserve reduces the volume of reserves, and therefore of loans, spending by customers who depend on bank credit must fall, and therefore so must aggregate demand. (Bernanke e Blinder, 1982, p. 901).

Deve-se observar que do ponto de vista empírico, a evidência é mais favorável à proposição keynesiana, de sorte que existe um *trade-off* entre inflação e desemprego, do que à hipótese novo clássica de que os preços se ajustam imediatamente às variações da política monetária. Além disso, do ponto de vista teórico, sabe-se que existe um conjunto suficiente de pressuposições sob as quais a política monetária não possui efeitos sobre as variáveis reais da economia, a saber: (i) expectativas racionais; (ii) competição perfeita; (iii) informação completa; (iv) ausência de rigidez nominal.

Considerando que os novos keynesianos incorporam o ferramental das expectativas racionais como forma de tomada de decisão por parte dos agentes, o que ocorre com a economia se o pressuposto (ii) for alterado? Tal como demonstrado no artigo seminal de Blanchard e Kiyotaki (1987), a moeda continua sendo neutra mesmo na presença de competição monopolística: “*nominal money is neutral, affecting all nominal prices and wages proportionately, and leaving output and employment unchanged. Thus something else is needed to obtain real effects of nominal money*” (Blanchard e Kiyotaki, 1987, p. 655). Por sua vez, Blanchard e Fisher (1989) concluem que os resultados macroeconômicos são inalterados quando a economia sai da concorrência perfeita para a concorrência imperfeita e, além disso, ressaltam “(...) *money is neutral under monopolistic competition just as it is under perfect competition*” (Blanchard e Fisher, 1989, p. 381).

Neste sentido, se a concorrência monopolística não é capaz de gerar a não neutralidade da moeda, o que seria este algo mais necessário para que a moeda produza efeitos reais?

A resposta novo keynesiana à “contra-revolução” novo-clássica foi a rigidez de salários e preços. Assim, a proposição novo-clássica de que ao governo não é facultada a possibilidade de estimular a demanda

agregada e, desta forma, o nível geral de emprego, os novos keynesianos respondem que sim, é possível, desde que os salários sejam rígidos. Desta forma, sob preços rígidos, a política monetária volta a ganhar papel central na análise da atividade econômica.

Neste contexto, de forma seminal, Blanchard e Kiyotaki (1987) mostram que na ausência de custos de *menu* (rigidez), a oferta de moeda eleva os preços mantendo a oferta real de moeda e o produto inalterados. No entanto, na presença de custos de menu (mesmo pequeno), a elevação da oferta de moeda não altera os preços, conforme demonstrado por Blanchard-Kiyotaki (1987, p. 656).

A partir do modelo de Blanchard e Kiyotaki (1987) ficou claro que o contra-ataque keynesiano a crítica de Lucas não ficaria sem resposta. Mesmo com a ausência do sofisticado instrumental de otimização intertemporal dos modelos DSGE (*dynamic stochastic general equilibrium*), Blanchard e Kiyotaki conseguiram integrar a racionalidade das expectativas racionais e os instrumental quantitativo walrasiano com o comportamento de determinação de preços por parte dos agentes, de modo que a rigidez salarial foi incorporada como importante ponto do referencial novo-keynesiano. Blanchard e Kiyotaki explicam, de forma microfundamentada, a razão teórica da viscosidade ou rigidez dos salários e o porquê dos mercados não serem capazes de alcançar o *market clearing* mesmo sob concorrência perfeita. Faltava ao modelo integrar as questões dinâmicas da análise macroeconômica. Para tanto, voltam-se as análises aos modelos DSGE, mas incorporando a questão da rigidez salarial por meio da clássica regra de Calvo (1983).

Reabilitando os *insights* de Keynes, aceitando os pontos importantes da crítica novo-classica e os ensinamentos dos modelos RBC, o novo referencial keynesiano passou a ser ancorado nas seguintes hipóteses: (i) agente representativo maximizador de utilidade com horizonte infinito de tempo; (ii) concorrência monopolística no mercado de bens e equilíbrio geral de mercado walrasiano; (iii) rigidez nominal – firmas sujeitas a restrições de reprecificação de preços; (iv) não neutralidade da moeda no curto-prazo, neutralidade no longo prazo, considerando que a moeda importa, ao menos na maior parte do tempo, mesmo entendendo que a política monetária pode ser ineficiente em alguns períodos; (v) regra de Taylor como instrumento de política monetária.

Em síntese, esses modelos foram construídos com o referencial da curva de Phillips Novo Keynesiana com expectativas racionais (*forward looking*), com infinitos agentes, imperfeições no mercado de bens e de trabalho e salários e preços viscosos (*staggered price and wage setting*). Nesse sentido, o arcabouço novo

keynesiano incorporou o teor da crítica de Lucas e, além disso, adicionou os resultados principais da teoria de ciclos reais de negócios, constituindo o ferramental teórico denominado de DSGE (*Dynamic Stochastic General Equilibrium*). Em termos analíticos, a perda de bem estar econômico foi utilizada como critério de seleção de política econômica, ao passo que os resultados de simulação e de análise empírica puderam ser derivados separadamente em cada variação do modelo devido à dependência dos parâmetros estruturais da economia.

## Referências

- Ball, L.; Mankiw, G. (1994). A sticky-price manifesto. *NBER Working Paper*, No 4677, March.
- Blaug, M. (2006). *Economic Theory in Retrospective*. 5a Ed. Cambridge.
- Bernanke, B.; Blinder, A. (1992). The Federal Funds Rate and the channels of monetary transmission. *American Economic Review*. 82(4): 901-921.
- Bernanke, B.; Gertler, M.; Watson, M. (1997). Systematic monetary policy and the effects of oil price shocks. *Brookings Papers on Economic Activity*. 1: 91-157
- Blanchard O.; N. Kiyotaki (1987). Monopolistic Competition and Effects of Aggregate Demand. *American Economic Review* vol. 77, pp. 647-666.
- Blanchard O.; S. Fischer (1989). *Lectures on Macroeconomics*. The MIT Press. Cambridge, MA.
- Calvo, G. (1983). Staggered price setting in a utility-maximizing framework. *Journal of Monetary Economics* 12, 383–398.
- Friedman, M. (1968). The role of monetary policy. *American Economic Review* 58, 1–17.
- Gali, J. (1992). How well does the IS/LM Model fit post-war U.S. data?. *Quarterly Journal of Economics*. 92: 709-738
- Gali, J. (2008). *Monetary Policy, Inflation and the Business Cycles*. Princeton University Press: Princeton.
- Hansen, A. (1951). Classical, Loanable-Fund, and Keynesian Interest Theories. *Quarterly Journal of Economics*. 65 (3): 429-32.
- Hansen, A. (1953). *A Guide to Keynes*. New York: McGraw-Hill.
- Harrod, R. F. (1937). Mr. Keynes and traditional theory. *Econometrica*, 5:74–86
- Hicks, J. R. (1937). Mr. Keynes and the 'classics': A suggested interpretation. *Econometrica*, 5:147–159.
- Keynes, J. M. (1936). *The General Theory of Unemployment, Interest, and Money*. New York, Harcourt, Brace & Co.
- Kydland, F; Prescott, E. (1977). Rules rather than discretion: The inconsistency of optimal plans. *Journal of Political Economy*. 85: 473-491.
- Kydland, F; Prescott, E. (1982). Time to build and aggregate fluctuations. *Econometrica* 50(6), 1345–1370.
- Lucas, R. (1972). Expectations and the neutrality of money. *Journal of Economic Theory*. 4, 103–124.
- Lucas, R. (1973). Some international evidence on output-inflation tradeoffs. *American Economic Review*. 63, 326–335.
- Lucas, R. (1976). Econometric policy evaluation: a critique. *Carnegie-Rochester Conference Series on Public Policy*. 1, 19–46.
- Lucas, R. (1980). Methods and problems in Business Cycle Theory. *Journal of Money, Credit and Banking*, vol. 12, n.º 4, part 2: Rational Expectations, pp. 696-715.
- Lucas, R. (2013). *Collected Papers on Monetary Theory*. Harvard College.
- Lucas, R.; Sargent, T. (1981). *After keynesian macroeconomics*. In: Rational expectations and econometric practice. Minneapolis: University of Minnesota, (reimpr. do orig. 1978).
- Meade, J. E. (1937). A simplified model of Mr. Keynes' system. *Review of Economic Studies*, 4:98–107.
- Modigliani F. (1944). Liquidity Preference and the Theory of Interest and Money, *Econometrica*, 12 (January): 45-88.
- Muth, J. (1961). Rational Expectations and The Theory of Price Movements. *Econometrica*. Vol. 29, No 3, pp. 315-335.
- Patinkin, D (1948), Relative Prices, Say's Law and the Demand for Money, *Econometrica*, 16 (April):135-154.
- Patinkin, D (1949). Involuntary Unemployment and the Keynesian Supply Function, *Economic Journal*, 59 (September): 360-83.
- Patinkin, D. (1951). The Invalidity of Classical Monetary Theory. *Econometrica*, Vol. 19, No. 2, apr., pp. 134-151.
- Patinkin, D. (1965). *Money, Interest and Prices*. 2 ed., New York, Harper and Row.
- Patinkin, D. (1990). On different interpretations of 'The General Theory'. *Journal of Monetary Economics*, 26:205–243.
- Pigou, A. C. (1937). Real and Money Wage Rates in Relation to Unemployment. *Economic Journal*, Vol. 47, sep., pp.405-422.
- Phillips, A.W. (1958). The Relationship between Unemployment and the Rate of Change of MoneyWages in the United Kingdom 1861–1957. *Economica*. 25 (November): 283–99.
- Sargent, T. (1971). A Note on the Accelerationist Controversy. *Journal of Money, Credit and Banking*. 3 (August): 721–25.
- Sargent, T.; Wallace, N. (1975). Rational Expectations, The Optimal Monetary Instrument and The Optimal Money Supply Rule. *Journal of Political Economy*. 83, pp. 241-254.
- Sargent, T.; Wallace, N. (1976). Rational Expectations and The Theory of Monetary Policy. *Journal of Monetary Economics*. 2, pp. 169-183.
- Sargent, T. (1987). *Macroeconomic Theory*. Academic Press: San Diego.



**Flávio Augusto Corrêa Basílio**  
flaviobasilio@gmail.com

Economista, com mestrado e doutorado em economia. Professor do UDF.



# Os Modelos de Ciclos Reais de Negócios

Roberto Ellery Jr, ECO/FACE/UnB

## 1. Introdução

O objetivo do texto é apresentar a teoria dos ciclos reais de negócios, ou apenas ciclos reais. Esta escola nasceu do trabalho *"Time to Build and Aggregate Fluctuations"* escrito por Kydland e Prescott e publicado em 1982 na revista *Econometrica*. O artigo se propõe a apresentar uma versão modificada do modelo básico de crescimento econômico tal que as propriedades do ciclo gerado pelo novo modelo fossem semelhantes as propriedades do ciclo da economia americana. Mais do que propor uma explicação para o ciclo americano, o trabalho de Kydland e Prescott criava um novo método de análise macroeconômica.

A nova linha de pesquisa era caracterizada por seu método, simulação de modelos agregados com fundamentos microeconômicos, e por sua visão original sobre a origem do ciclo econômico. Segundo a teoria proposta por Kydland e Prescott o ciclo era gerado pelo comportamento de agentes racionais que respondiam a choques de produtividade. Desta forma uma recessão não resultava de uma falha de mercado que levaria a uma situação que não fosse caracterizada como um Equilíbrio de Pareto, como propõem as teorias de origem keynesiana. Também não resultava de erros na formação de expectativas, como proposto pela macroeconomia novo-clássica. A união do método de pesquisa com a explicação peculiar para o ciclo econômico gerou o que ficou conhecido como Teoria dos Ciclos Reais de Negócios, ou como Teoria dos Ciclos em Equilíbrio.

A percepção tradicional de ciclo econômico diz respeito a alternância de períodos de expansão e de recessão do produto, de acordo com esta visão o objetivo de uma teoria dos ciclos seria explicar a natureza destes movimentos bem como as causas de suas persistências. Nesta perspectiva vários economistas tentaram explicar o ciclo a partir da ideia de que os períodos de expansão, caracterizados pelo pleno emprego dos fatores, consistiriam em um equilíbrio, no sentido de que firmas e trabalhadores, estariam atendendo suas regras de maximização de lucros e de satisfação. Nos períodos de recessão as firmas ou os trabalhadores, por algum motivo, seriam impedidos de alcançar esta situação de equilíbrio. Esta visão dos ciclos como resultados de falhas de mercado de que impedem a economia de alcançar um equilíbrio fica clara na seguinte passagem:

"A fourth fundamental objection to Prescott's work is that it ignores the fact that partial breakdowns in the exchange mechanism are almost surely dominant factors in cyclical fluctuations."

Passagem que consta no artigo *"Some Skeptical Observations on Real Business Cycle Theory"* escrito por Lawrence Summers com resposta a outro clássico da literatura de ciclos reais: *"Theory ahead of business cycle measurement"*, escrito por Edward Prescott. Nela fica clara a contraposição entre a visão tradicional do ciclo como decorrência de falhas de mercado e interpretação do ciclo como resultado de um equilíbrio.

