

# O Que É Necessário Para o Brasil Crescer Mais Com Estabilidade

**Yoshiaki Nakano**  
**Escola de Economia de São Paulo**  
**Fundação Getulio Vargas**  
**30 de Agosto de 2010**

# O Que É Necessário Para o Brasil Crescer Mais Com Estabilidade

- I. A crise financeira de 2007-2009 mudou a estrutura dinâmica da economia global provocando:
  - O declínio do modelo de desenvolvimento “export-led growth”, tornando vital o dinamismo do mercado doméstico.
  - O fim do “fetichismo do financiamento externo” como modelo de desenvolvimento com colapso da idéia de mercado eficiente.
- II. Com a emergência de um novo centro dinâmico (China etc) na economia global o Brasil começou a se distanciar do fetichismo do financiamento externo, mas caiu armadilha no modelo de especialização regressiva.

# O Que É Necessário Para o Brasil Crescer Mais Com Estabilidade

III. Para o Brasil crescer mais com estabilidade é preciso uma nova estratégia intermediária de globalização conjugando os elementos positivos dos três modelos acima e controlando aqueles desestabilizadores.

IV. É necessário:

- i. um ajuste fiscal para abrir espaço na estrutura da demanda agregada para ampliação da taxa de investimento e manter o crescimento do consumo privado.
- ii. reforma monetária para remover as “heranças” do período de alta inflação que impedem a queda na taxa de juros.

# O Que É Necessário Para o Brasil Crescer Mais Com Estabilidade

- V. É necessário reformular a política macroeconômica, com nova combinação de políticas monetária, fiscal e cambial, para tornando consistente com uma nova estratégia e com o novo contexto de crise global.
- VI. Esta crise financeira é o ápice de uma sucessão de crises menores e representa o fim de um longo período histórico que tornou necessário repensar a economia brasileira.



# I. A Crise Financeira Está Mudando a Estrutura Dinâmica da Economia Global

# A Crise Financeira e a Dinâmica da Economia Global

1. Os Estados Unidos e a Europa estão entrando num longo período de crescimento reduzido ou estagnação, com risco não desprezível de deflação.
2. A política monetária não-convencional deverá persistir e taxa de juros deverão permanecer muito baixa por longo período, com liquidez a vontade, mas sem retomada do crédito.
3. Com endividamento excessivo dos bancos, das famílias e das empresas a prioridade será a desalavancagem e ajuste em seus balanços (“balance sheet recession”).

# A Crise Financeira e a Dinâmica da Economia Global

4. Política fiscal para sustentar demanda agregada encontram resistências e no longo prazo compromete o crescimento.
5. Assim, o aumento das exportações líquidas é praticamente a única saída para os países desenvolvidos recomporem nível emprego.
6. Novo centro dinâmico da economia global: China e Índia, transmitirão efeitos dinâmicos através importação de commodities, mas resistirão a apreciação cambial, podendo-se antever uma “guerra comercial”.

# A Crise Financeira e a Dinâmica da Economia Global

7. Importações dos Estados Unidos deixarão de ser a locomotiva do crescimento global e com crescente fricções no comércio os países emergentes terão que deslocar o pólo dinâmico para o mercado doméstico.
8. Apesar da baixa taxa de juros e excesso de liquidez nos Estados Unidos os processos de desalavancagem e de recomposição de capital dos bancos tornarão o fluxo global de capital menor do que no período pré-crise e mais instável.
9. Somado a isto com o colapso da idéia de mercado financeiro eficiente temos o fim do fetiche de financiamento externo.



# A Crise Financeira e a Dinâmica das Economias Emergentes

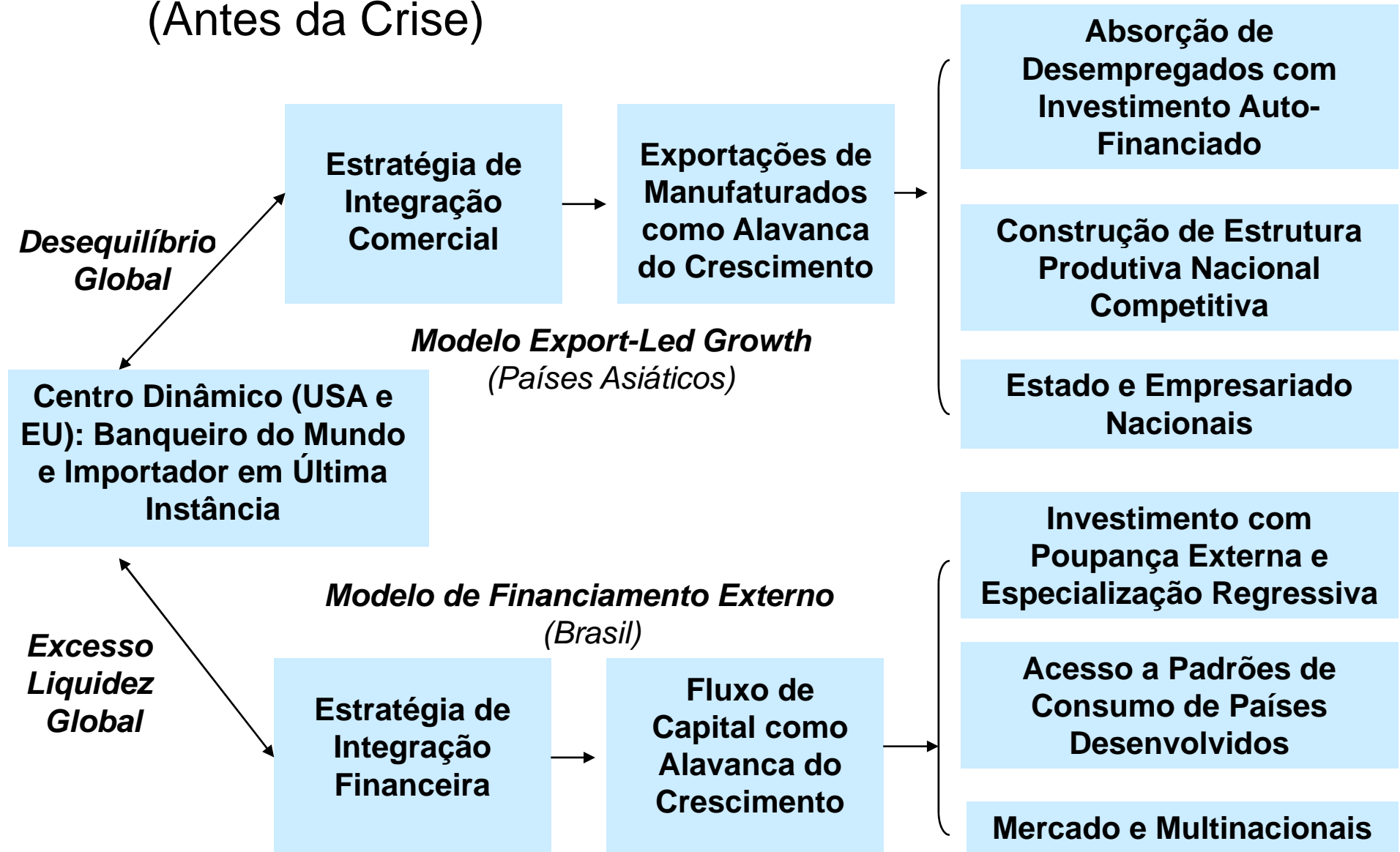
1. Menor crescimento do comércio global, menor fluxo de capitais e redução do desequilíbrio global não vão mudar o potencial crescimento do lado da oferta (catch-up da fronteira tecnológica).
2. Os emergentes que forem capazes de planejar o crescimento da demanda agregada poderão crescer mais se administrarem os fluxos de capitais e taxa de câmbio.
3. Estudos empíricos mostram que é fundamental abrir a economia para crescer, mas questão para os emergentes chave para crescer mais não é:
  - i.. aumentar volume de exportações
  - ii. ou ter maior superávit comercial.

