

# AUDIÊNCIA PÚBLICA CÂMBIO E MACROECONOMIA PARA O DESENVOLVIMENTO

---

Pedro Rossi

Professor do Instituto de Economia da Unicamp e  
pesquisador do Centro de Estudos de Conjuntura e Política  
Econômica (Cecon/Unicamp)

CEDES - Centro de Estudos e Debates Estratégicos

Setembro de 2021

# Pandemia e as mudanças na política econômica

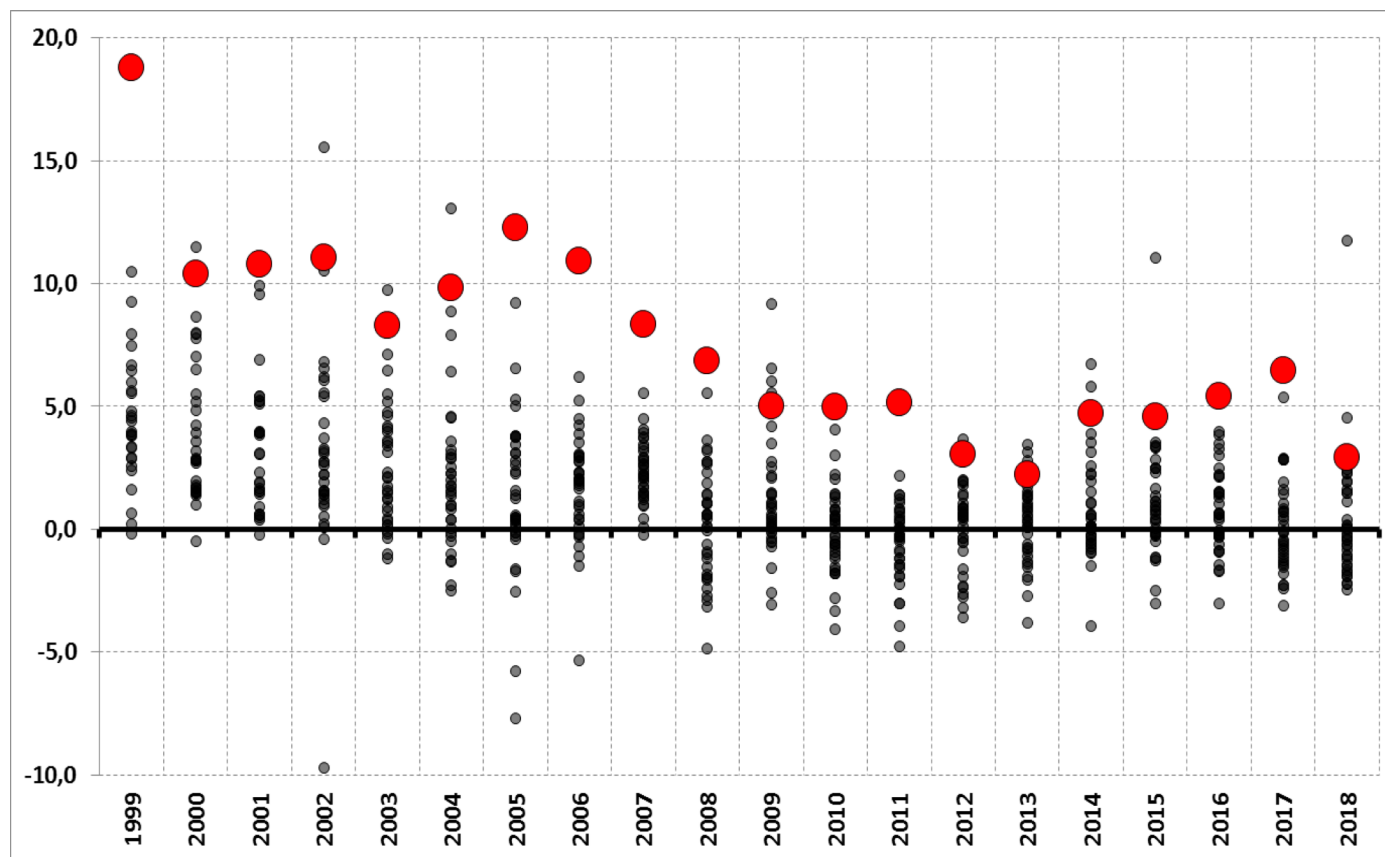
- A economia global experimenta um momento de inflexão. Não se tratam de transformações abruptas, mas de um movimento histórico gradual que modifica as formas de atuação dos Estados Nacionais e o manejo das políticas econômicas.
- A pandemia acelera transformações já em curso no que se refere às concepções de política econômica e ao papel do Estado na economia.
- Essas mudanças na concepção da política econômica aparecem nos planos de recuperação anunciados na Europa, o plano Next Generation EU (NGEU), e nos EUA, “American Rescue Plan”, “American Jobs” e “American Families”.
- Nesse contexto, do ponto de vista do desenvolvimento, o Brasil deveria rever a sua aposta estratégicas em reformas que esvaziam o papel do Estado.
- Do ponto de vista macroeconômico, devemos avaliar a opção feita pelo tripé macroeconômico e pensar alternativas, nas políticas fiscal, monetária e cambial.