Conquanto polêmica, a proposta de que ciclos decorrem de equilíbrios não é uma contribuição da escola de ciclos reais para a teoria econômica. De fato, os macroeconomistas novo-clássicos já tinham uma explicação para ciclos como fenômeno de equilíbrio. Uma explicação típica desta escola é a apresentada por Robert Lucas (1972 e 1973). Segundo este autor os ciclos seriam resultantes do comportamento de agentes otimizadores que não possuem uma informação completa sobre a realidade. Quando os trabalhadores superestimam o valor do salário real tendem a ofertar mais trabalho do que normalmente, o que causaria um período de expansão, a recessão ocorreria quando os trabalhadores subestimam o valor do salário real.

Embora consistente com equilíbrio a visão de ciclos novo-clássica assume uma falha no mecanismo de informação. A grande novidade da escola de ciclos reais é interpretar o ciclo como resultado de equilíbrio mesmo quando os agentes possuem informação completa sobre os choques que atingem a economia. Nesta visão choques de produtividade alteram as restrições dos agentes a cada período e, portanto, alteram suas decisões de consumo e lazer. Uma implicação desta visão é que uma recessão pode ser vista como uma decisão ótima dos agentes, dada a situação da economia.

## 2. O Método na Teoria dos Ciclos Reais

Além de sua explicação peculiar para o fenômeno dos ciclos o trabalho de Kydland e Prescott propõe um novo método para a análise macroeconômica. Uma explicação detalhada sobre as premissas deste método e suas diferenças em relação ao método



tradicional de usar modelos estatísticos para explicar a economia pode ser encontrada em Kydland e Prescott (1991 e 1996).

De acordo com o método de ciclos reais um modelo macroeconômico deve partir de fundamentos de microeconomia e estar estruturado em um ambiente de equilíbrio geral. Mais ainda, o modelo deve ser capaz de conciliar explicações para o crescimento e para o ciclo. Para atingir este objetivo a teoria de ciclos reais parte de uma versão modificada do Modelo de Solow. Neste assume-se uma economia onde o produto,  $Y$ , é produzido de acordo com uma função de produção que exhibe retornos constantes de escala e que usa capital,  $K$ , e trabalho,  $L$ , para produzir um único bem. Além da quantidade de capital e de trabalho o nível de tecnologia,  $Z$ , determina o produto, em geral utiliza-se de uma função Cobb-Douglas do tipo:

$$Y_t = F(K_t, Z_t L_t) = K_t^\alpha (Z_t L_t)^{1-\alpha}$$

No modelo de Solow o consumo,  $C$ , e o investimento,  $I$ , são dados por:

$$I_t = sY_t$$

$$C_t = (1 - s)Y_t$$

Onde,  $s$ , representa a propensão marginal a poupar.

Como trata-se de um modelo de longo prazo, Solow assume a igualdade entre poupança,  $S$ , e investimento, ou seja:

$$I_t = S_t$$

Finalmente Solow supõe uma regra de acumulação de capital do tipo:

$$K_{t+1} = (1 - \delta)K_t + I_t$$

Onde  $\delta$  representa a taxa de depreciação.

Por hipótese o trabalho cresce a uma taxa  $\eta$  e a tecnologia, que aumenta a produtividade do trabalho, cresce a uma taxa  $\gamma$ . Com tais hipóteses é possível mostrar que a economia converge para um caminho de crescimento equilibrado onde  $Y_t$ ,  $K_t$ ,  $I_t$  e  $S_t$  crescem a taxa  $\eta + \gamma$ . Alternativamente pode-se afirmar que, medidas em unidades de eficiência as estas variáveis encontram-se em um estado estacionário.

Ao considerar o Modelo de Solow a teoria de ciclos reais garante que parte de um modelo de crescimento. Para garantir os microfundamentos tornou-se necessário substituir as regras *ad hoc* de decisão sobre consumo e poupança. Seguindo este objetivo a teoria dos ciclos reais supõe que as decisões de consumo e investimento são tomadas por um agente representativo

que busca maximizar seu fluxo de utilidade descontada no tempo, este agente também decide a oferta de trabalho. Tal agente é representado por uma função de utilidade que depende positivamente do consumo e de forma negativa do trabalho.

Desta forma o problema do consumidor representativo é dado por:

$$\max_{c_t, l_t} E \sum_{t=0}^{\infty} \beta^t (1 + \eta)^t u(c_t, 1 - l_t)$$

s. a.  $(1 + \eta)(1 + \gamma)k_{t+1} = (1 - \delta)k_t + i_t$

$$c_t + i_t = r(K_t, L_t)k_t + w(K_t, L_t)l_t$$

$$K_t = (1 - \delta)K_t + I_t$$

Onde  $c_t$  representa o consumo da família,  $l_t$  representa as horas trabalhadas pela família,  $i_t$  é o investimento da família,  $K_t$  representa o estoque de capital da economia,  $L_t$  as horas totais, trabalhadas na economia,  $r_t$  representa a remuneração do capital,  $w_t$  a remuneração do trabalho e  $\beta$  é o fator de desconto.

A firma representativa escolhe capital e trabalho de forma a maximizar lucros, como a economia trabalha em competição perfeita o comportamento das firmas será tal que a produtividade marginal de cada fator será igual a remuneração do fator, ou seja:

$$r(K_t, L_t) = \frac{\partial F(\cdot, \cdot)}{\partial K_t}$$

$$w(K_t, L_t) = \frac{\partial F(\cdot, \cdot)}{\partial L_t}$$

Após definir os problemas do consumidor e da firma ambos são reescritos em termos de programação dinâmica na forma:

$$V(z, k) = \max_{k_{t+1}, l_t} \{u(c_t, 1 - l_t) + \beta(1 + \eta)EV(z_{t+1}, k_{t+1})\}$$

s. a.  $c_t = z_t f(k_t, l_t) + (1 - \delta)k_t - (1 + \eta)(1 + \gamma)k_{t+1}$

$$z_{t+1} = 1 - \rho + \rho z_t + \varepsilon_t, \quad \varepsilon_t \sim N(0, \sigma_\varepsilon^2)$$

Um equilíbrio competitivo recursivo para esta economia consiste em uma função valor  $V(z_t, k_t)$ ; um conjunto de regras de decisão para as famílias  $c(z_t, k_t)$ ,  $l(z_t, k_t)$  e  $i(z_t, k_t)$ ; um conjunto de regras de decisão agregadas  $C(z_t, K_t)$ ,  $L(z_t, K_t)$  e  $I(z_t, K_t)$ ; e funções de preços de fatores  $w(z_t, K_t)$  e  $r(z_t, K_t)$ ; tais que estas funções satisfaçam:

- i. O problema dinâmico das famílias;
- ii. As condições para maximização de lucro das firmas;
- iii. Consistência entre regras agregadas e individuais;
- iv. A restrição de recursos agregada da economia.

Como o modelo estilizado costuma ser não-linear utiliza-se alguma técnica de linearização em torno do estado estacionário. De modo que o modelo encontra uma solução para o produto, o consumo, o trabalho e o investimento da forma:

$$y = \xi_{11}z + \xi_{12}k$$

$$c = \xi_{21}z + \xi_{22}k$$

$$l = \xi_{31}z + \xi_{32}k$$

$$i = \xi_{41}z + \xi_{42}k$$

Onde as variáveis sem subscrito representam desvios do estado estacionário das variáveis originais. As variáveis do lado direito são chamadas variáveis de estado, estas representam a história do modelo e são exógenas, no sentido que o agente representativo as toma como dadas a cada período. O choque de tecnologia,  $z$ , costuma ser representado como um AR(1) que é caracterizado a partir do resíduo de Solow.

Com as equações acima é possível simular o modelo, ou seja, criar séries de tempos consistentes com o modelo. Porém, antes é preciso determinar os valores dos parâmetros  $\xi_{ij}$ . No lugar de recorrer a econometria tradicional os teóricos dos ciclos reais usam um processo conhecido como calibração, técnica que consiste em determinar os valores dos parâmetros de forma a forçar o modelo a reproduzir um conjunto de dados observados na economia que está sendo analisada. Por exemplo, o parâmetro  $\alpha$  da função de produção é determinado de forma a igualar a participação da renda do capital na renda dos fatores.

Como visto acima, do ponto de vista teórico, o uso de microfundaentos caracteriza a idealização dos modelos de ciclos reais. São estes microfundaentos que permitem a tais teóricos qualificar a macroeconomia tradicional como *ad-hoc*. Entretanto cabe questionar o quanto o uso de agentes representativos pode ser considerado como microfundaentos e até que ponto o modelo descrito acima corresponde a ideia de equilíbrio geral.

A primeira crítica aos modelos de agente representativos consiste no fato de que não é possível extrapolar o comportamento de um indivíduo para toda a sociedade. Um dos principais problemas da Economia Política, de Adam Smith a Arrow e Debreu, consiste em entender a coordenação de milhares de indivíduos que se encontram para realizar trocas em um mercado. Como explicitado na passagem de Lawrence Summer, as dificuldades envolvidas em tais encontros podem ser a razão da existência de ciclos. Ao considerar o comportamento de um Robson Crusoe em sua ilha deserta como representativo de uma economia os teóricos de

ciclos reais eliminam esse problema. Esta estratégia pode implicar que o uso formal de microeconomia é perdido devido as circunstâncias em que a formulação é aplicada. Desta forma os tão louvados microfundaentos seriam pouco mais que um simulacro de uma sólida base teórica.

A relativa inconsistência no uso dos fundamentos microeconômicos é refletida na ideia de que os modelos de ciclos reais são modelos de equilíbrio geral. Da mesma forma que os microfundaentos parecem um simulacro, o uso da expressão equilíbrio geral para um modelo de agente representativo só pode ser feito em um contexto altamente idealizado. O problema torna-se mais grave quando considera-se os resultados obtidos por Sonnenschein (1973 e 1974), Mantel (1974 e 1976), Debreu (1974) e Mas-Collel (1977) segundo o qual em uma economia com agentes bem-comportados as únicas restrições impostas à função de excesso de demanda agregada são que ela deve ser contínua, homogênea de grau zero nos preços e satisfazer a Lei de Walras. Mais grave, qualquer função que satisfaça estas condições pode ser uma função de excesso de demanda agregada de uma economia com agentes bem comportados.

### 3. Avaliação dos Modelos de Ciclos Reais

Antes de discutir como avaliar os modelos de ciclos reais é preciso determinar o que eles pretendem explicar. A visão geral de que o ciclo corresponde a períodos de expansão e recessão que se alternam não é a idealizada pelos teóricos dos ciclos reais. Como o ciclo decorre de resposta ótimas de agentes racionais a choques exógenos de produtividade não existe muito o que explicar sobre expansões e recessões.

Entretanto, como as flutuações do produto estão relacionadas a flutuações de outras variáveis existe uma necessidade de explicar como ocorrem os movimentos conjuntos das diversas variáveis macroeconômicas. Essa é a perspectiva da escola de ciclos reais, tal perspectiva recorre a definição de ciclos proposta por Mitchel em 1946 tal como citada em Diebold e Rudebusch (1999):

“A cycle consists of expansions occurring at about the same time in many economic activities, followed by similar general recessions, contractions, and revivals which merge into the expansion phase of the next cycle; this sequence of changes is recurrent but not periodic; in duration business cycles vary from more than one year to ten or twelve years; they are not divisible into shorter cycles of similar character with amplitudes approximating their own.”

Como o objetivo da escola de ciclos reais é explicar os movimentos conjuntos das variáveis macroeconômica, é nessa perspectiva que se testa um modelo de ciclos reais. Em geral costuma-se comparar os segundos

momentos das séries geradas pelo modelo com os das séries observadas na economia que está sendo estudada. Claro está que a capacidade de reproduzir fatos observados não é suficiente para credenciar um modelo como verdadeiro, porém trata-se de um teste pelo qual todos os modelos devem passar.

Um ponto importante a se notar é que a avaliação dos modelos de ciclos reais não é necessariamente baseada em estatísticas formais, até porque em alguns casos os dados encontrados não correspondem a variável do modelo, este ponto é extensamente discutido em Prescott (1986). Na falta de estatísticas formais, o critério de aceitação de um modelo passa a ser sua capacidade de reproduzir os fatos da economia real. Um exemplo de como funciona a validação de modelos de ciclos reais está na questão do comportamento cíclico dos salários reais. Os modelos ciclos reais sugerem que o salário real deve ser pró-cíclico. O choque de oferta desloca para cima a função de produção, o que causa um aumento no produto, ao mesmo tempo o salário real, determinado pela produtividade marginal do trabalho, tenderia a subir. Esta sugestão é inversa ao previsto nos modelos de demanda (monetristas e keynesianos), neles um choque monetário expande a demanda agregada de forma a aumentar a demanda por trabalho, este faria com que mais trabalhadores fossem contratados, reduzindo a produtividade marginal de trabalho e, conseqüentemente, o salário real.