# A Crise Financeira e a Dinâmica das Economias Emergentes

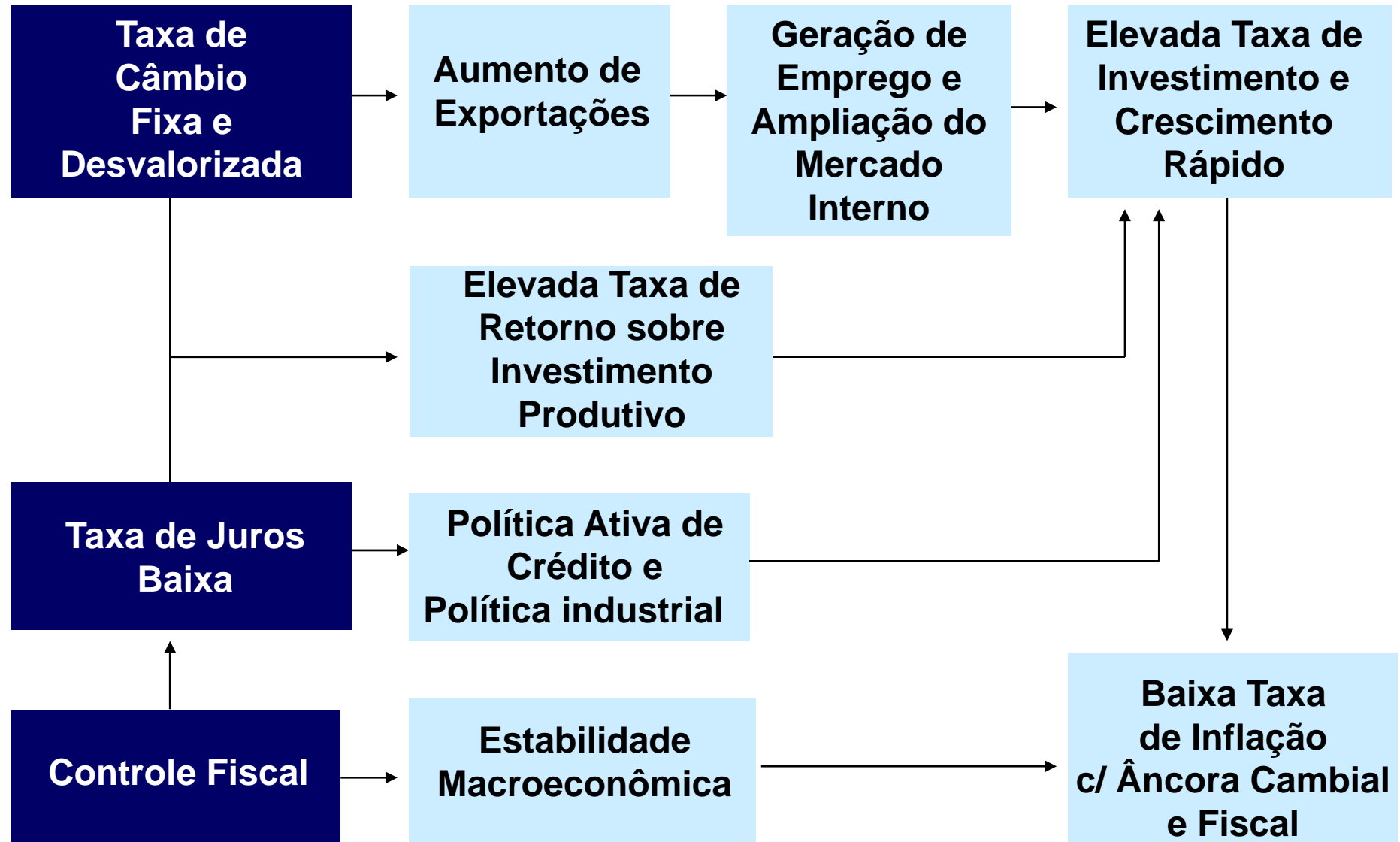
4. A questão chave é construir uma moderna e competitiva estrutura produtiva.
5. Para isto é chave elevar a taxa de investimento e alocá-los no setor de mais alta produtividade, o setor de *tradables* de manufaturados.
6. Isto pode ser alcançado com uma taxa de cambio capaz de conciliar:
  - i. Aumentando a lucratividade neste setor; e
  - ii. Expansão da demanda doméstica.
7. Brasil pode se posicionar com vantagens nesse novo contexto.