Olhando para trás, o arranjo do tripé macroeconômico não entregou estabilidade macro.

- Com o tripé macroeconômico:
  - 1) Desde 1999, o Brasil apresentou uma das taxas de juros nominais mais altas do sistema internacional que não é explicada pela trajetória da inflação, tampouco pelo patamar da dívida pública,

## A taxa de juros no Brasil é fora da curva

Média anual da *police rate* real para 37 países (Brasil em destaque)

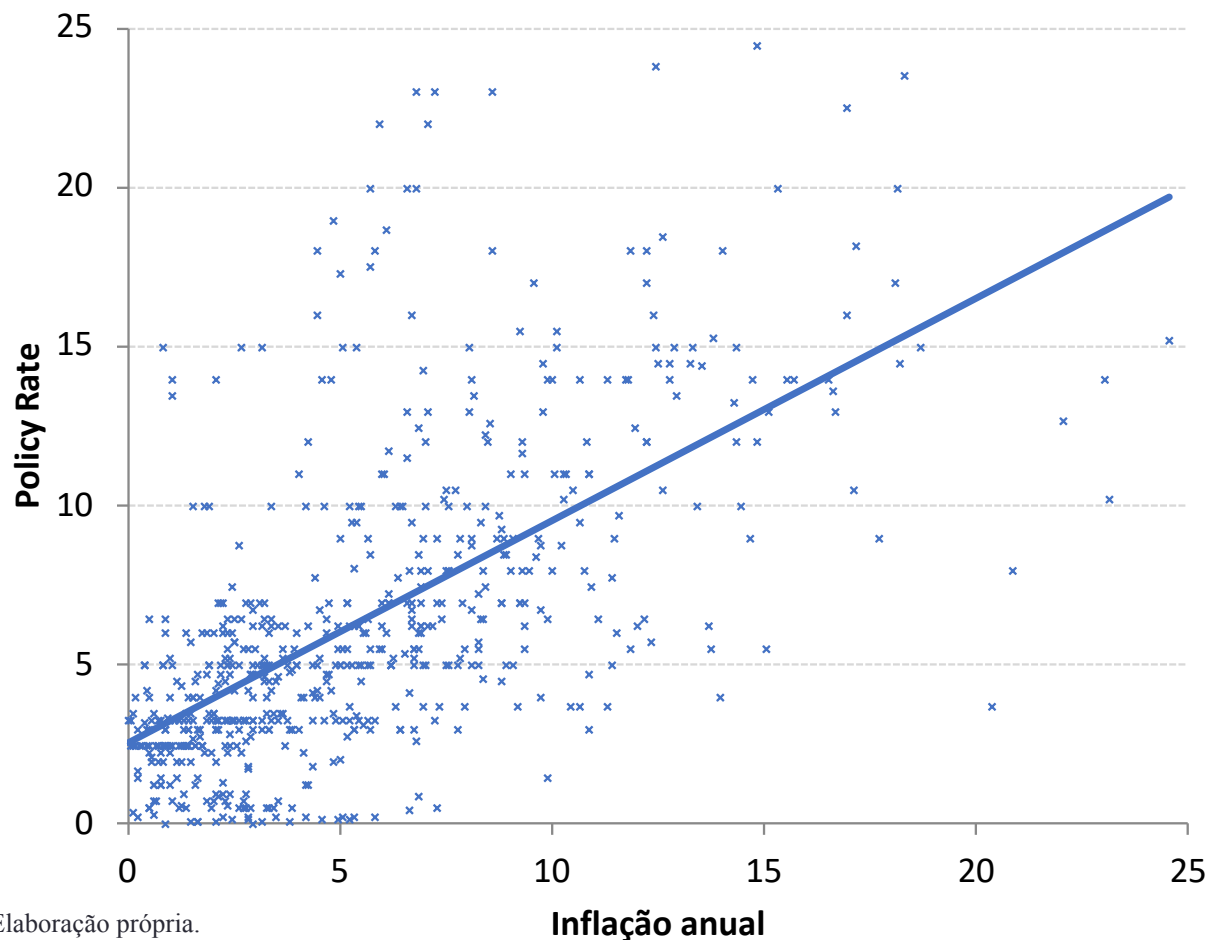


\* Foram excluídas do gráfico as observações da Arábia Saudita 1999-2001, com valores negativos abaixo de -10%, e da Argentina em 2001 com valor de 63,3%. Os países considerados estão listados em anexo.

Fonte: BIS. Elaboração própria.

## A taxa de juros no Brasil é fora da curva

Combinações anuais de taxas de juros e inflação para 80 países entre 1999 e 2017\*