Outro exemplo de como avaliar modelos de ciclos reais é a evolução da hipótese de trabalho indivisível, proposta em Hansen (1995). Um problema reconhecido no modelo básico de crescimento descrito anteriormente era que a volatilidade das horas trabalhadas era muito baixa quando comparada com a economia americana. Para resolver este problema foi utilizada uma especificação onde indivíduos trabalham oito horas ou nada, a nova especificação aumentou a volatilidade das horas trabalhadas na economia artificial e acabou sendo incorporada ao modelo de ciclos reais.

O método de validação dos modelos de ciclos reais gerou várias polêmicas. A ausência de estatísticas formais fez com que muitos dos resultados da escola dos ciclos reais fossem questionados por outras escolas, particularmente pelos econometristas. O fato de que constantemente os autores de ciclos reais apontam para inconsistência entre medida e teoria apenas agravou esta situação. Para atender a esta crítica, novos testes foram desenvolvidos para avaliar a adequabilidade de um modelo de ciclos reais. Estes consistiam em testar as restrições do modelo, testar a capacidade do modelo reproduzir resultados de outras economias artificiais e testar os mecanismos de propagação dos

choques no modelo. Muitos dos resultados destes novos testes colocam em cheque a capacidade dos modelos de ciclos reais reproduzirem a realidade.

#### 4. Considerações Finais

Os modelos de ciclos reais ao propor que choques de oferta são a principal força causadora do ciclo econômica apresentaram uma conjuntura ousada para análise macroeconômica. Tal conjuntura foi desafiada em análises posteriores e, apesar de não ter sido abandonada, foi relativizada em modelos que incorporaram imperfeições de mercado no modelo de ciclos reais. A nova geração de modelos ao incorporar questões como rigidez de preços, assimetria de informação, poder de mercado, informação incompleta e outras características ausentes no hoje chamado modelo básico de ciclos reais tornou o modelo mais aplicável a questões de macroeconomia aplicadas tais como avaliar os efeitos das políticas monetárias e fiscais. Porém, as mesmas modificações que transformaram o antigo modelo de ciclos reais nos atuais modelos estocásticos de equilíbrio geral dinâmico (DSGE, do inglês: dynamic stochastic general equilibrium) retiraram a força da conjectura ousada original e reduziram as possibilidades de falseabilidade do modelo. Os atuais modelos DSGE apresentam uma grande variedade de possíveis causas para o ciclo econômico, inclusive os choques de oferta, e, não raro, incorporam uma série de restrições *ad-hoc* negando a proposta original da teoria dos ciclos reais. Sendo me parece justo afirmar que os modelos DSGE são herdeiros do método da teoria de ciclos reais, porém não seguiram a proposta original da teoria dos ciclos reais como paradigma para macroeconomia.

Outra linha de pesquisa que seguiu a proposta da teoria dos ciclos reais tanto nas aplicações do método quanto no uso de modelos simples sem restrições *ad-hoc* é conhecida como *business cycle accounting*. A questão central desta linha de pesquisa é avaliar o quanto de distorção ou *wedges* deve ser colocada no modelo básico de ciclos reais para que seja possível reproduzir exatamente o ciclo econômico de uma dada economia. A referência principal para essa linha de pesquisa é Chari, Kehoe e McGrattan (2007).

Finalmente há um esforço de usar o modelo de ciclo reais para avaliar episódios específicos de uma determinada economia. No lugar de um choque gerado por simulação estocástica o modelo é alimentado com choques que ocorreram em um determinado período de tempo. O texto seminal para esta linha de pesquisa é Cole e Ohanian (2004), vários trabalhos usando a mesma abordagem estão no livro "Great Depressions of the Twentieth Century" editado pelo Edward Prescott e pelo Timothy Kehoe.

## 5. Referências

- Chari, V. V., Patrick J. Kehoe and Ellen R. McGrattan (2007). Business Cycle Accounting. *Econometrica*. May 2007.
- Cole, Harold and Lee Ohanian (2004). New Deal Policies and the Persistence of the Great Depression: A General Equilibrium Analysis. *Journal of Political Economy*, v.112(4).
- Cooley, Thomas F. and Edward C. Prescott. (1995). *Economic growth and business cycles*. Em: Thomas F. Cooley (ed.) **Frontiers of Business Cycle Research**. Princeton, Princeton University Press.
- Debreu, Gerard (1974). Excess demand functions. *Journal of Mathematical Economics*, 1 (1), pp. 15 – 23.
- Diebold, Francis X. and R. Rudebusch. (1999). **Business Cycles): Dynamics, Duration and Forecasting**. Princeton, Princeton University Press.
- Hansen, Gary D. (1985). Indivisible labor and the business cycles. *Journal of Monetary Economics*, 16, November, pp. 309 – 327.
- Hansen, Gary D. and Edward C. Prescott. (1995). *Recursive methods for computing equilibria of business cycle models*. Em: Thomas F. Cooley (ed.). **Frontiers of Business Cycle Research**. Princeton, Princeton University Press.
- Hartley, James E., Kevin D. Hoover e Kevin D. Salyer. (1998). *The limits of business cycle research*. Em: James E. Hartley, Kevin D. Hoover e Kevin D. Salyer (ed.) **Real Business Cycle: A Reader**. Londres, Routledge.
- Kehoe, Timothy and Edward Prescott (org). **Great Depressions of the Twentieth Century**. Federal Reserve Bank of Minneapolis, 2004.
- Kydland, Finn E. and Edward C. Prescott. (1982). Time to build and aggregate fluctuations. *Econometrica*, 50 (6), November, pp. 1345--1369.
- Kydland, Finn E. and Edward C. Prescott. (1991). The econometrics of the general equilibrium approach to business cycles. *Scandinavian Journal of Economics*, 93 (2), pp. 161 – 178.
- Kydland, Finn E. and Edward C. Prescott. (1996). The computational experiment: an econometric tool. *Journal of Economic Perspectives*, Winter, 10 (1), pp. 69 – 86.
- Lucas, Robert E. (1972). Expectations and the neutrality of money. *Journal of Economic Theory*, 4 (2), April, pp. 103 – 124.
- Lucas, Robert E. (1973). Some output-inflation tradeoffs. *American Economic Review*, 63 (3), June, pp. 326 – 334.
- Mantel, R. (1974). On the characterization of aggregate excess demand. *Journal of Economic Theory*, 7 (3), pp. 348 – 353.
- Mantel, R. (1976). Homothetic preferences and the community excess demand functions. *Journal of Economic Theory*, 12 (2), pp. 197 – 201.
- Mas-Collel, A. (1977). On the equilibrium price set of an exchange economy. *Journal of Mathematical Economics*, 4 (2), pp. 117 – 126.
- Prescott, Edward C. (1986). Theory ahead of business cycle measurement." *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 10 (4), Fall, pp. 9 – 22.
- Sonnenschein, Hugo (1973). Do Walra's Law and continuity characterize the class of community excess demand functions? *Journal of Economic Theory*, 6 (4), pp. 345 – 354.
- Sonnenschein, Hugo (1974). Market excess demand functions. *Econometrica*, 40 (3), pp. 549 – 563.
- Summers, Lawrence H. (1986). Some skeptical observations on real business cycle theory. *Federal Reserve Bank of Minneapolis Quarterly Review*, 10 (4), Fall, pp. 23 – 27.



**Roberto Ellery**  
ellery@unb.br

Doutor em Economia. Professor da Faculdade de Administração, Contabilidade e Economia da Universidade de Brasília (FACE/UnB).



# Dilma Rousseff I: Tudo, menos desenvolvimentismo

Fernando Ferrari Filho

Marco Flávio Resende

Observando alguns dos principais indicadores da economia brasileira entre 2011 e 2014 – indicadores estes que, diga-se de passagem, balizam as expectativas dos agentes econômicos para as tomadas de decisões – constata-se que a *performance* econômica do primeiro mandato de Dilma Rousseff foi ruim e preocupante: a inflação média foi da ordem de 6,2% ao ano, bem como nos últimos anos ela se aproximou do limite superior da meta, qual seja, 6,5%; o crescimento médio anual do PIB foi de aproximadamente 2,1%, sendo que, além da sua dinâmica *à la stop-and-go*, em 2014 houve estagnação da atividade econômica, especialmente do setor industrial; o saldo da balança comercial deteriorou-se significativamente – em 2011 houve um superávit de US\$ 29,8 bilhões, ao passo que em 2014 tivemos um déficit de US\$ 3,9 bilhões –, bem como as transações correntes acumularam, ao longo do período, um déficit de US\$ 279,1 bilhões; e os resultados fiscais primários, em relação ao PIB, foram reduzidos de 3,1%, em 2011, para - 0,6% em 2014.

É importante ressaltar que o primeiro governo Dilma Rousseff foi marcado pela deterioração do cenário econômico internacional<sup>1</sup> devido à crise do Euro, à lenta recuperação norte-americana e à desaceleração dos países emergentes.

Diante dos referidos indicadores, alguns economistas têm argumentado que eles são consequências das políticas econômicas desenvolvimentistas implementadas pelas Autoridades Econômicas (AE) no primeiro governo de Dilma Rousseff. Será? Em nosso ponto de vista, as políticas econômicas articuladas entre 2011 e 2014 podem ter sido tudo, **menos** desenvolvimentistas. Por quê? Vejamos nossos argumentos.

Primeiro, porque políticas econômicas desenvolvimentistas estão alicerçadas nos seguintes princípios: (i) a política fiscal deve ser operacionalizada de forma contracíclica, estimulando a atividade econômica quando a conjuntura exigir, mas respeitando o equilíbrio intertemporal das contas públicas; (ii) a política monetária tem que ter um duplo mandato: controlar a inflação e dinamizar a atividade econômica; (iii) a taxa de câmbio não deve ser usada como instrumento de controle de preços (através da apreciação cambial), mas, sim, como categoria real que regula os preços relativos (*tradables vis-à-vis non-tradables*), bem como deve estimular a competitividade do produto; (iv) os salários devem crescer ao mesmo ritmo da produtividade do trabalho para evitar a inflação de custos e a perda de

competitividade do produto nacional; e (v) políticas de distribuição da renda devem ser incentivadas e implementadas, pois estimulam o consumo, a produção e o emprego, além de compensar a tendência à concentração da renda inerente às economias de mercado.

Segundo, porque o Governo cometeu sérios equívocos na condução da política econômica: (i) houve uma acentuada volatilidade das políticas monetária – por exemplo, a taxa Selic anual variou de 10,75% em janeiro de 2011, para 7,25% ao ano em dezembro de 2012 e para uma taxa anualizada de 11,75% em dezembro de 2014 – e cambial (a taxa de câmbio oscilou abruptamente porque ora as AE realizaram *swaps* cambiais e aumentaram o IOF sobre operações de câmbio, ora elas deixaram o mercado “ajustar-se”); (ii) as taxas de juros de crédito ao consumidor, pelo menos aquelas determinadas pelas instituições financeiras públicas, foram “voluntariosamente” reduzidas; (iii) os incentivos fiscais e creditícios foram direcionados para setores que possuem poder de “persuasão” junto às instâncias federais; (iv) a maioria das medidas econômicas articuladas direcionou-se para o estímulo ao consumo e não necessariamente ao investimento (nesse particular, não é demais registrar que as taxas médias anuais de crescimento do consumo privado e do investimento foram, respectivamente, 3,1% e 1,8%); e (v) tomou ações extemporâneas, tais como intervenções nos setores energético e de combustíveis para forçar a queda dos preços finais desses segmentos.

Em suma, na prática, a política econômica e as ações das AE entre 2011 e 2014 foram mais voluntárias e populistas do que desenvolvimentistas.

Diante deste quadro, pergunta-se: o que fazer para que a economia brasileira possa, efetivamente, alcançar uma situação de estabilização macroeconômica, entendida como inflação sob controle, crescimento econômico sustentável e equilíbrios fiscal e externo, em um regime de inclusão social e distribuição de renda, características essenciais dos modelos desenvolvimentistas?

Analisando-se a política macroeconômica (fiscal, monetária, cambial e salarial), esta deve ser articulada de forma a dinamizar o investimento privado e a demanda agregada. Em outras palavras, as referidas políticas, operacionalizadas **coerentemente** pelas AE, são condições imprescindíveis para a criação de um “ambiente institucional” favorável à tomada de decisão de gastos dos

<sup>1</sup> Segundo dados do IMF (2015), a taxa de crescimento médio da economia mundial caiu de 5,1% em 2010, para 3,8% em 2011, 3,3% em 2012, 3,1% em 2013 e 3,1% em 2014.

empreendedores (FERRARI FILHO e CONCEIÇÃO, 2005).