# Estratégias de Globalização

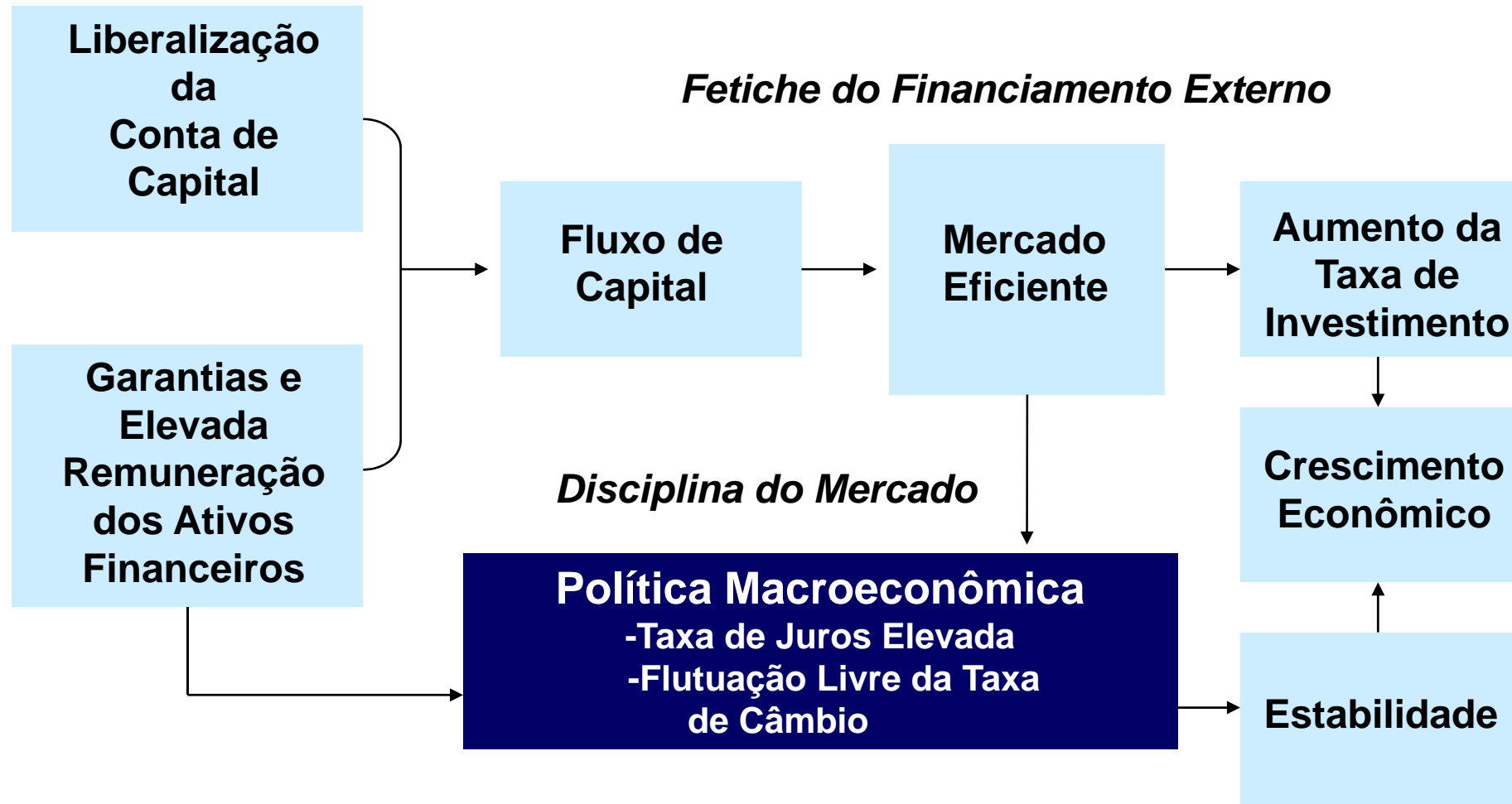
(Antes da Crise)