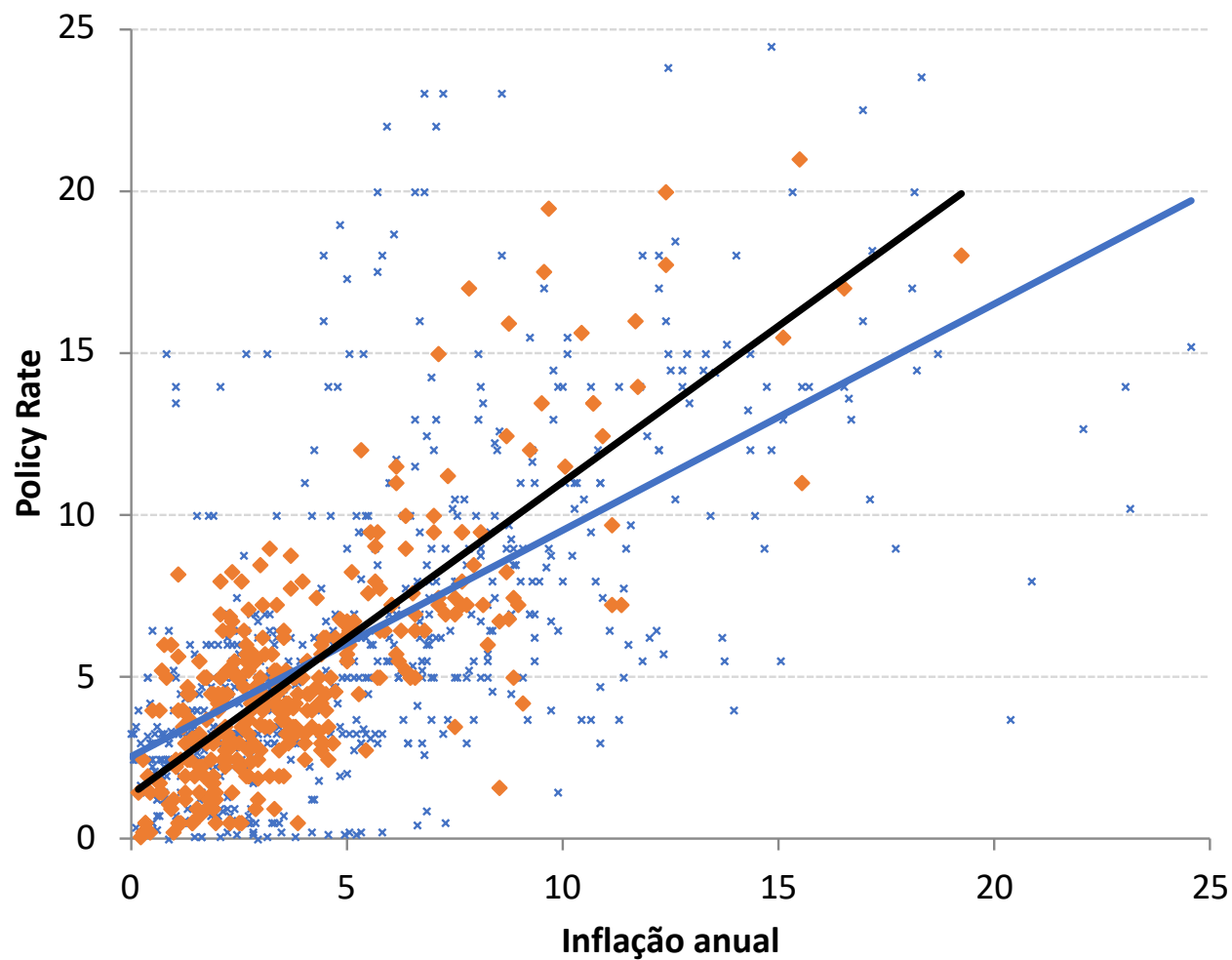


Fonte: FMI e Banco Mundial. Elaboração própria.

\* Ao todo o gráfico traz 982 observações de 80 países, em alguns anos não havia dados disponíveis para alguns países. Foram excluídas as observações onde a taxa de juros e/ou a inflação ultrapassou 20%. A lista