Mas especificamente:

- A política cambial deve aproveitar a desvalorização recente do *real* e ser **administrada** de forma a manter a taxa de câmbio nominal acima de R\$ 3,00 para cada US\$ 1,00. Para tanto, controles de capitais (como o aumento do IOF) para inibir a apreciação cambial que decorre do diferencial de juros interno e externo são necessários. É importante ressaltar que uma taxa de câmbio competitiva é importante para evitar que estímulos ao crescimento do consumo acabem vazando para o exterior. Nesse particular, Ferrari Filho e Paula (2012) propõem a criação de um Fundo de Estabilização Cambial, a ser utilizado pelo Tesouro Nacional para comprar e vender divisas com vistas a influenciar a taxa de câmbio real efetiva (TCRE). Ademais, o câmbio nominal deve acompanhar o diferencial de inflação interna-externa para estabilizar a TCRE, pois a volatilidade do câmbio enseja incerteza (nos exportadores e nos produtores nacionais que competem com o importado) quanto ao retorno esperado do investimento, e, ao mesmo tempo, não aponta o rumo a ser seguido, prejudicando a coordenação das estratégias de investimento privado, em particular na indústria.
- A política fiscal deve ser implementada de forma contracíclica e atendendo o princípio de responsabilidade fiscal, qual seja, procurar estabilizar a relação dívida pública/PIB, ensejando a solvência intertemporal das contas públicas e a confiança do investidor. Não é demais mencionar que o ajuste fiscal é mais profícuo se feito sobre aumento da receita, ao invés de cortar o investimento público, uma vez que este possui alto efeito multiplicador de renda e emprego. Não se trata de cobrar mais imposto das empresas, mas, sim, daqueles que concentram renda e riqueza; isto é, aumento das alíquotas de impostos sobre herança, renda e grandes fortunas, como é feito nos países desenvolvidos, tornando, assim, nossa estrutura tributária mais progressiva.
- A política monetária deve ser orientada não somente para controlar a inflação, quando essa for de demanda, mas ser sensível à dinâmica da atividade econômica. Em outras palavras, ao Banco Central deve ser dado um mandato mais amplo que a presente concentração única na estabilidade de preços. Nesse particular, Sumner (2014) apresenta uma interessante proposta de política monetária que não seja operacionalizada unicamente em conformidade com o regime de metas de inflação, mas, sim, em um contexto que incorpore também metas de crescimento do PIB nominal. Ademais, esta é a estrutura de política monetária adotada pelo *FED* dos Estados Unidos, e em outros países. Por fim, deve-se avaliar a pertinência de se adotar medidas macroprudenciais para mitigar riscos financeiros e de uma expansão desenfreada do crédito.

- A política salarial não deve permitir o crescimento dos salários acima dos ganhos de produtividade do trabalho, bem como a estabilidade de preços, necessária para evitar a deterioração do poder de compra do trabalhador, deve ser obtida com uma política ampla de combate à inflação, incluindo política de rendas (definição de regras de salário mínimo, negociação salarial em geral etc.), revisão dos resquícios de indexação da economia e redefinição de regras de reajustes de preços administrados, tais como planos de saúde. Ademais, programas sociais, entre os quais o Bolsa Família, são importantes para reduzir o contingente populacional que se encontra abaixo da linha da pobreza e propiciar a redução da desigualdade da renda.

Em suma, a coordenação das expectativas por meio das políticas fiscal, monetária, cambial e salarial, por parte do Governo, é vital num mundo onde o empreendedor precisa estar confiante, uma vez que esse é sempre muito arisco ao menor sinal de possibilidade de perdas da sua riqueza. Isto significa que tais políticas têm que ser **coerentes** entre si, **coordenadas** e **estáveis** ao longo do tempo, o que foi contrário ao que se verificou no primeiro governo de Dilma Rousseff, caracterizado pela falta de clareza das políticas macroeconômicas implementadas ao sabor das mais variadas pressões e marcadas pelos voluntarismo e incoerência.

## Referências

Ferrari Filho, F.; Conceição, O.A. (2005). "The concept of uncertainty in post Keynesian theory and in Institutional Economics". *Journal of Economic Issues*, 39(3):579-594, September.

Ferrari Filho, F.; Paula, L.F. (2012). "Avaliação do regime cambial brasileiro pós-1999: análise crítica e prospectiva". In: Oreiro, J.L.; Paula, L.F.; Basílio, F. (orgs.). *Macroeconomia do Desenvolvimento: ensaios sobre restrição externa, financiamento e política macroeconômica*. Recife: Editora da UFPE.

International Monetary Fund (IMF) (2015). *Data and Statistics*. <http://www.imf.org>, acessado em 19 de maio.

Sumner, S.B. (2014). "Nominal GDP targeting: a simple rule to improve Fed performance". *Cato Journal*, 34 (2): 315-337, Spring-Summer.



**Fernando Ferrari Filho**  
ferrari@ufrgs.br

Professor Titular da UFRGS  
e Pesquisador do CNPq.



**Marco Flávio Resende**  
resende@cedeplar.ufmg.br

Professor Associado da UFMG  
e Pesquisador do CNPq.

# ARTIGO

## O início dos Fundos de Pensão no Brasil – uma reavaliação histórica do papel de Mário Henrique Simonsen e de Paulo Roberto Lemos<sup>1</sup>

**José Roberto Novaes de Almeida**

Boa parte dos especialistas em fundos de pensão acredita que os fundos de pensão foram criados pelos técnicos da Superintendência de Seguros Privados (Susep) com a determinação política do ministro de Indústria e Comércio, a quem estavam subordinados. Não foi bem assim e o propósito deste artigo é tornar claro que os fundos de pensão foram criados por Paulo Roberto Lemos com a determinação política de Mário Henrique Simonsen.

Paulo Roberto Lemos, subchefe da Assessoria Econômica de Mário Henrique Simonsen, ministro da Fazenda de Geisel a partir de 16.3.74, tinha uma preocupação que poucos tinham à época: disciplinar os montepios e outras instituições de previdência privada, e criar regras claras para estimular a poupança interna. Sua preocupação era partilhada por Augusto Jefferson Lemos, seu irmão e então chefe da Assessoria Econômica de Simonsen e pelo próprio Simonsen. Paulo Roberto Lemos que via também os riscos para a poupança popular com montepios inteiramente livres sem nenhuma regulamentação à época.

Desde o início da década de 60 os montepios se aproveitaram da inexistência de regulamentação da previdência privada e prometiam mundos e fundos a um público ingênuo, preocupado com aposentadoria e pensões, em uma época em que havia profunda desconfiança pública da previdência oficial à manutenção do valor real dos benefícios, quando boa parte da população não tinha acesso algum à previdência social e onde praticamente inexistiam títulos financeiros de renda fixa de longo prazo para abrigar as poupanças privadas. Os montepios eram originalmente instituições filantrópicas, semioficiais, existentes

principalmente nos meios militares, com objetivo de complementar a então baixa aposentadoria e pensões dos segurados, mas na década de 60 extravasaram seu caráter de instituições fechadas a um grupo restrito de participantes e passaram a captar recursos junto ao público que os acolheu muito bem: afinal os militares tinham boa reputação de integridade e elevado prestígio. Montepios civis aproveitaram-se da liberalidade e se lançaram também no mercado para captar poupanças sem pedir autorização ao poder público e sem qualquer fiscalização oficial.

Mas os excessos dos montepios quando se tornaram instituições abertas ao público vieram rapidamente em publicidade, feita sem nenhuma restrição dos poderes públicos. Por exemplo, os montepios extrapolavam a elevada taxa de inflação do ano (34% em 1974) para 30 anos e faziam publicidade de uma complementação à aposentadoria oficial, baseada nesta taxa acumulada, o que dava cifras astronômicas para daqui a 30 anos. Somente na letra miúda do contrato, não mencionado na publicidade, era dito que o benefício seria pago se a rentabilidade do montepio assim permitisse e que os valores estavam expressos em moeda inflacionada. Outra forma habitual de publicidade enganosa era prometer uma aposentadoria para daqui a 30 anos no valor equivalente ao salário de um coronel, em uma época em que os militares tinham salários elevados: também na letra miúda era dito que este compromisso iria depender da rentabilidade futura. Eram óbvias as armadilhas, mas os governos tinham receio de regular o assunto, dado a forçar a política dos montepios, dirigidos por pessoas de elevado prestígio e de aparente alta integridade. Não havia fiscalização alguma, ninguém

<sup>1</sup> Paulo Roberto Lemos deu várias contribuições factuais sobre uma versão preliminar deste artigo, em abril de 2010. Esta redação final é baseada em documentos esparsos guardados pelo autor, atualmente pesquisador sênior e professor do Departamento de Economia da Universidade de Brasília, que é responsável pelos erros restantes.



no governo aprovava ou desaprovava os planos previdenciários. Era tudo uma arapuca gigantesca.

A Superintendência de Seguros Privados (Susep) então subordinada ao Ministério de Indústria e Comércio, era o órgão naturalmente responsável pela previdência privada, mas não tinha pessoal técnico (na época somente tinha um único atuário em seus quadros), nem fiscais, nem poderes legais para coibir os montepios.

O único lugar no Brasil em 1974 que estudava poupanças financeiras e previdência privada, mas estritamente do ponto de vista macroeconômico, no início da década de 70 era o Departamento Econômico (Depec) da Superintendência da Moeda e do Crédito (Sumoc), a autarquia criada por Vargas para preparar a criação do Banco Central em 1945, e foi para lá que Paulo Roberto procurou ajuda.

A análise de fluxos e de poupanças financeiras é uma tarefa fundamental em bancos centrais e desde 1955 o assunto era estudado na Sumoc, muito embora legalmente a instituição não tivesse autoridade legal sobre a previdência privada, cujo conceito era inclusive inexistente à época.

A Sumoc começou a publicar informações estatísticas sobre poupanças financeiras, mensalmente no *Boletim da Superintendência da Moeda e do Crédito*, fundado por Prudente de Moraes Neto, diretor-executivo da Sumoc, desde o seu número 1, de setembro de 1955. Sintomaticamente de sua importância, a primeira tabela da publicação era o “Quadro 1. 1 – **Poupanças financeiras realizadas através do Sistema Financeiro**”. Pela tradição oral do Departamento, onde trabalhei a partir de 1964, sei que a tabela foi criada por Eduardo Gomes da Silveira, Jr. e por Basílio Martins que viriam a chefiar o Departamento entre 5.5.64 e 16. 4.68 e 17.4.68 a 14.1.74, respectivamente. A tabela era simplesmente a variação de saldos entre duas datas de outra tabela do *Boletim*, o “Quadro 1. 2 - **Balancete consolidado do sistema financeiro**” definido então como o sistema bancário comercial, Banco do Brasil, companhias de capitalização, caixas econômicas federais e estaduais e institutos de previdência oficiais. Destacavam-se entre as poupanças financeiras as **poupanças compulsórias**, compreendendo os recursos em moeda nacional decorrentes do controle do sistema cambial, as reservas técnicas dos institutos de previdência, adicional do imposto renda e depósitos especiais no BNDE.

Em 1955, quando as estatísticas financeiras começaram a ser compiladas de maneira regular, as poupanças compulsórias eram equivalentes a 33% dos Cr\$ 88 bilhões de poupanças brutas, volume assustador e que bem dizia da ingerência do Estado na economia o que preocupava os governos interessados

no desenvolvimento da poupança privada. A tabela de poupanças financeiras era complexa em demasia e poucos economistas conseguiam entendê-lo fora da Sumoc. Com o tempo o quadro ficou ainda mais complexo, mudou de número no novo *Boletim do Banco Central do Brasil* para I, 32 e acabou sendo suspenso em março de 1969, em que o último ano com dados calculados foi o de 1967.

A razão principal da suspensão da publicação era a complexidade crescente do sistema financeiro, com o aparecimento das sociedades de crédito, financiamento e investimentos (chamadas de “financeiras”), oficializadas em 1959, bancos de investimentos, criados em 1965, bancos de desenvolvimento estaduais, sistema financeiro habitacional, inclusive o Banco Nacional da Habitação, montepios, etc. sem planos de contas padrões, o que impossibilitava a consolidação precisa, já que quase tudo estava também fora da fiscalização do Banco Central.

Os economistas do Depec continuaram, no entanto a estudar as poupanças financeiras muito embora nada fosse publicado e a conclusão era clara: havia uma forte transferência da poupança do setor privado para o setor público. A inexistência de um balancete completo e consolidado do sistema financeiro a partir de 1967 causava um tremendo mal estar aos economistas do Banco que tinham se contentar somente com balançetes consolidados mais simples, como a dos bancos comerciais e das autoridades monetárias (compreendendo o Banco do Brasil e o Banco Central).

Em 1974, encontrava-me na chefia da Divisão de Estudos do Sistema Financeiro Não-Monetário (Difin), do Departamento Econômico do Banco Central com funções de produzir estatísticas e analisar as instituições financeiras, exceto os bancos comerciais, do sistema financeiro brasileiro, com ênfase em crédito e na formação de poupanças financeiras. Reintroduzi, após um curto debate interno em 1973-74, em fevereiro de 1975, o quadro de Eduardo Gomes e de Basílio Martins, de maneira muito simplificada, como “Quadro I. 41 - **Poupança Financeira Bruta Nacional**” com dados retroativos a 1964, A “Nota de introdução” do *Boletim* alertava os leitores que o quadro não era um balancete consolidado, pela impossibilidade de se determinar as relações entre as instituições financeiras, mas apesar disso ficou claro publicamente o que já sabíamos no Depec, qual seja a importância das poupanças compulsórias no Brasil, definidas na época de maneira simplificada como os recursos do FGTS, o PIS e do Pasep e da transferência sistemática desses recursos para o controle do governo. Nossos dados foram discutidos e analisados extensivamente na imprensa especializada particularmente pela revista *Visão*, que via alarmada



o abocanhamento crescente do Estado das poupanças brutas privadas. A tabela foi publicada por vários anos, ao menos até março de 1977, quando então foi suspenso.