# Estratégia *Export-Led Growth*



# Fetiche do Financiamento Externo

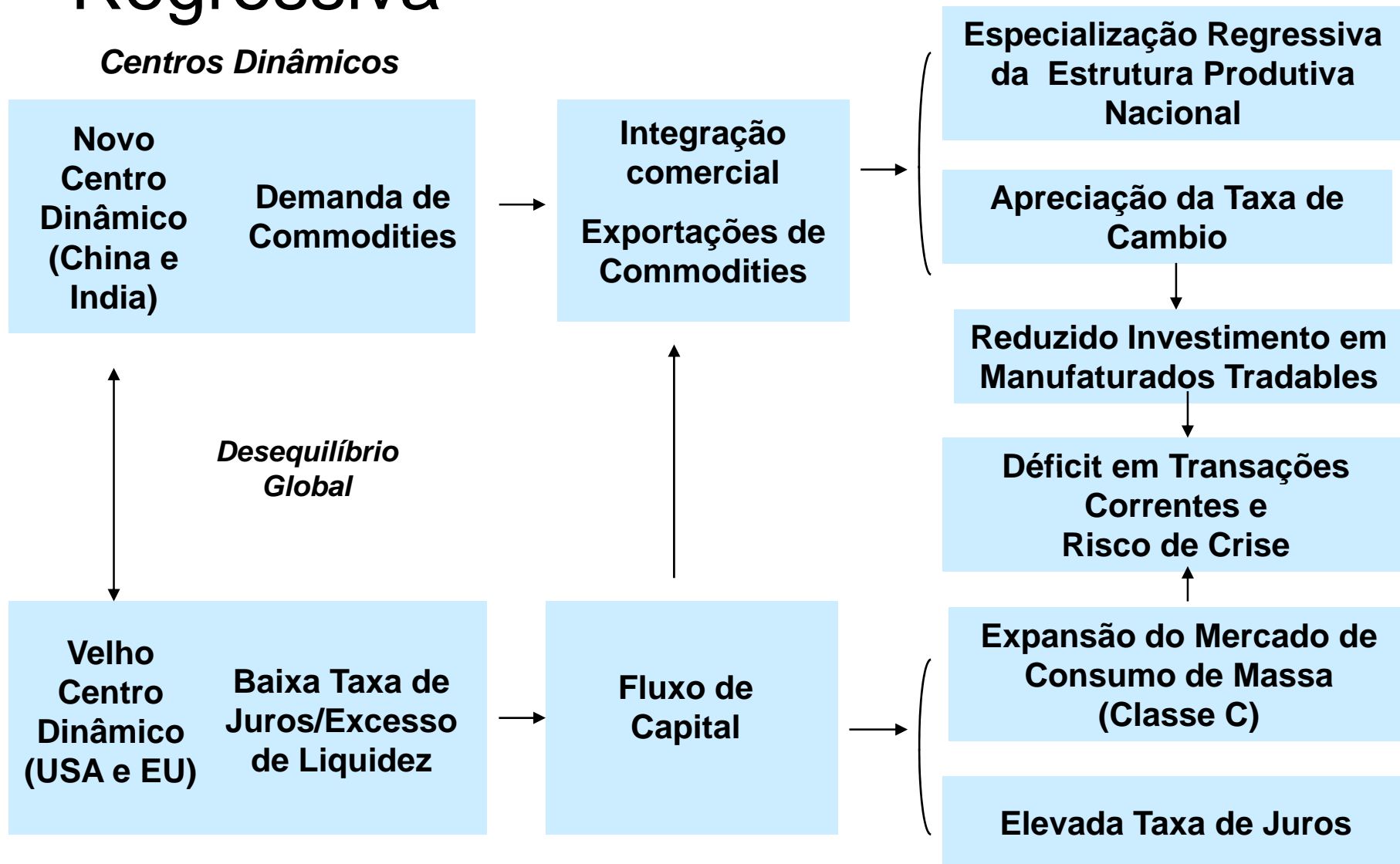




## II. Modelo de Especialização Regressiva ?