de países com meta de inflação foi obtida em TAKAMORI (2018) para esse grupo de países foi considerado somente os anos com vigência do regime de meta de inflação. Os países considerados estão listados em anexo.

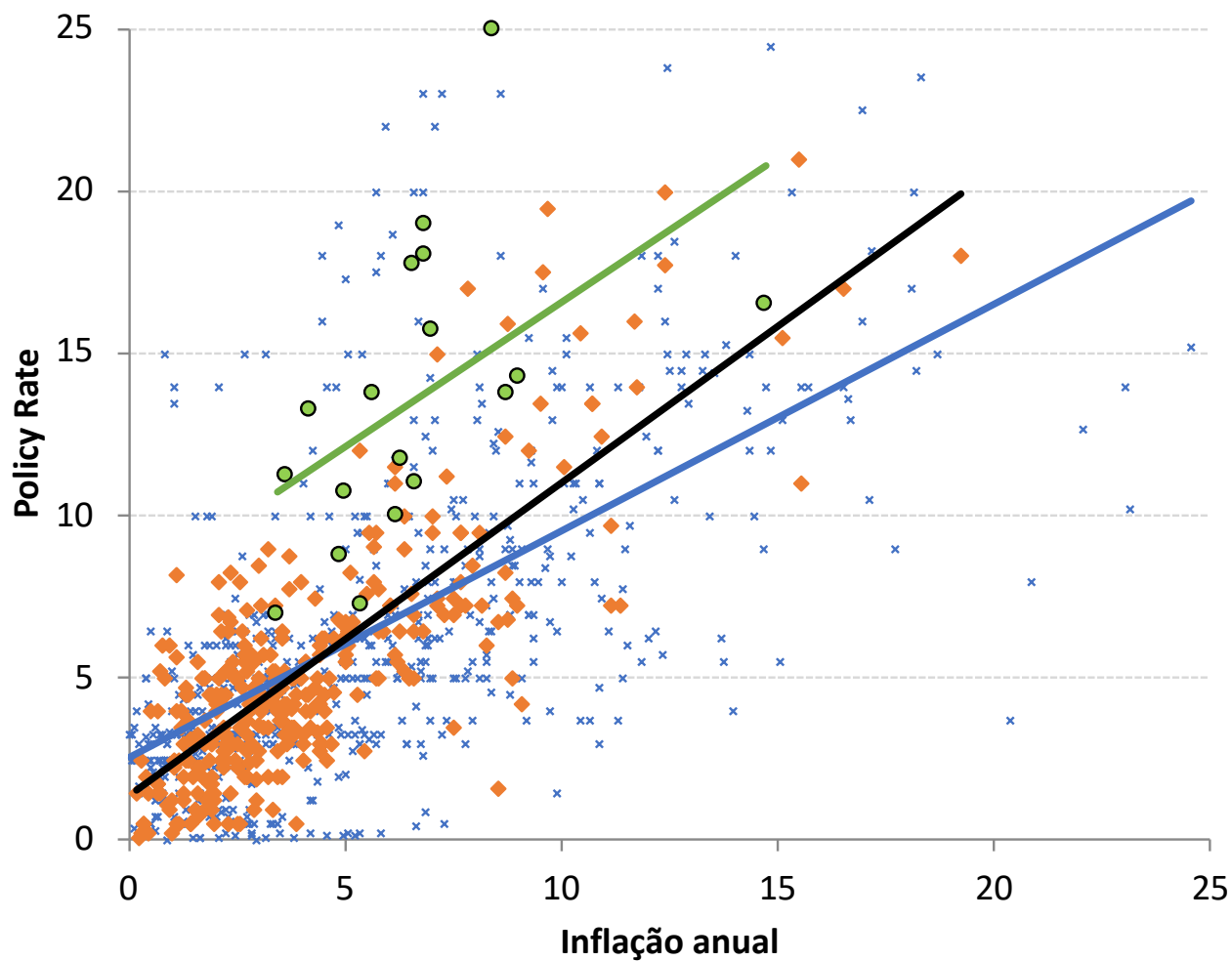
## A taxa de juros no Brasil é fora da curva