Em agosto de 1974, publiquei em *Conjuntura Econômica*, da Fundação Getúlio Vargas, revista em que colaborava frequentemente, o artigo “Fundos de Pensão – Novos Aspectos”, que trouxe pela primeira vez no Brasil a experiência de outros países, particularmente a britânica. Foi possível ver como instituições da espécie poderiam favorecer o desenvolvimento econômico. Na época, o Instituto Brasileiro de Mercado de Capitais, Ibmecc, instituição de estudos na Bolsa de Valores do Rio, realizou um seminário sobre fundos de pensão e poupança onde tive oportunidade de conhecer Moisés Glatt, da Escola de Pós Graduação em Economia, da FGV, um reconhecido profundo conhecedor do mercado de capitais brasileiro. Moisés tinha lido meu artigo e apresentou-me na oportunidade Paulo Roberto Lemos que como ele estava interessado em fundos de pensão. Moisés enfatizava continuamente para Simonsen, seu velho amigo e mentor a necessidade de se regular os fundos de pensão e evitar as fraudes existentes. Se não fosse feito nada em pouco tempo a incipiente previdência privada brasileira estaria irremediavelmente desmoralizado com repercussão desconhecida, mas claramente negativa, para o desenvolvimento brasileiro. Moisés teve, portanto um papel fundamental em manter Simonsen ativo no assunto.

Foi Paulo Roberto Lemos, com minha ajuda, que preparou o texto do discurso de Simonsen no I Seminário de Previdência Privada, promovido pelo Instituto de Organização Racional do Trabalho (IDORT) em 29 e 30 de agosto de 1974, em São Paulo. Foi ali, pela primeira vez, que o País foi informado que o governo iria regular o assunto, o que era quase um tabu devido à presença de militares da reserva e reformados nos montepios. Foi ele também que preparou sozinho, em nome de Simonsen a Exposição de Motivos no. 374, de 5.9.74, assinada pelos ministros de Indústria e Comércio e o da Previdência Social, nominalmente os responsáveis pela matéria, propondo ao Presidente da República a formação de um grupo de trabalho interministerial (GT) para elaborar um anteprojeto de lei sobre previdência Privada. A partir daí, a impressão, errada na verdade, é que o assunto era do âmbito dos citados ministérios e não no âmbito do Ministério da Fazenda, como de fato ocorreu. Na verdade, Paulo disse-me ter ido pessoalmente aos gabinetes dos citados ministros, em nome de Simonsen, para solicitar suas assinaturas para a Exposição de Motivos. A ideia do GT tinha sido exclusivamente dele e foi com o GT que paulatinamente discutiu-se o assunto nos meios oficiais.

Em 1974, com a decisão de se regular os montepios, era necessário antes de tudo ter uma ideia

do tamanho dos montepios. E aí que a experiência do Departamento Econômico do Banco era importante. A pedido de Augusto Jefferson Lemos, chefe da Assessoria de Simonsen, o Banco Central, por suas delegacias, coletou informações dos montepios e fundos de pensão e pela primeira vez pôde-se ter uma ideia do tamanho, das contribuições e dos benefícios dos montepios. A consolidação dos balancetes gerou um “Estudo Depec/Difin”, elaborado pela divisão que chefiava – realizado, como todos os estudos técnicos do Banco, com absoluto rigor técnico e isenção política – que foi distribuído largamente nos meios oficiais. A situação era assustadora: havia mais de 400 montepios com patrimônio elevadíssimo, disputando as poupanças populares com planos mirabolantes. Infelizmente não guardei uma cópia do citado estudo e minhas tentativas de recuperar um exemplar nos arquivos do Departamento Econômico e do Banco quando fui diretor do Banco em 1993 também não tiveram êxito.

Imediatamente após o seminário do IDORT e da Exposição de Motivos no. 374 Simonsen começou a receber pressões para esquecer o assunto, principalmente dos próprios montepios, pressões que ele simplesmente ignorava e apenas as mencionava para Paulo Roberto Lemos, pedindo para tocar o assunto com o devido rigor técnico, recebendo as sugestões de outros ministérios e dos fundos de pensão das estatais já existentes.

Embora a discussão dos fundos de pensão (sabíamos que era um falso cognato de *pension fund* americano, principalmente porque seria uma pessoa jurídica e não uma conta nos livros do empregador, mas nosso substituto “entidade de previdência privada” revelou-se pedante demais e simplesmente não colou no mercado) fosse no Ministério da Fazenda e no Banco Central, o assunto era de responsabilidade formal da Superintendência de Seguros Privados (Susep), então subordinado ao Ministério de Indústria e Comércio que, portanto deveria dirigir o Grupo de Trabalho.

O GT dos fundos de pensão foi chefiado com sapiência e calma pelo superintendente da Susep, Alpheu Amaral, e contava com representantes oficiais dos diversos ministérios interessados e como representantes oficiais o presidente da Caixa de Previdência do Banco do Brasil, Hilton van der Linder e do presidente da Petros, Caetano Gentil, dois dos poucos fundos de pensão estatais existentes. Paulo Roberto Lemos era o representante do Ministério da Fazenda e eu o auxiliava, como representante do Banco Central, mas não era formalmente membro do GT já que o Banco Central, subordinado ao Ministério da Fazenda, não tinha nível ministerial e não podia fazer do GT. Paulo Roberto Lemos era a alma do GT, dirimindo dúvidas, estabelecendo as linhas mestres,

aceitando e recusando sugestões, tornando claro que o Ministério da Fazenda tinha interesse e urgência no assunto. Não esmorecia diante das dificuldades e dos constantes pedidos de adiamento que alguns membros do GT propunham. As ideias revolucionárias que Paulo e eu tínhamos sobre os fundos foram temperadas pela prática e bom senso de Van der Lindem. As atas do GT eram redigidas por Alpheu com esmero, precisão, muito bom português, com elegância; ainda por cima eram datilografadas pelo pessoal da Susep com um cuidado bem acima do que estava acostumado a ver no Banco Tentei mais tarde recuperá-las quando fui diretor do Banco Central em 1993, mas não as consegui e mais tarde, um amigo e colega do Banco, Antonio Caetano Filho, quando diretor da Susep também ali não obteve sucesso.

O GT teve muita sorte por contar com a recente discussão e exaustiva experiência americana. O Congresso americano tinha debatido os fundos de pensão por quase 10 anos e finalmente aprovara também em 1974 a lei básica dos fundos, a *Erisa – Employee Retirement Income Security Act*. Com os bons ofícios e a boa vontade do adido do Tesouro EUA na Embaixada Americana, Ciro di Falco, que viu imediatamente a importância de se regular a previdência privada no Brasil, conseguiu-se um exemplar dos estudos, de domínio público, do Congresso americano: eram mais de 10 volumes em uma letra miudinha, com milhares de páginas, que continham o depoimento dos economistas, de banqueiros, de especialistas de seguros, de previdência, de empresas e de dirigentes de sindicatos, além de cópia dos debates no Congresso. Eu próprio li e estudei o assunto nos dois volumes conclusivos, quando prestei cuidadosa atenção aos depoimentos dos economistas especializados em poupança e investimento. A pedido de Paulo os técnicos do Ministério da Fazenda, particularmente os da área fiscal, debruçaram-se também sobre os dez volumes. Fizemos um levantamento da situação e verificamos, com certa surpresa, que os problemas americanos eram em tudo similares aos nossos, como Paulo mais de uma vez nos lembraria. A influência americana foi, portanto, decisiva sobre nós que trabalhávamos com o assunto, que éramos cuidadosos no que fazíamos, tentando usar a experiência internacional então existente.

Particpei intensamente do GT até 1976, quando tive novas funções no Banco e tive que me afastar de assessorar o GT. Fui substituído no GT por José Netto Tupi Caldas, o querido Tupizão, também do Depec, e que tinha vasta experiência em supervisão e fiscalização de instituições financeiras após numerosos anos de serviço na Inspeção Geral de Bancos do Banco Central, o que lhe foi muito útil para descobrir eventuais deficiências no anteprojeto do ponto de vista de fiscalização e de fraudes. Foi Tupi o criador do termo “entidade de previdência privada fechada ou

aberta” adotada pelo GT e até hoje em vigor, e foi com ele como coautor que apresentei na IV Conselho das Classes Produtoras (Conclua), em 1977, o trabalho “A Estrutura dos Ativos Financeiros no Brasil”, posteriormente republicado, com modificações, na *Revista de Finanças Públicas* (abril-junho de 1978) onde era enfatizado a relevância das poupanças compulsórias transferidas para o governo e que teve forte impacto nos meios bancários e oficiais.

Um anteprojeto de lei foi mandado pelo governo ao Congresso pela Exposição de Motivos no. 26, de 2.5.77, formalmente assinado pelo Presidente da República, pelo ministro da Indústria e Comércio e pelo ministro da Previdência e Assistência Social, que apareceram assim mais uma vez, como os pais dos fundos de pensão, quando na realidade os pais eram Mário Henrique Simonsen e Paulo Roberto Lemos.

O Congresso fez apenas pequenas modificações no projeto e finalmente foi baixada a Lei no. 6.435, de 15 de julho de 1977, que regulou os fundos de pensão e os montepios existentes. Foram assim necessários mais de três anos de estudos e debates, sob a firme liderança de Paulo Roberto Lemos para criar uma legislação que permitiria o surgimento dos fundos de pensão e de toda a previdência privada no Brasil em bases estáveis e modernas e simultaneamente tentar proteger o público da voracidade dos montepios. Caso não houvesse tal legislação, vejo hoje, que o Brasil poderia estar na mesma situação de liberdade excessiva que os EUA tiveram com o *subprime* imobiliário de 2007, que engendrou a pior recessão desde a Grande Depressão de 1930. Fomos salvos pelo espírito público de Paulo Roberto Lemos e de Mário Henrique Simonsen.

A Lei no. 6.435 teve uma longa vida, de 1977 até 2001, quando foi revogada pelas leis complementares 108 e 109, ambas de 29.5.2011, que acolheram em seu bojo quase todos os dispositivos da lei inicial, mas que infelizmente foi além em certos, como a possibilidade de criação de fundos de pensão autônomos para governos estaduais, em uma verdadeira bomba relógio que deverá estourar nos próximos anos.

Na verdade, Paulo Roberto Lemos, formado em arquitetura, mas um economista de primeira, falecido muito jovem em maio de 2011, é o fundador dos fundos de pensão no Brasil. A ele presto minha homenagem.



*José Roberto N. de Almeida*

Professor e pesquisador colaborador sênior, Departamento de Economia da Universidade de Brasília. Ex-Diretor de Assuntos Internacionais do Banco Central do Brasil. Ph.D. George Washington University.

# ARTIGO

## REORGANIZAÇÃO DAS FINANÇAS, NÃO UM EQUIVOCADO AJUSTE FISCAL

Dércio Garcia Munhoz

Depois do descontrole nas finanças em 2014, Governo se lança à busca de um discutível ajuste fiscal, propondo cortes indiscriminados de despesas e novos aumentos de impostos. O que significa mais inflação e mais recessão, reforçando a opção do Banco Central ao turbinar a Selic. Com isso Fazenda e Banco Central, irmanados, empurram o país na direção de maior incerteza econômica e política.

Algumas questões devem ser discutidas, portanto, antes que um Congresso acuado com argumentos duvidosos tome alguma decisão. E o primeiro ponto seria perguntar as causas que levaram ao estouro das finanças públicas em 2014. A segunda questão é saber por que as baterias da Fazenda alvejam áreas já fortemente penalizadas nos últimos anos, e que inclusive vem registrando superávits crescentes no jogo receita x despesa. E a terceira indagação é porque o Governo não busca apenas reorganizar suas finanças, corrigindo aberrações e desarranjos recentes.

### Origem dos Desarranjos Recentes nas Finanças do Tesouro

Desde os anos 90, quando o Governo recorreu ao dólar barato como redutor artificial da inflação, foi inevitável o descontrole externo. Seguiu-se, então, o recurso de elevar a taxa de juros (SELIC), a fim de atrair capitais de curto prazo para cobrir os rombos do Balanço de Pagamentos. Situação corrigida em 1999, com o realinhamento cambial, porque se avolumavam os déficits externos.

O novo governo empossado em 2003, encantado pelos falsos milagres que o dólar barato poderia proporcionar, retomou a manipulação cambial focando importações baratas, e também juros reais elevados para assim atrair dólares, inchando as reservas internacionais com o ingresso de capitais especulativos e empréstimos entre empresas estrangeiras. Como o acúmulo de reservas se dava com o BC comprando o excesso de dólares com recursos da venda de novos títulos públicos, a opção levava ao crescimento da dívida pública e das despesas de juros do Governo. O aumento de impostos para enfrentar o sufoco dos encargos financeiros **não impedia, e não impediu,**

**que a Dívida Mobiliária Federal triplicasse em dez anos, chegando agora ao equivalente a um trilhão de dólares;** a despeito de ano a ano o Tesouro ter destinado parte das receitas tributárias – os superávits primários – para pagar juros.