# Modelo Brasileiro de Especialização Regressiva

*Centros Dinâmicos*

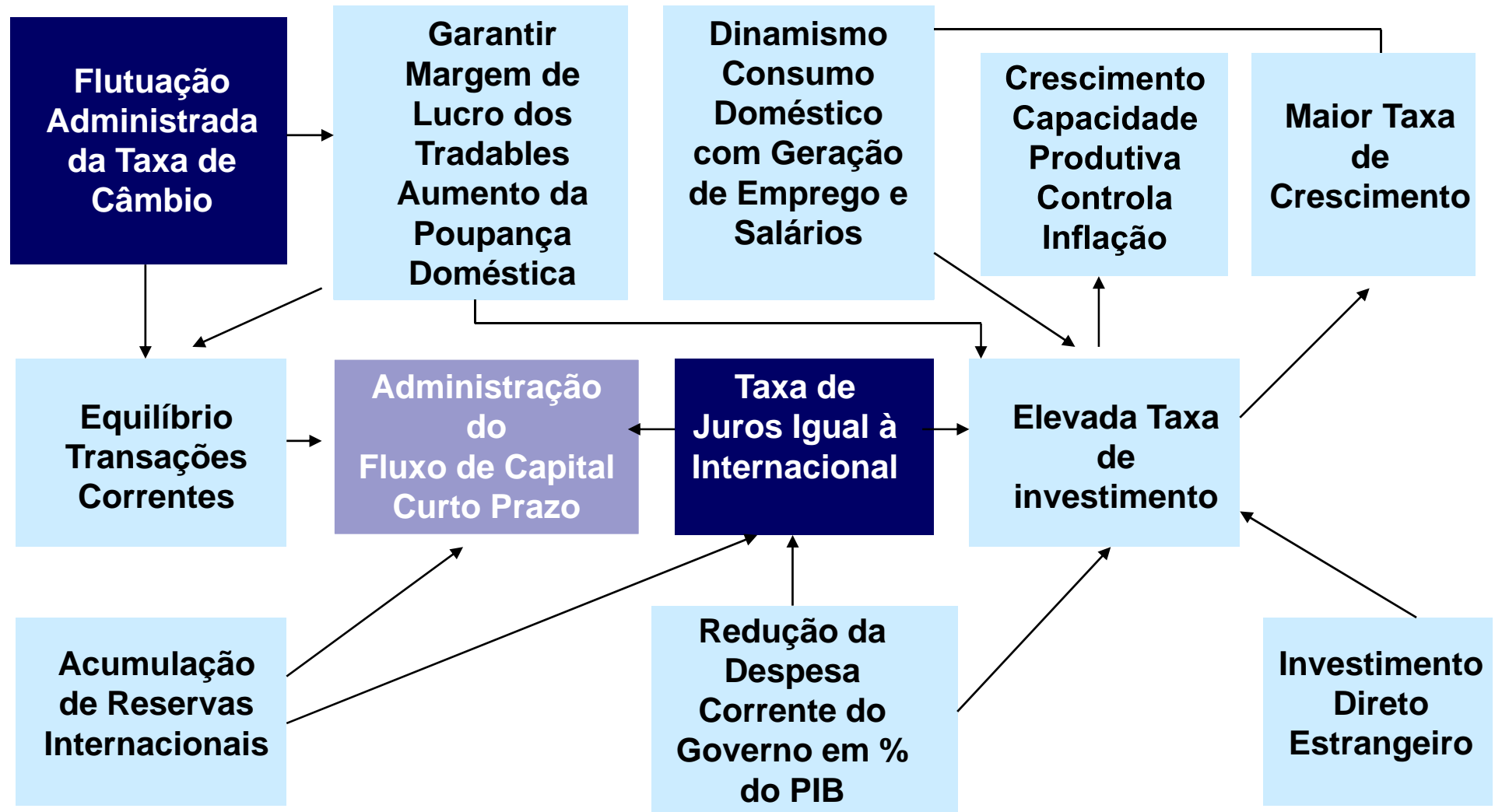




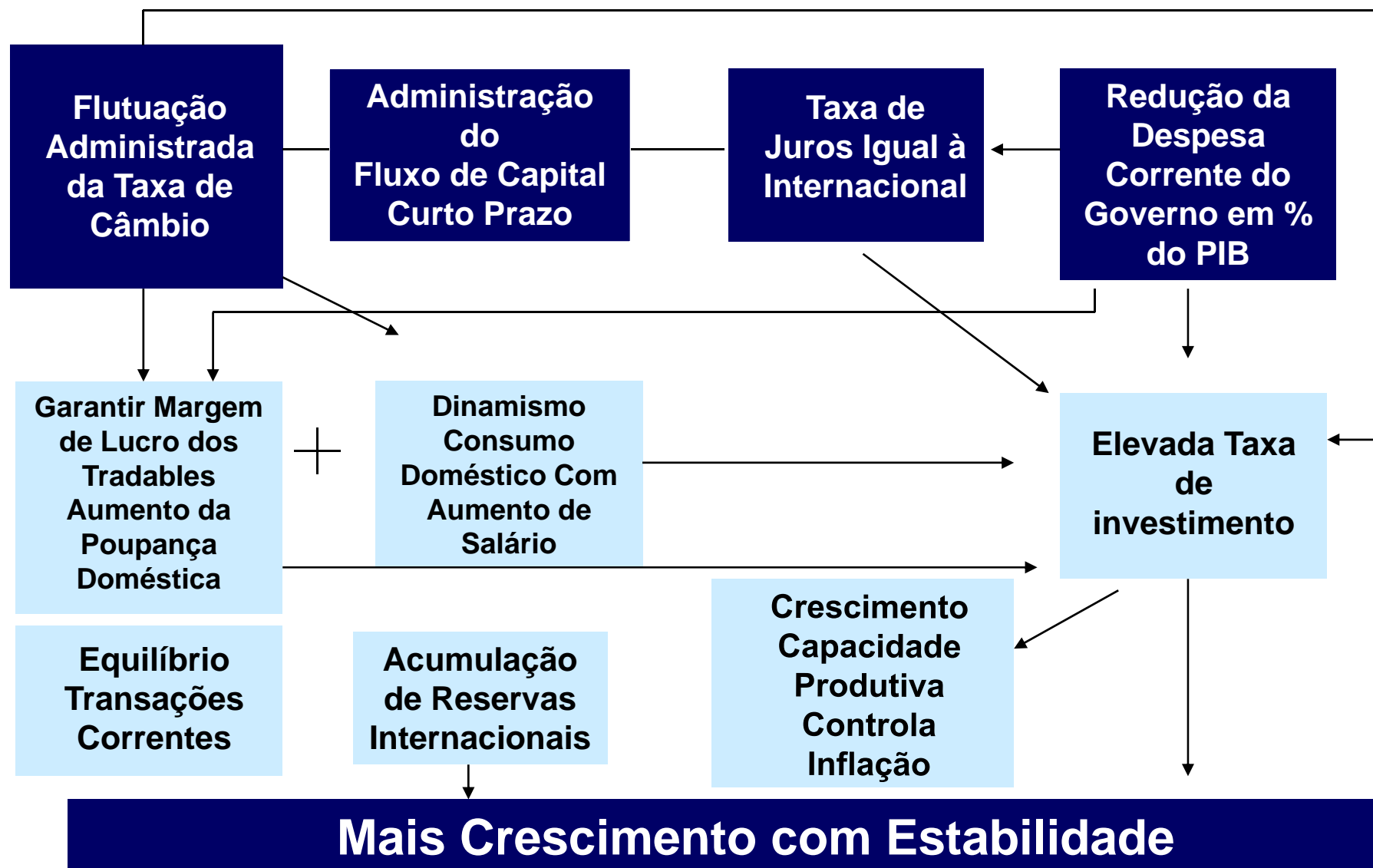
## III. Uma Nova Estratégia Intermediária