Combinações anuais de taxas de juros e inflação para 80 países entre 1999 e 2017\*



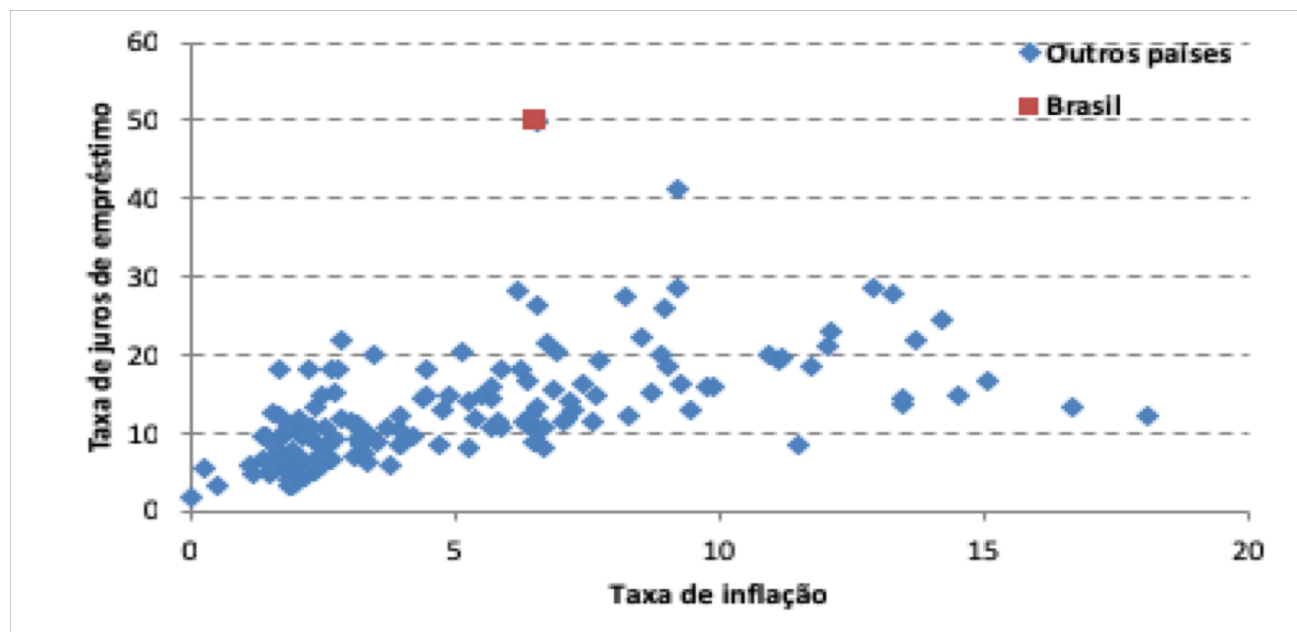
## A taxa de juros no Brasil é fora da curva