É sintomático que, como pela primeira vez em quase duas décadas, em 2014 não sobrou dinheiro dos impostos para pagamento de juros (obrigando o Tesouro a uma venda maior de títulos públicos), o enigmático mercado *chiou*, pressionando o Governo. **Daí a origem da proposta de ajuste fiscal**, enquanto são desprezados os graves desequilíbrios macroeconômicos fruto das manobras pós-2003.

Cabe perguntar o porquê do desarranjo mais recente nas finanças federais, que fez com que a sobra de recursos para pagamento dos juros, de R\$ 77,0 bilhões em 2013, desaparecesse totalmente, dando lugar a um déficit de R\$ 17,2 bilhões em 2014. Claro que isso se deve em parte ao enfraquecimento da economia, afetando as receitas de alguns tributos, mas especialmente em decorrência das açodadas e inócuas desonerações comandadas pela Fazenda. Diante do que o Tesouro deixou de arrecadar (com impostos e contribuições sociais – o que não inclui a Previdência Social) aproximadamente R\$ 31,0 bilhões. Outros R\$ 15,0 bilhões de perdas se referem à redução nas receitas de Concessões - pois, afinal, não é todo dia que se pode jogar fora um campo de petróleo como o de Libra em troca de alguns bilhões de reais, para alimentar a roleta da Selic. E finalmente o ano eleitoral foi marcado por um aumento de R\$ 63,0 bilhões nas despesas do Governo (excluídas as já contidas Despesas de Pessoal e a Previdência Social); vilões foram os gastos com o FAT, o PAC, subsídios com a desoneração das folhas, e verbas discricionárias dos Ministérios da Saúde e da Educação. Só nessas áreas o aumento de despesas do Tesouro em 2014 superou R\$ 47,0 bilhões. Mesmo desconsiderando o recuo nas receitas de concessões, **o somatório entre redução de receitas e aumentos mais relevantes nas despesas representou, portanto, perto de R\$ 90,0 bilhões a menos no caixa do Tesouro.**

### Equívocos na Direção dos Torpedos da Fazenda

Não se pode dizer que todos os mísseis disparados dentro do ajuste fiscal tenham sido mal dirigidos. O problema da fabricação de pensões, através de pagamentos à beira do tumulto, por exemplo, é uma questão discutida há mais de uma década. Algumas aberrações no sistema de Auxílio Desemprego são gritantes – levando a um crescimento de 75,9% na rubrica, entre 2010 e 2014, exatamente quando o Governo alardeava baixas taxas de desemprego e patativas oficiais divulgavam que milhões de brasileiros resolveram *nem trabalhar e nem estudar*. O financiamento estudantil – o FIES – parece ter sofrido grave distorção, pois enquanto o MEC acusa um abandono de cursos da ordem de 25,0% dos alunos matriculados, os gastos do sistema alcançaram perto de R\$ 14,0 bilhões em 2014, com aumento próximo de 100,0% em relação a 2013. Inúmeros são os exemplos indicando descontroles nas despesas do Governo, por desorganização, numa administração fortemente aparelhada.

É imperdoável, todavia, que se pretenda sem fundamento cortar ou reduzir benefícios previdenciários daqueles que contribuem por décadas para o INSS. Afinal a razão dos desequilíbrios do conjunto INSS **tem sido a Previdência Rural, que em 2014 registrou um déficit de R\$ 82,0 bilhões**; mas trata-se de um **encargo de natureza assistencial** (benefícios desvinculados de contribuições passadas), **e o déficit alarmante ocorre por força dos aumentos reais no salário mínimo, em percentuais insustentáveis**. Com isso **os dispêndios com benefícios rurais saltaram de R\$ 55,5 bilhões em 2010 para R\$ 88,7 bilhões em 2014 – um aumento de 60,0% em apenas quatro anos**. Enquanto isso a Previdência Social Urbana, **cujos benefícios são alvos da Fazenda, registra extraordinários superávits**: as receitas superaram as despesas em R\$ 7,8 bilhões em 2010, **e em 2013 e 2014 o superávit já superava R\$ 25,0 bilhões anuais**.

Os superávits crescentes da Previdência Urbana se explicam – mesmo com os danos da política cambial sobre o emprego industrial – **porque os aumentos reais do salário mínimo têm provocado aumentos nas bases de contribuição e nas receitas do INSS, enquanto os benefícios fora da faixa do SM são corrigidos por índices inferiores**. O Tesouro tem avançado com gula nas contribuições previdenciárias, e agora ainda quer mais – como se tivesse descoberto as **minas do Rei Salomão**. Enquanto seria justo que os superávits fossem destinados para amenizar o grande aumento das contribuições e as perdas provocadas pelo nefasto fator previdenciário. E as circunstâncias sugerem, ainda, que a correção dos benefícios fiscais

das empresas, deveria ser mais amena, paulatina, distribuída em vários semestres.

Mas o ponto diabólico é que a proposta fazendária restringindo benefícios previdenciários visa, na realidade, reforçar o Superávit Primário – o bolo destinado à cobertura das despesas de juros; que sobem à estratosfera acopladas à Taxa Selic, a cada reunião da diretoria do super independente Banco Central.

### Reorganizar as Finanças Públicas é a Opção

A conjugação de mais impostos com corte de despesas não financeiras do Governo só pode desaguar em aumento de custos e de preços no setor produtivo, com conseqüente redução da renda real das famílias, menos consumo, menos produção e menos emprego. **Agravando problemas básicos da economia, e passando a léguas de distância de corrigir os graves desequilíbrios estruturais aprofundados pós-2003 com a fantasiosa política econômica e com a ação desregrada do BC nas áreas monetária e cambial.**

Pode-se afirmar que a ajuste fiscal pretendido pela Fazenda terá um preço amargo para a população, **sem que os autores tenham condição de entregar o que em contrapartida prometem: retomada do crescimento**. O que representa um grande risco político, porque se estaria repetindo promessas vãs que marcaram o clima das última eleições. É como se, nostálgicos, ensaiassem agora um **déjà vu**.

Se se pretende buscar maior racionalidade na gestão das finanças públicas, o que se recomendaria prioritariamente seria passar um pente fino nos órgãos e programas do que tiveram um grande aumento de despesas em 2014 – um ano eleitoral. Com que autoridade, por outro lado, o Governo procura garimpar empresas e trabalhadores na busca de 30 ou 40 bilhões de reais, quando nas três reuniões do Copom neste início de ano, elevando a Selic, **o BC aumentou em algo como R\$ 40,0 bilhões as despesas financeiras anuais do Governo?** Não se pode falar em austeridade **quando as elevações da taxa Selic nos dois últimos anos (6,0 p.p.) trouxeram um aumento anual nos encargos financeiros do Tesouro da ordem de R\$ 160,0 bilhões – praticamente o montante dos gastos federais no conjunto das funções Educação e Saúde.**

Além de rever a estratégia suicida de atrair capitais especulativos com a supercorreção da Selic – um caminho ingrato, já exaurido, o Governo pode obter uma receita adicional da ordem de R\$ 25,0 bilhões anuais, fazendo com que o BC passe a remunerar o Tesouro pelo saldo do Meio Circulante (R\$ 220,0 bilhões em dezembro último); um passivo de custo zero, fabricado na Casa da Moeda, que o Banco aplica em valor equivalente em títulos do Tesouro (ou outras rentáveis



operações ativas). O que justifica manter tão repulsivo subsídio?

O Tesouro poderia economizar outros R\$ 20,0 bilhões anuais reduzindo as reservas internacionais do país em US\$ 60,0 bilhões (e ainda restariam mais de US\$ 300,0 bilhões), e com isso a dívida mobiliária federal ainda recuará em R\$ 200,0 bilhões. Afinal são dólares de terceiros – credores, portanto - adquiridos pelo BC com recursos do TN. A medida sugerida certamente seria recebida com aplausos entusiastas de banqueiros, fundos de investimento, FMI, agências de **rating**, e outros grupos que formam um **lobby** fortíssimo de suporte ao ajuste fiscal; que, na essência, pouco se importam com o destino da economia brasileira. Se, por outro lado, o Governo reduzisse o saldo de caixa no BC para R\$ 500,0 bilhões – um volume ainda descomunal - a dívida federal recuará em outros R\$ 200,0 bilhões.

A taxa Selic não tem qualquer papel na economia brasileira, a não ser dar correção monetária sobre o estoque de títulos públicos, atraindo dólares voláteis, e forçar os juros internos. Como esse mecanismo chegou aos limites - depois de ter jogado o país numa armadilha, refém do capital especulativo e explosiva dívida mobiliária - **o Governo teria de ter a coragem de reduzir a Selic, na busca de outros caminhos.** E uma redução da taxa para 10,0% a.a. – *nada mau para uma inflação em torno de 8,0% e os 2,0% de juros pagos pelos títulos americanos de médio prazo* – **reduziria em R\$ 90,0 bilhões, a cada ano, as despesas de juros e o aumento da dívida federal.** Afinal já é tempo de o país procurar se livrar da arapuca em que se meteu no novo milênio, ao, navegando sob ventos neoliberais,

optar pela consolidação da aliança com o pior espécie de capital financeiro. **Basta de fantasias! A dupla Min. Fazenda/Banco Central com suas estripulias pós-2003 está quebrando o país!** Ou como explicar que a Dívida Mobiliária Federal Interna, mesmo depois de descontado o saldo de caixa do TN no BC, aumentou em R\$ 365,0 bilhões apenas nos doze meses de 2014? **Quo Vadis, Brasil?**

O descontrole provocado pela liberdade do Banco Central em passar ao Tesouro todas as perdas decorrentes de ações desregradadas nas áreas cambial/monetária constitui indício claro de que a legislação terá de ser corrigida urgentemente, transformando o BC apenas num Banco Central. **Desvinculado do Tesouro, operando unicamente com títulos de sua própria emissão, e obrigado a registrar em seus balanços todos os ganhos e perdas ligados à sua atuação.** Aí sim, neutralizando os tentáculos da hydra, o Legislativo abriria caminho para se conter a caótica situação das finanças públicas.

dgm./05.5.2015



*Dércio Garcia Munhoz*

Economista. Professor Titular, aposentado, do Departamento de Economia da UnB. Membro do Conselho de Orientação do IPEA. Foi Presidente do Conselho Federal de Economia e do Conselho Superior da Previdência Social.

# A estagflação continua forte em 2015

José Luiz Pagnussat

A política macroeconômica adotada pelo governo brasileiro neste primeiro semestre de 2015 se caracteriza pelo tratamento de choque no combate à inflação, com o mais longo ciclo de elevação da taxa de juros pelo Banco Central, e de forte aperto fiscal para reverter a tendência de crescimento da dívida pública, com elevado contingenciamento de gastos de custeio e do orçamento de investimentos.

A expectativa das autoridades econômicas é conter o persistente processo inflacionário e neutralizar as pressões altistas da inflação, derivadas do alinhamento dos preços administrados e da elevação da taxa de câmbio. Por outro lado, o governo esperava que com a definição clara de conter a inflação a qualquer custo e de endear a “responsabilidade fiscal”, daria sinais para o mercado de austeridade e indicaria um cenário de médio prazo de sustentabilidade e baixo risco. A intenção era que tal cenário reverteria as expectativas dos agentes econômicos para um quadro de maior otimismo e de retomada dos investimentos, atenuando, com isso, os impactos negativos, no setor produtivo, das medidas de aperto fiscal e monetário.

Entretanto, os dados da economia brasileira no primeiro semestre de 2015 mostram total frustração dos objetivos do governo. A inflação se acelera e suas projeções são revistas para cima a cada semana, mostrando a tendência de piora desse indicador econômico, que se distancia cada vez mais da meta estabelecida. A reversão das expectativas dos agentes econômicos não ocorreu, pelo contrário, há uma forte ampliação do pessimismo em todos os setores. Por outro lado, o aperto fiscal e monetário provoca elevado impacto negativo na atividade produtiva e no emprego, deteriorando as condições econômicas da população, além de elevar a concentração de renda, reduzir a arrecadação tributária e de comprometer o cenário de melhora, no curto prazo, dos fundamentos econômicos do País.

Este artigo analisa o comportamento dos principais indicadores macroeconômicos brasileiros, neste primeiro semestre do ano, e avaliar o cenário prospectivo, considerando os objetivos da política de ajuste fiscal e monetária implementada pelo governo.

## 1. Inflação em alta

A inflação medida pelo Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) assumiu trajetória explosiva, neste início de ano. Foi puxada pelos preços administrados, mas também os preços livres e o chamado núcleo da inflação - que exclui os itens mais voláteis como, por exemplo, alimentos e combustíveis - se mantêm acima do teto da meta,

indicando que a inflação continua pressionada, mesmo com a queda acentuada da atividade econômica e do emprego.