# Crescer Mais Com Estabilidade



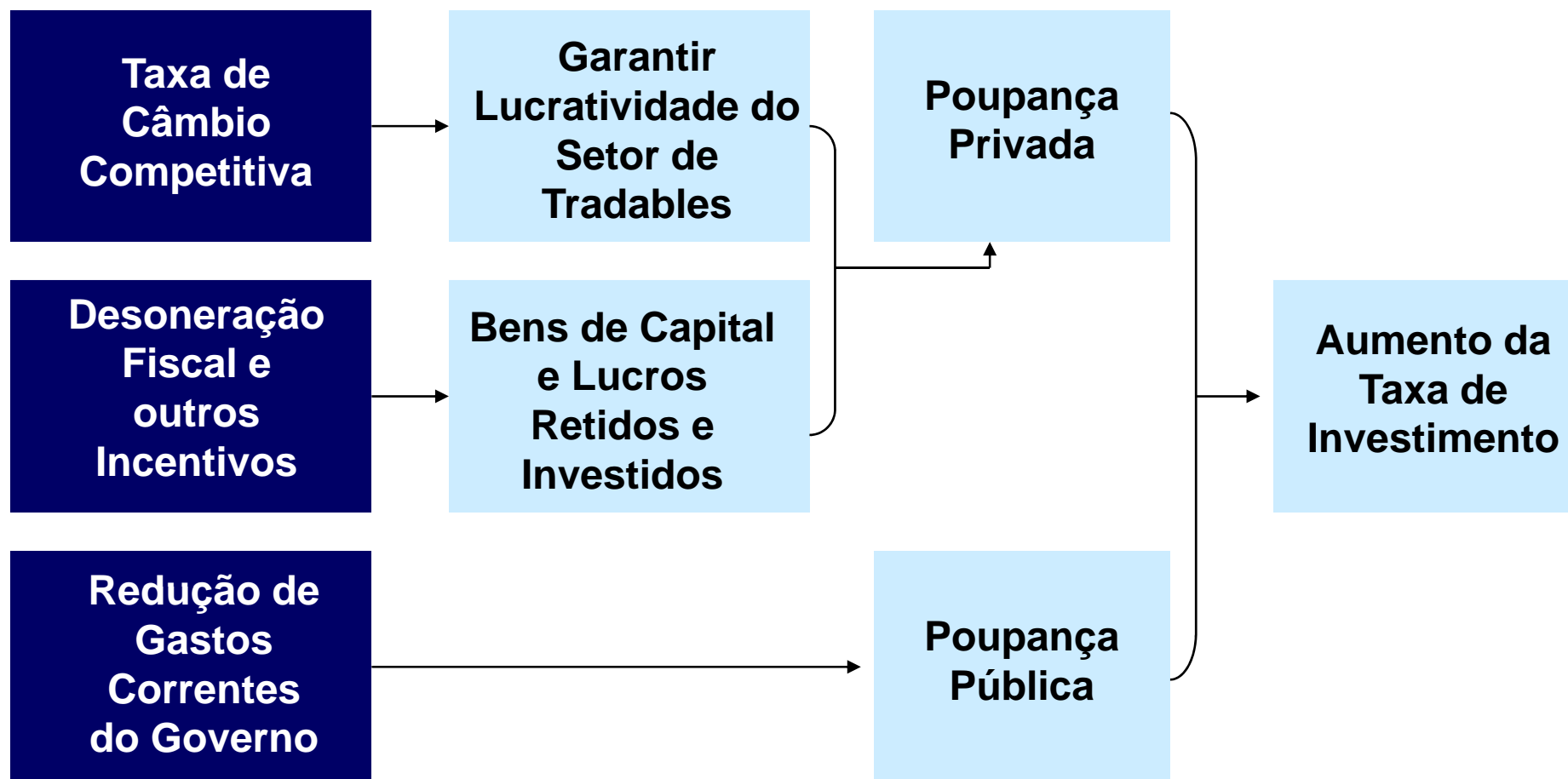
# Crescer Mais Com Estabilidade



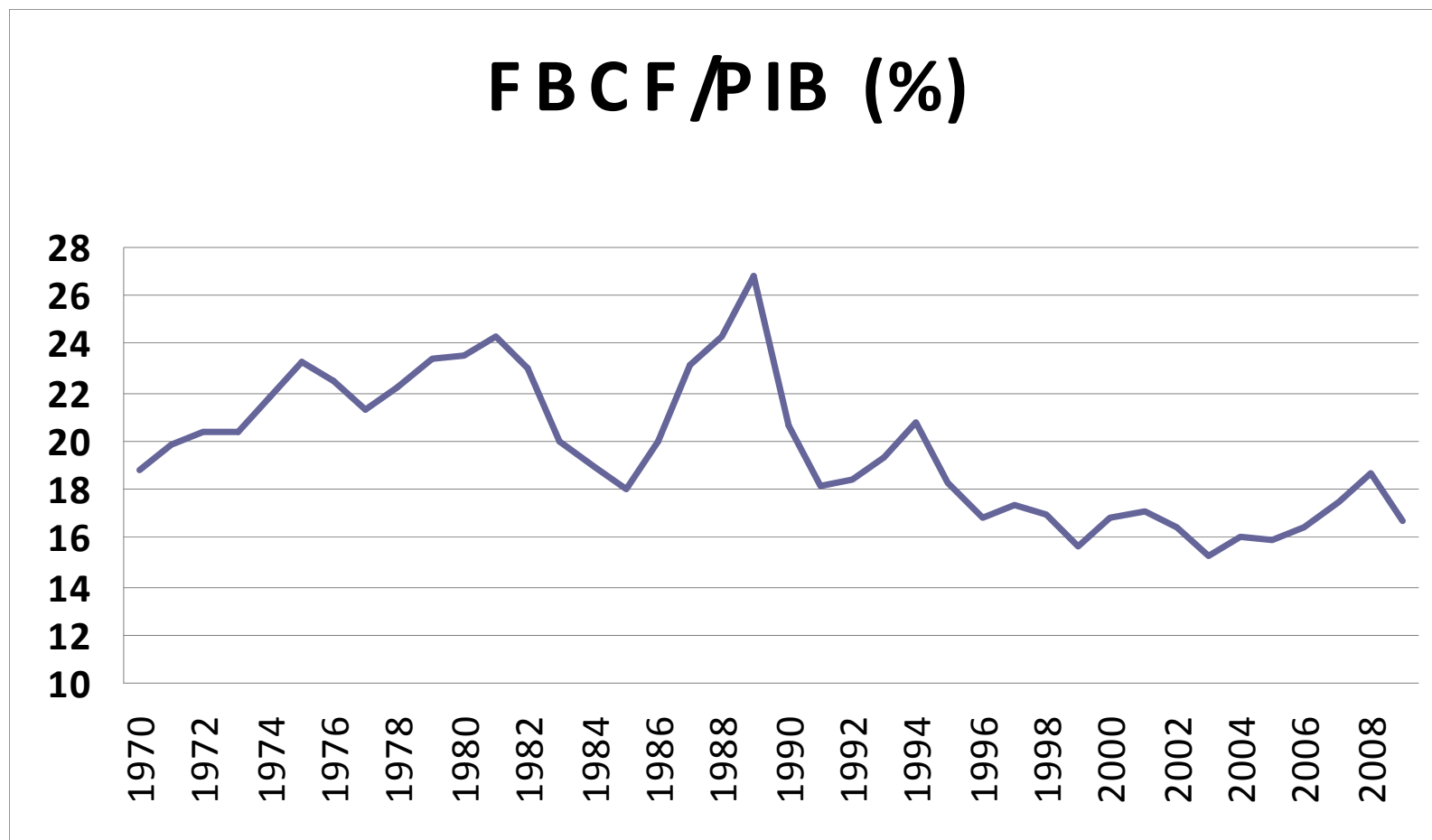


## IV. Ajuste na Estrutura da demanda Agregada

# Elevar Taxa de Investimento Com Poupança Doméstica



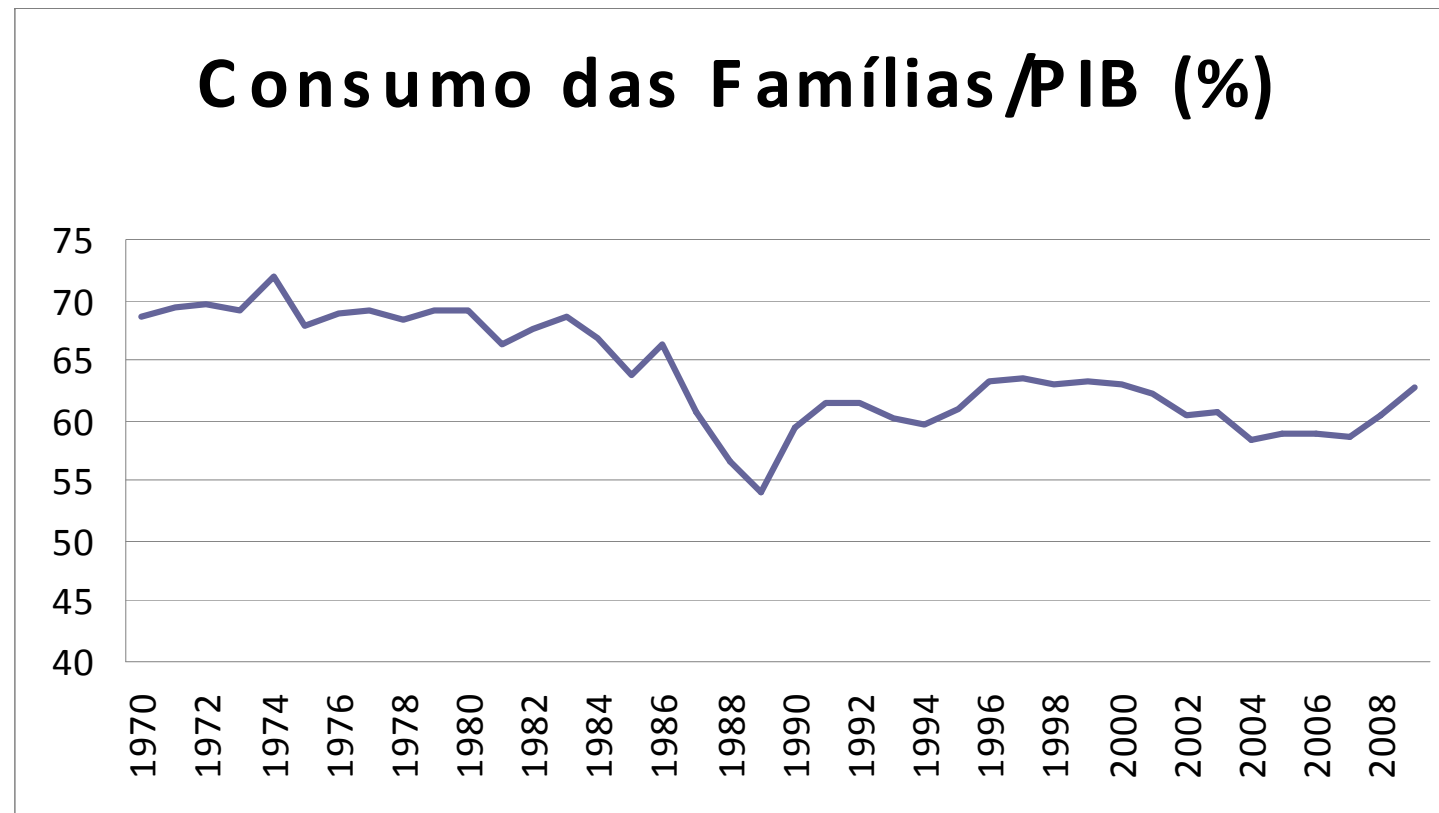
# Taxa de Investimento



Fonte: IBGE/SCN



## Consumo das Famílias/PIB (%)



Fonte: IBGE/SCN



## V. Nova Política Macroeconômica



# Papel Central da Taxa de Câmbio

1. Determina a relação do conjunto de preços nacionais com os do resto do mundo.
2. Um dos determinantes de preços relativos macroeconômicos básicos:
  - i. preço doméstico das *tradables* x *non-tradables*;
  - ii. salário nacional em dólar x salário no exterior;
  - iii. margem de lucro setor *tradables*, etc.
3. Uma taxa de câmbio depreciada equivale a:
  - i. um subsídio ao setor de *tradables*, de mais alta produtividade; e
  - ii. uma tributação do consumo de importados



# Papel Central da Taxa de Câmbio

4. Um dos determinantes fundamentais da taxa de poupança privada ao determinar a margem de lucro.
5. Pode ser ancora nominal para controlar a inflação e importante mecanismo de transmissão da política monetária.
6. Instrumento de expansão da demanda de exportações e geração de empregos e conseqüente incorporação de inovações tecnológicas, melhoria na gestão e aumento de produtividade.
7. É preço de um ativo financeiro (moeda nacional x moeda estrangeira) e importante para controlar expectativas e reações no mercado financeiro.