Combinações anuais de taxas de juros e inflação para 80 países entre 1999 e 2017\*



## A taxa de juros no Brasil é fora da curva

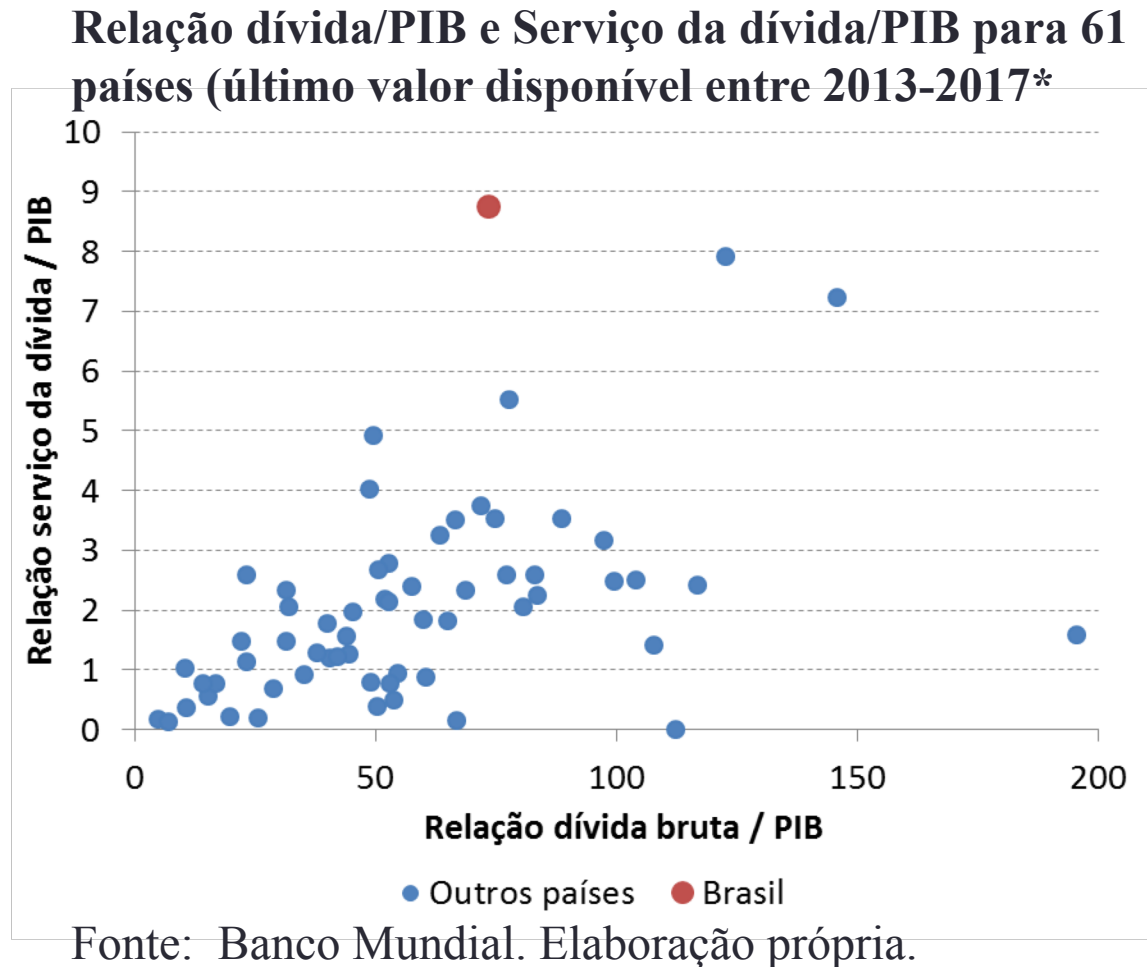
**Taxa de juros média de empréstimos e taxa de inflação anual para 158 países (1999-2016)\***