No acumulado em doze meses (até abril) o índice de inflação alcançou 8,17%, sendo que os preços administrados subiram 13,36% e os preços livres 6,65% (Gráfico 1). No primeiro quadrimestre do ano a inflação foi de 4,56%, já superando o centro da meta para a inflação anual (4,50%).

**Gráfico 1 – Evolução dos Preços Livres e Administrados – abr/06 a abr/15**  
(% de variação acumulada em 12 meses)



Fonte: IBGE. Elaboração Fiesp, adaptado pelo autor.

O Gráfico 1 ilustra a ineficiência da política de elevação da taxa de juros no combate à inflação. Entre abril de 2013 e junho de 2015 foram 15 aumentos da taxa SELIC, que passou de 7,25% para 13,75, sem nenhum sinal baixista no comportamento da inflação no período. E, o cenário continua pessimista, as projeções de mercado, reveladas pela pesquisa FOCUS do Banco Central, são revistas para cima a cada semana e indicam, para o ano, o pior resultado em relação à meta de inflação desde a implementação do sistema de metas.

A ineficiência da política de juros altos para combater a inflação se deve às múltiplas causas da inflação, que inclui pressões de custos, choques de oferta, volatilidade dos preços internacionais e câmbio, alto grau de indexação dos preços de alguns setores (inflação inercial) e o acirrado conflito distributivo, além de pressões de demanda em setores localizados. Por outro lado, a inflação dos diversos setores tem dinâmica e causas específicas. A inflação dos alimentos deriva-se basicamente de choques de oferta, da elevação dos preços internacionais das *commodities* agrícolas e do comportamento do câmbio.

Com o fim da âncora cambial, grande responsável pelo controle da inflação desde 1994, a inflação dos alimentos tende a continuar pressionada, mesmo com a queda recente

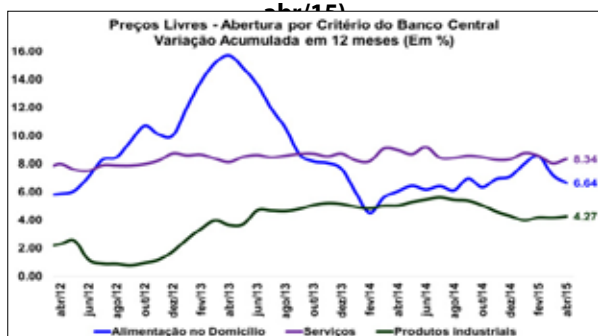
dos preços internacionais desses produtos. Nesse contexto, a capacidade do Banco Central de controlar a inflação dos alimentos é pequena. A melhor estratégia é atuar do lado da oferta, associada a uma política mais eficiente de estoques reguladores e de produção na entressafra. Registra-se que os crescentes problemas climáticos, no Brasil e no mundo, geram instabilidade da produção e elevada instabilidade nos preços, ampliando os riscos e gerando custos adicionais para o setor.

O cenário da inflação dos alimentos é de retração no curto prazo, com a conclusão da colheita da boa safra de verão e de incerteza no médio prazo, dada a elevada volatilidade dos preços internacionais de *commodities*, apesar da tendência à relativa estabilidade no câmbio.

A inflação de serviços foi um dos principais vilões da inflação brasileira nos últimos anos e se mantém em alta relativamente constante nos últimos três anos, conforme se observa no Gráfico 2. Suas causas primárias são o crescimento da demanda, com o aumento do poder de compra das classes de renda menos favorecidas, e pressões de custos, em especial da mão de obra, com a política de reajuste real do salário mínimo.

A capacidade do Banco Central de reduzir a inflação de serviços está ligada a uma consequência perversa da política de juros altos, que é a deterioração do mercado de trabalho e o consequente esfriamento dos rendimentos nominais dos trabalhadores. Contribui para o objetivo do Banco Central, a redução do crédito e o baixo reajuste do salário mínimo, em razão de sua fórmula de cálculo estar associada ao crescimento do PIB, que reduz o poder de compra dos trabalhadores.

**Gráfico 2 – Preços Livres – Alimentos, Serviços e Produtos Industriais**  
(% de variação acumulada em 12 meses – abr/12 a abr/15)



Fonte: IBGE. Elaboração Fiesp, adaptado pelo autor.

A expectativa para a inflação dos serviços é de recuo no médio prazo, dados os efeitos da queda do poder de compra dos trabalhadores, com a queda da renda e do crédito, além piora das expectativas com o crescimento do desemprego.

Em relação aos preços administrados, o realinhamento já ocorreu, portanto a tendência é de acomodação, com o consequente recuo dessa taxa de inflação.

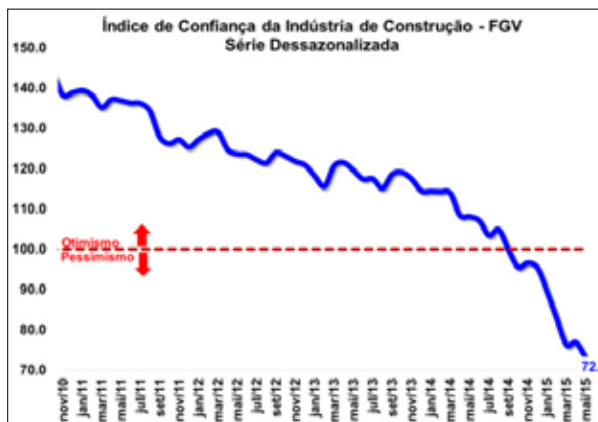
Em síntese, apesar da baixa eficiência da política de juros, o cenário é de recuo no ritmo de crescimento dos

preços, com a inflação se acomodando acima do centro da meta, como vinha ocorrendo nos últimos anos.

## 2. Pessimismo generalizado

O pessimismo tomou conta da indústria, serviços, comércio, empresários e consumidores neste início de 2015. Todos os indicadores de confiança registraram queda acentuada nos últimos meses. O Gráfico 3 mostra a evolução dos principais indicadores de confiança, medidos pela Fundação Getúlio Vargas (FGV), Confederação Nacional da Indústria (CNI) e Fiesp, com dados até maio de 2015.

**Gráficos 3 – Indicadores de Confiança do setor produtivo e consumidores**





Fonte: FGV, CNI e FIESP. Elaboração FIESP, adaptado pelo autor.

O Índice de Confiança da Indústria (ICI) da FGV registrou a marca de 71,6 pontos em maio, menor **patamar** desde a crise externa brasileira do final de 1998, e indica retração de 21,2%, em relação a maio de 2014. Esse indicador mostra um patamar histórico de pessimismo da Indústria de Transformação, tanto com a conjuntura como em relação às expectativas do setor.

A FGV pesquisa também a indústria da construção civil, que certamente é o setor mais afetado negativamente pela política de elevação da taxa de juros. O Índice de Confiança da Construção (ICST) mostra o elevado pessimismo do setor. A queda do ICST em doze meses foi de 32,1%, alcançando em maio a marca de 72,9 pontos, menor nível da série histórica iniciada em julho de 2010.

O setor serviços também apresenta elevado pessimismo. O Índice de Confiança de Serviços (ICS) medido pela FGV caiu fortemente neste início de ano de um patamar de 101,1 pontos em dezembro (otimismo) para 84,5 pontos em maio (pessimismo), sendo este o segundo menor nível desde junho de

2008. O ICS apresentou queda de 22,1% em doze meses.

O Índice de Confiança do Comércio (ICOM) da FGV recuou a 92,0 pontos em maio, terceiro pior resultado da série histórica e muito abaixo da média dos últimos cinco anos (123 pontos). Nos últimos doze meses o índice registra queda de 20,6%.

Na mesma direção, o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) da FGV recuou a 85,1 pontos em maio, muito abaixo da média histórica dos últimos cinco anos (112,8 pontos), indicando forte pessimismo dos consumidores brasileiros. O índice acumula queda de 17,9% em doze meses.

A confiança dos empresários brasileiros, que dava sinais de leve recuperação em dezembro de 2014, assumiu uma trajetória de total desalento nestes primeiros meses do ano, acelerando fortemente o ritmo de queda. Em maio, o Índice de Confiança do Empresário Industrial (ICEI), medido pela CNI, registrou a marca de 38,6 pontos, indicando queda de 14,6% nestes cinco primeiros meses do ano. O índice está 17,6 pontos abaixo de sua média histórica (56,2 pontos) e 11,4 pontos abaixo do patamar que indicaria otimismo dos empresários da indústria.

Em síntese, o quadro atual é de pessimismo generalizado, indicando um cenário de forte redução dos investimentos e do consumo, com fortes consequências para a atividade econômica e o emprego.

### 3. Produção em queda

O Produto Interno Bruto (PIB) contraiu 0,2% no primeiro trimestre de 2015 e 1,6% em relação ao mesmo trimestre de 2014, conforme dados divulgados (29/05) pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). O resultado foi acima da expectativa dos "Economistas", que estavam muito pessimistas com o PIB do 1º trimestre (média de -0,5%), conforme divulgou o Jornal Valor Econômico em 28 de maio de 2015. Mas o resultado não pode ser comemorado, pois continua a tendência de acentuada queda do PIB para o ano. As projeções de mercado, reveladas pela pesquisa FOCUS do Banco Central, projetam (01/06) queda do PIB de 1,27% para o ano.

A Tabela 1 apresenta os resultados do PIB nos últimos cinco trimestres. A variação trimestral mostra crescimento econômico no segundo semestre de 2014, mas, na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, já são quatro trimestres negativos. Pela Ótica da Demanda, o único resultado positivo veio das Exportações, com crescimento de 5,7% no trimestre e 3,2% em relação ao mesmo trimestre do ano anterior. Esse resultado reflete a desvalorização cambial observada no período. Já o Consumo das Famílias teve o pior resultado no trimestre (-1,5%), seguido da Formação Bruta de Capital Fixo e do Consumo do Governo (-1,3%). A redução da demanda dos consumidores é a pior desde a crise de 2008, quando a queda foi de 2,1% (quarto trimestre). Tal contração tende a se ampliar nos próximos trimestres com o crescimento do desemprego e a conseqüente deterioração do poder de compra dos trabalhadores, além das expressivas quedas na confiança do consumidor, conforme já destacado.



**Tabela 1 – Resultados do Produto Interno Bruto (PIB) – 1º trimestre de 2015**

	Variação ante o trimestre anterior (após ajuste sazonal)					Variação ante o mesmo trimestre do ano anterior				
	1T/14	2T/14	3T/14	4T/14	1T/15	1T/14	2T/14	3T/14	4T/14	1T/15
<b>PIB</b>	0,7	-1,4	0,2	0,3	-0,2	2,7	-1,2	-0,6	-0,2	-1,6
<b>Demanda</b>										
Consumo	0,6	-0,7	0,2	1,1	-1,5	2,0	0,2	0,1	1,3	-0,9
Governo	-0,3	0,2	0,7	-0,9	-1,3	2,6	1,5	1,6	-0,2	-1,5
Investimento	-0,6	-4,3	-0,5	-0,6	-1,3	3,0	-7,9	-6,3	-5,8	-7,8
Exportações	-1,5	-0,5	-1,2	-4,4	5,7	3,1	-0,2	4,6	-10,7	3,2
Importações	2,0	-3,5	2,4	-4,9	1,2	1,7	-2,7	1,6	-4,4	-4,7
<b>Oferta</b>										
Agropecuária	2,6	-1,6	-1,3	1,8	4,7	3,4	-1,5	-1,4	1,2	4,0
Indústria	0,7	-3,9	1,8	-0,4	-0,3	3,0	-3,6	-1,9	-1,9	-2,9
Serviços	0,5	-0,8	0,5	0,2	-0,7	2,4	-0,2	0,3	0,4	-1,2

Fonte: IBGE.

A FBCF teve a sétima retração trimestral consecutiva e apresenta forte queda em relação ao primeiro trimestre de 2014 (-7,8%). Este resultado reflete o impacto da elevação das taxas de juros, além do aumento do pessimismo do setor produtivo. O cenário de médio prazo é pessimista em relação à retomada dos investimentos.

Pela Ótica da Oferta, a agropecuária foi o único setor com resultado positivo, com crescimento de 4,7% no trimestre e 4,0% em relação ao primeiro trimestre de 2014. O bom desempenho do setor resulta da elevada competitividade internacional do agronegócio brasileiro e do aquecimento da demanda mundial com o processo de urbanização e elevado crescimento econômico chinês.

O setor de Serviços teve a maior queda no primeiro trimestre do ano (-0,7%), após duas altas consecutivas nos trimestres anteriores. A Indústria continua sua trajetória de queda, recuou 0,3% no trimestre e 2,9% em relação ao primeiro trimestre de 2014.

Dentre os subsetores da indústria, o pior desempenho no trimestre foi dos Serviços Industriais de Utilidade Pública (SIUP), com queda de 4,3%. A Indústria de Transformação apresentou queda de 1,6% no trimestre e acumula acentuada queda em relação ao primeiro trimestre de 2014 (-7,0%). Nos últimos sete trimestres a IT apresentou seis retrações. Esse baixo desempenho se deve, em grande parte, à queda na produção dos setores de veículos automotivos e de máquinas e equipamentos.