# Nova Política Cambial

1. Flutuação Administrada capaz de conciliar demandas conflitantes de sustentar demanda doméstica, garantir margem de lucro do setor de tradables, equilibrar transações correntes, absorver choques na conta de capitais e auxiliar a meta de inflação.
2. Ativar o Fundo de Estabilização Cambial da Secretaria do Tesouro Nacional.
3. Intervenção sempre que houver tendência a apreciação da taxa de câmbio, com esterilização e política de sinalização para o mercado financeiro.
4. Pequenos choques deixar flutuar. Choques maiores evitar flutuação excessiva.
5. Quando houver choque de demanda gerando pressões inflacionárias, elevar taxa de juros administrando o fluxo de capitais.

# Reforma da Política Monetária

1. É preciso uma reforma em algumas regras operacionais do Banco Central, com nova regulação, eliminando entulhos da alta inflação como SELIC, LFT , mudando as regras de liquidação de títulos públicos etc.
2. Com isso a taxa de juros cairá naturalmente e a poupança privada será liberada do mercado monetário (overnight, operações compromissadas, fundos com liquidez etc) para constituir mercado de títulos de longo prazo.
3. Isto permitirá desenvolver mercado de capitais de longo prazo no Brasil.
4. Banco Central além do controle da inflação deve explicitamente levar em consideração a estabilidade financeira, a geração de emprego e taxa de cambio.