Fonte: Banco Mundial. Elaboração própria.



## O patamar da dívida pública não explica a taxa de juros.

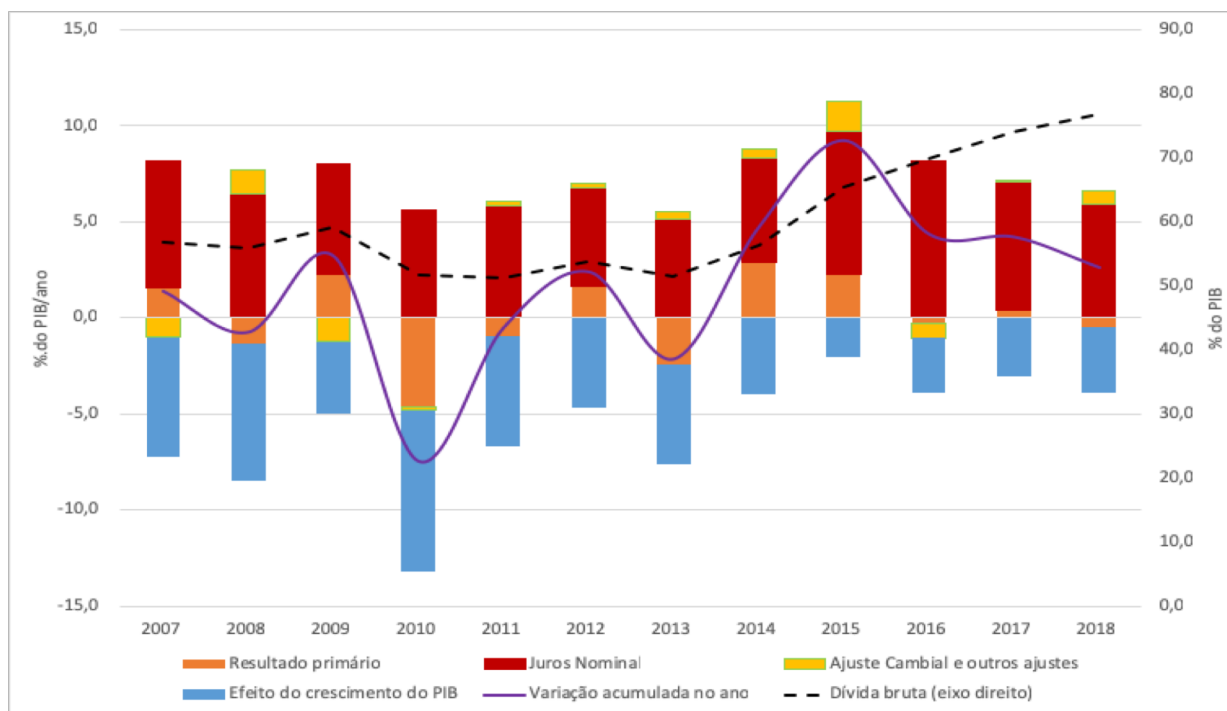


Olhando para trás, o arranjo do tripé macroeconômico não entregou estabilidade macro.

- Com o tripé macroeconômico:
  - 1) Desde 1999, o Brasil apresentou uma das taxas de juros nominais mais altas do sistema internacional que não é explicada pela trajetória da inflação, tampouco pelo patamar da dívida pública,
  - 2) o regime de metas de resultado primário e a regra de gastos não garantem a sustentabilidade da dívida pública, uma vez que as demais “pernas” do tripé, política monetária e cambial, tem alto custo fiscal. Além disso, o regime fiscal não permite um manejo adequado da política fiscal que amenize o ciclo econômico e garanta crescimento.