Os resultados negativos do PIB dos setores industrial e de serviços já refletem a política de ajuste fiscal e monetário adotada neste início de ano. A tendência é de piora no desempenho desses setores nos próximos trimestres. Para o segundo trimestre, os dados disponíveis já sinalizam queda ainda maior desses setores. O emprego está em queda, o pessimismo aumentou, a concessão de crédito vem caindo, a inflação continua em alta e as pesquisas mensais de produção indicam queda no segundo trimestre. O Setor que mais preocupa é o da indústria que ainda não se recuperou totalmente da grande queda de 2009 e o cenário se mantém negativo.

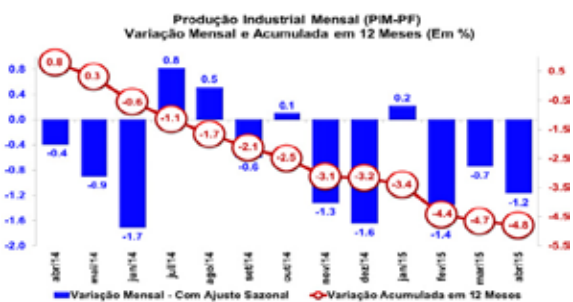
#### 4. A situação crítica da Indústria

A produção industrial mostra acentuada queda no primeiro quadrimestre do ano, conforme a Pesquisa Industrial Mensal (PIM) do IBGE, de abril. O setor acumula retração de 6,3% em 2015, em relação a igual período do ano anterior. Excetuando-se a indústria extrativa mineral, esse indicador mostra que dentre os 25 ramos da Indústria de Transformação 24 estão em queda, apenas a atividade de produtos diversos teve alta (4,1%). A queda na produção é generalizada, as taxas são negativas para as quatro grandes categorias econômicas, 24 dos 26 ramos de atividades, 64 dos 79 grupos e 68,9% dos 805 produtos pesquisados.

A taxa anualizada até abril de 2015, indicador acumulado nos últimos doze meses, aponta recuo de 4,8%. A maior queda, por categoria econômica, foi na produção de bens de capital (-14,5), seguida de bens de consumo duráveis (-14,0), bens intermediários (-3,0) e bens de consumo semiduráveis e não duráveis (-2,6).

No caso de bens de capital, registra-se a décima quarta queda seguida na produção e recuo na produção de todos os grupamentos do setor. A produção de abril de 2015, na comparação com abril de 2014, registra queda de 24%. Nesse setor, destaca-se a retração de 29,8% na produção de bens de capital para equipamentos de transporte, bens de capital de uso misto (-27,8%), para fins industriais (-7,8%), para construção (-35,4%), para energia elétrica (-20,2%) e agrícola (-12,2%). Já em bens de consumo, as quedas da produção mais significativas foram de automóveis (-14,0%), de eletrodomésticos da "linha marrom" (-42,2%), motocicletas (-32,8%), eletrodomésticos da "linha branca" (-10,6%), móveis (-10,1%) e de outros eletrodomésticos (-4,2%).

**Gráfico 4 – Produção Industrial Mensal (PIM/DF)**  
(% de variação mensal e acumulada em 12 meses – abr/15)



Fonte: IBGE. Elaboração Fiesp, adaptado pelo autor.

A indústria manufatureira acumula contração ainda mais preocupante, a queda da produção na comparação anual foi de 10,0%, em abril, e a queda neste ano foi de 8,5%. A indústria de transformação produz hoje apenas 3,5% acima do que produzia há dez anos. A perda de mercado e queda de produção da Indústria de transformação impôs um custo adicional ao setor, derivado da capacidade ociosa e da falta de oportunidade de investimento, além do esforço do setor para manter o seu capital humano. Esses fatores ajudam a explicar o baixo crescimento da produtividade do setor, em especial no período pós-crise de 2008. Entre 2007 e 2014 a produtividade da mão de obra na indústria de transformação cresceu 1,1% ao ano, em média. O baixo crescimento da produtividade é histórico no Brasil. Com exceção do agronegócio, os demais setores apresentam baixo crescimento da produtividade dos fatores há mais de três décadas.

O cenário é ainda de “desindustrialização”, dada a baixa competitividade da indústria tanto no mercado externo, como no mercado interno, que vem sendo inundado de produtos importados, em especial chineses. A principal razão da perda de competitividade da indústria nas últimas **décadas** é o elevado custo “fora das fábricas” no Brasil. Segundo estudo da Fiesp, em 2013 o custo “fora das fábricas” no Brasil tornava os produtos manufaturados feitos no Brasil 23,4% mais caros que os bens importados. Esse custo era acrescido ainda (+16%) pelo efeito da defasagem cambial, então vigente. Somando-se o “custo Brasil” (23,4%) mais o efeito do câmbio (+16%) e deduzidos outros efeitos (-5,7%) a diferença de custos total, em 2013, tornava os produtos manufaturados feitos no Brasil 33,7% mais caros que os bens importados. Segundo o estudo, os principais fatores restritivos à indústria brasileira, à época, eram: a carga tributária e burocracia (diferença de 13,8%); a valorização cambial (defasagem de 16,0%); os juros sobre o capital de giro (13,8%); energia e matérias primas (4,1%); infraestrutura logística (1,5%). A consequência foi a perda significativa de participação da indústria de transformação no PIB, que recuou 7 pontos percentuais em 10 anos, passando de 17,9% em 2004 para 10,9% em 2014 (série nova do PIB), e, por outro lado, o crescimento da participação das importações no consumo que mais do que dobrou no período.

O alento atual da indústria vem da desvalorização cambial, que reduz o efeito da “doença holandesa” no setor. Entretanto, a política macroeconômica adotada, neutraliza o efeito positivo do câmbio, com o aumento da taxa de juros, fim das desonerações e aumento da carga tributária, que penalizam fortemente o setor. O quadro atual do setor manufatureiro é de manutenção da falta de competitividade interna e externa da produção nacional, agravado, neste ano de 2015, pela retração do consumo, determinado pelas políticas monetárias e fiscais contractionistas, que vem ampliando o desemprego e reduzindo o rendimento médio real do trabalhador.

Em síntese, o cenário é de que a crise da indústria tende a generalizar-se e se aprofundar, no curto prazo. No médio prazo, com a intensificação das concessões e a tendência de afrouxamento na política monetária, o cenário é de algum otimismo se mantido o câmbio mais próximo da taxa de equilíbrio.

## 5. Desemprego em alta

O principal efeito perverso da política de juros altos, aperto fiscal e o fim das desonerações, em especial as da folha de pagamento, é o crescimento do desemprego. Os dados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED) do Ministério do Trabalho mostram queda de 137,0 mil vagas de trabalho no acumulado do ano de janeiro a abril. Foi a primeira queda de vagas de trabalho no primeiro quadrimestre no período 2002 à 2015. Entre 2002 e 2014, a média anual de vagas de trabalhos criadas, no primeiro quadrimestre, foi de 700 mil, com pico de 1.170,5 vagas criadas, em 2010, e vale de 190,7 mil vagas de trabalho criadas, em 2009.

**A taxa de desemprego inverteu a tendência de queda observada desde 2005, para uma trajetória de crescimento explosivo, neste primeiro quadrimestre de 2015. O Gráfico 5 apresenta a evolução da taxa de desemprego da Pesquisa Mensal de Emprego (PME), baseada no resultado de seis regiões metropolitanas do país, e a taxa de desemprego média móvel trimestral da Pnad Continua que abrange mais regiões, cerca de 3.500 municípios e mais de 15.000 setores.**

**Entre dezembro de 2014 e abril de 2015, a taxa de desemprego das regiões metropolitanas (PME) cresceu 48,8%, passando de 4,3%, em dezembro, para 6,4%, em abril, e a taxa medida pela Pnad Continua cresceu 23,1%, passando de 6,5% para 8,0%, respectivamente.**

O Gráfico 5 mostra a extraordinária redução da taxa de desemprego no Brasil, medida pela PME, entre 2005 e o final de 2014, passando do pico de 10,9% (mar/05) para a menor taxa da série (4,3%) em dezembro de 2014. A tendência de queda é observada também nos dados da Pnad contínua, que começou a ser calculada em março de 2012, com o pico de desemprego de 7,9% e atinge a menor taxa (6,5%) em dezembro de 2014. Neste caso, a reversão de tendência em 2015, elevou o patamar de desemprego

ao maior nível da série histórica. A taxa de desemprego das regiões metropolitanas indica tendência, até o final de 2015, de perda dos ganhos de 10 anos de redução do desemprego.

O cenário é de continuidade de fechamento de postos formais de trabalho no decorrer do ano de 2015 e de persistente e contínua elevação do desemprego. O quadro que se apresenta é de desalento no mercado de trabalho e de riscos de acirramento da mobilização grevista dos trabalhadores, com tendência de aumento da intolerância com a política macroeconômica do governo.

## Considerações finais

Os dados analisados mostram que os custos do ajuste macroeconômico estão sendo mais elevados do que o esperado. No decorrer de todo o primeiro semestre as revisões das expectativas foram de piora para todos os indicadores. O impacto negativo sobre o setor produtivo e os trabalhadores é forte e alcança todos os setores e segmentos da sociedade. O quadro de choque, entretanto não surtiu, ainda, nenhum resultado. Não há sinais de recuo da inflação, as expectativas pioram e o quadro fiscal é ainda de desequilíbrio.

Aparentemente, o ciclo de aperto monetário esgotou seu espaço político e a enorme tolerância dos trabalhadores e do setor produtivo nacional. A insatisfação com o elevado prejuízo provocado no curto prazo tende a não ser abafada com a expectativa de possíveis ganhos no médio prazo, com a redução na inflação. A ineficiência da política de elevação de juros para combater a inflação, dado que as pressões de demanda não são a principal causa da inflação atual, e a “eficiente” deterioração dos indicadores sociais derivados dessa política, tende a provocar crescente insatisfação dos segmentos mais pobres da sociedade, que são os principais aliados do governo, ampliando os problemas políticos da presidente Dilma Rousseff.

A reversão das expectativas do setor produtivo não ocorreu e o pessimismo se ampliou fortemente neste início de 2015, revelando o incomodo com as políticas monetária e fiscal restritivas e a incerteza dos resultados no curto prazo. A tendência é que no médio prazo, com a melhoria dos fundamentos econômicos, haja reversão do pessimismo e gradativa retomada dos investimentos no setor produtivo. Entretanto, o quadro político não é de “céu de brigadeiro”.

O ajuste fiscal, com elevado contingenciamento, não tem cenário de frescor no curto prazo, dado o baixo desempenho da arrecadação e as dificuldades políticas de reforçar o caixa do governo, com alterações tributárias. A expectativa é que nas próximas reavaliações bimestrais da receita e da despesa seja necessária a ampliação do contingenciamento. Numa avaliação superficial do comportamento da despesa neste início de 2015 observa-se que, aparentemente, não houve mudança da cultura de ganância inútil em muitos órgãos da administração federal,

continua grande o número de dirigentes que consideram gastar todo o orçamento um indicador de eficiência e são criativos em projetos que não resultam em nenhum benefício para a sociedade, nem trarão ganhos de eficiência para o funcionamento da administração pública. O setor público está inundado de projetos caros que não têm argumentos consistentes para sua implementação, não se sustentam numa avaliação custo-benefício, mas se mantêm drenando os recursos públicos. As dificuldades fiscais podem representar uma oportunidade de impor reduções mais fortes dos gastos de custeio no governo federal e quem sabe promover a substituição de alguns dirigentes, sem vocação pública e sem a competência adequada para o exercício do cargo.

Em síntese, a política de ajuste macroeconômico implementada pelo governo tem um custo elevado, representa um recuo importante no campo social e na política de manutenção dos empregos, priorizada no primeiro governo Dilma, mas é um freio nos desequilíbrios, que se agravaram em 2014, e promove correções das distorções observadas e potencializadas no período eleitoral. Os ajustes em curso poderão viabilizar a retomada do desenvolvimento de forma sustentável, com disciplina fiscal e acomodação da inflação a um patamar menor.

## Referências bibliográficas

CORAZZA, Eloy e PAGNUSSAT, José Luiz. “A competitividade do agronegócio brasileiro”. Revista de Conjuntura, Ano XIV, Nº 53, maio/agosto de 2014. Brasília: CORECON/DF. pp. 40-51.

FIESP, A Participação da Indústria de Transformação no PIB: Novas Séries, Piores Resultados. São Paulo: Fiesp, maio de 2015.

FIESP, Macro Visão, **Informativo eletrônico** (várias edições). São Paulo: Fiesp-Ciesp, 2015.

TOLEDO, Marcelo Cirne de. “O modelo de inflação do Banco Central e os debates sobre a política monetária”. Destaque Depec – Bradesco. Ano XII - Número 106 - 21 de maio de 2015.



**José Luiz Pagnussat**  
*jose.pagnussat@enap.gov.br*

Economista, professor universitário há 30 anos, atualmente na ENAP e UDF. Foi presidente dos Conselhos Regional e Federal de Economia e da Associação Nacional dos Cursos de Graduação em Economia – ANGE