# Reforma da Política Monetária

4. Uma vez estabilizada a taxa de câmbio, em condições normais, a política de taxa de juros do Banco Central deve ser igual à taxa internacional, respeitando a paridade de juros, sendo assim instrumento para equilibrar conta de capitais. O que permitirá manter reservas cambiais com custo muito baixo.
5. Quando houver choque de demanda e pressão inflacionária, o Banco Central deve responder elevando a taxa de juros e se for maior que a internacional utilizar instrumentos transitórios de controle de capitais de curto prazo.
6. Desindexando a economia de forma que a meta de inflação possa ser declinante ao longo dos anos até chegar a 2% a.a.

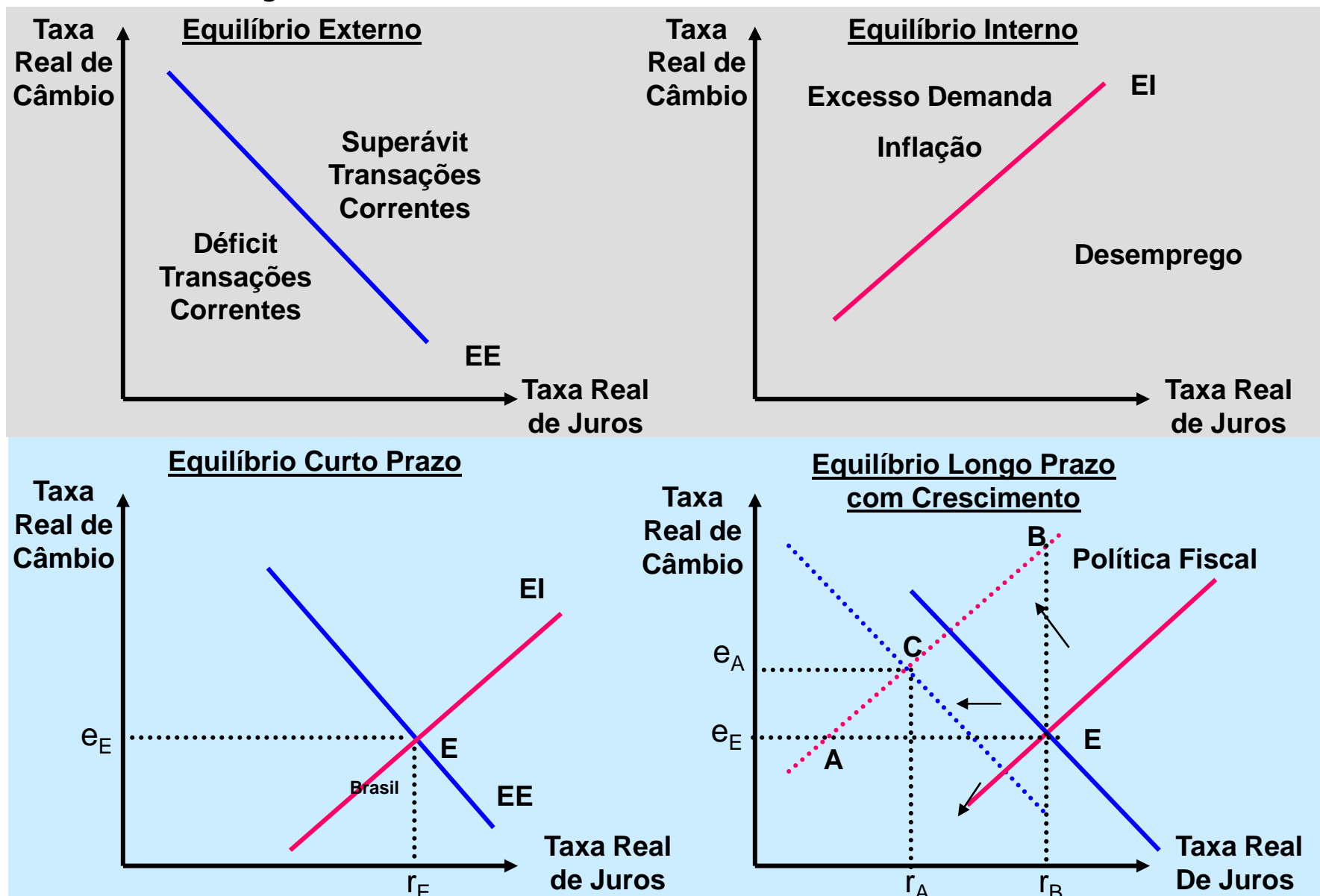
# Nova Política Fiscal

1. Lei fiscal com metas de longo prazo:
  - i. Controle das despesas corrente, abrindo espaço para elevação da taxa de investimento para pelo menos 25% do PIB.
  - ii. Superávit em conta corrente do governo para aumentar a taxa de investimento público para 5% a 6% do PIB.
  - iii. Redução da parcela do PIB apropriado pelo governo de cerca de 40% para 30% do PIB, em dez anos.
  
2. Buscar equilíbrio fiscal de longo prazo como instrumento para controlar expectativas de inflação de médio/longo prazos, trazer confiança e garantir crescimento sustentado.
  
3. No curto prazo, a política fiscal anti-cíclica deverá garantir estabilidade da economia.

# Nova Política Macroeconômica

Novo Tripé +	Objetivos	Estabilidade Interna		Estabilidade Externa		Crescimento Acelerado e Geração de Emprego
	Instrumentos	Preços	Dívida Pública	Superávit Transações Correntes	Equilíbrio Conta de Capitais	
Déficit Zero Superávit em Conta Corrente	Política Fiscal	●	●			●
Flutuação Administrada Assimétrica	Política Cambial	●		●		●
Meta de Inflação	Política Monetária	☀			●	●
 Se o Excesso de Demanda Pressionar a Inflação						
Instrumentos Seletivos e Transitórios	Precificar Capitais de Curto Prazo				☀	
	Esterilização	☀			☀	

# Dois Objetivos, Dois Instrumentos ou Três Objetivos, Três Instrumentos



# Dois Objetivos, Dois Instrumentos ou Três Objetivos, Três Instrumentos