## O resultado primário não é o principal determinante para a evolução da dívida pública (nem o gasto primário)

### Condicionantes da dívida bruta do governo geral



Entre 2007 e 2014, a dívida se manteve estável (56,7% do PIB em 2007 e 56,3% em 2014) oscilando entre 59,2% e o 51,3% do PIB.

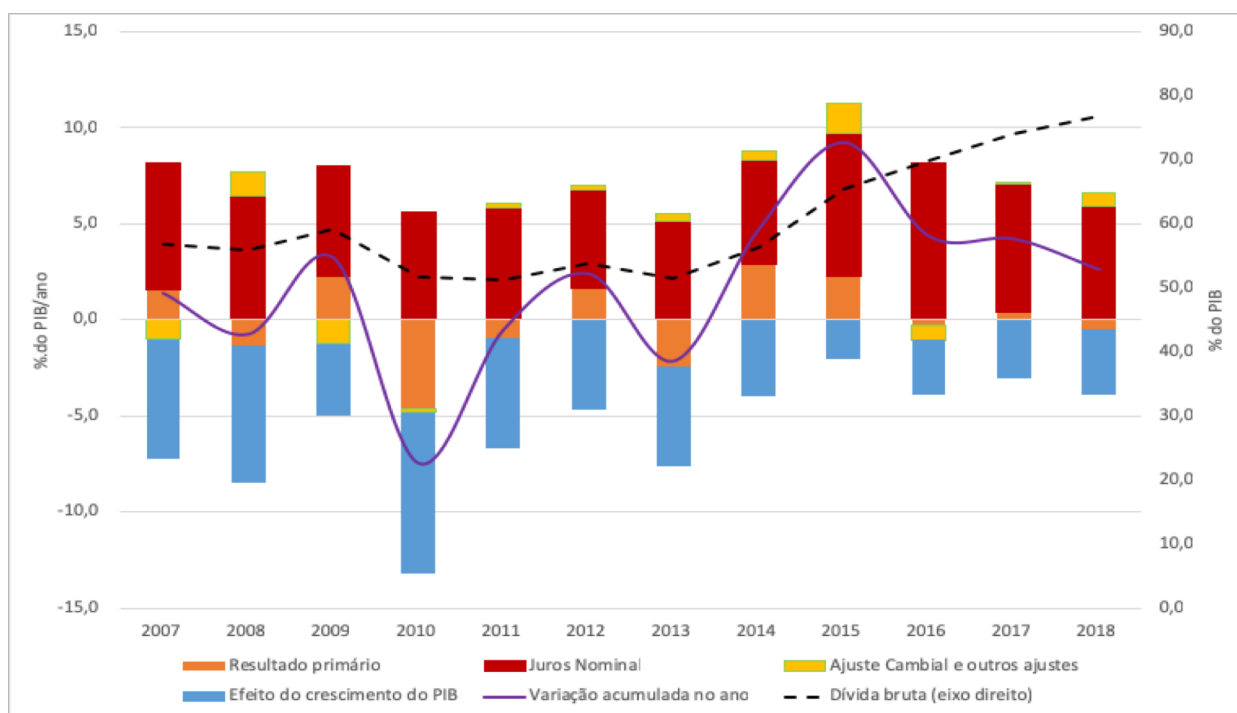
Nesse período, os juros nominais contribuíram em média com 5,7% do PIB por ano para o aumento da dívida, enquanto que o crescimento do PIB nominal contribuiu com o montante próximo (5,6%) para a redução da dívida.

Já as emissões líquidas que incluem o resultado primário teve um impacto próximo de zero, contribuiu positivamente para a redução da dívida em 0,1% ao ano em média.

Fonte: BCB. Elaborado pelos autores.

## O resultado primário não é o principal determinante para a evolução da dívida pública

### Condicionantes da dívida bruta do governo geral

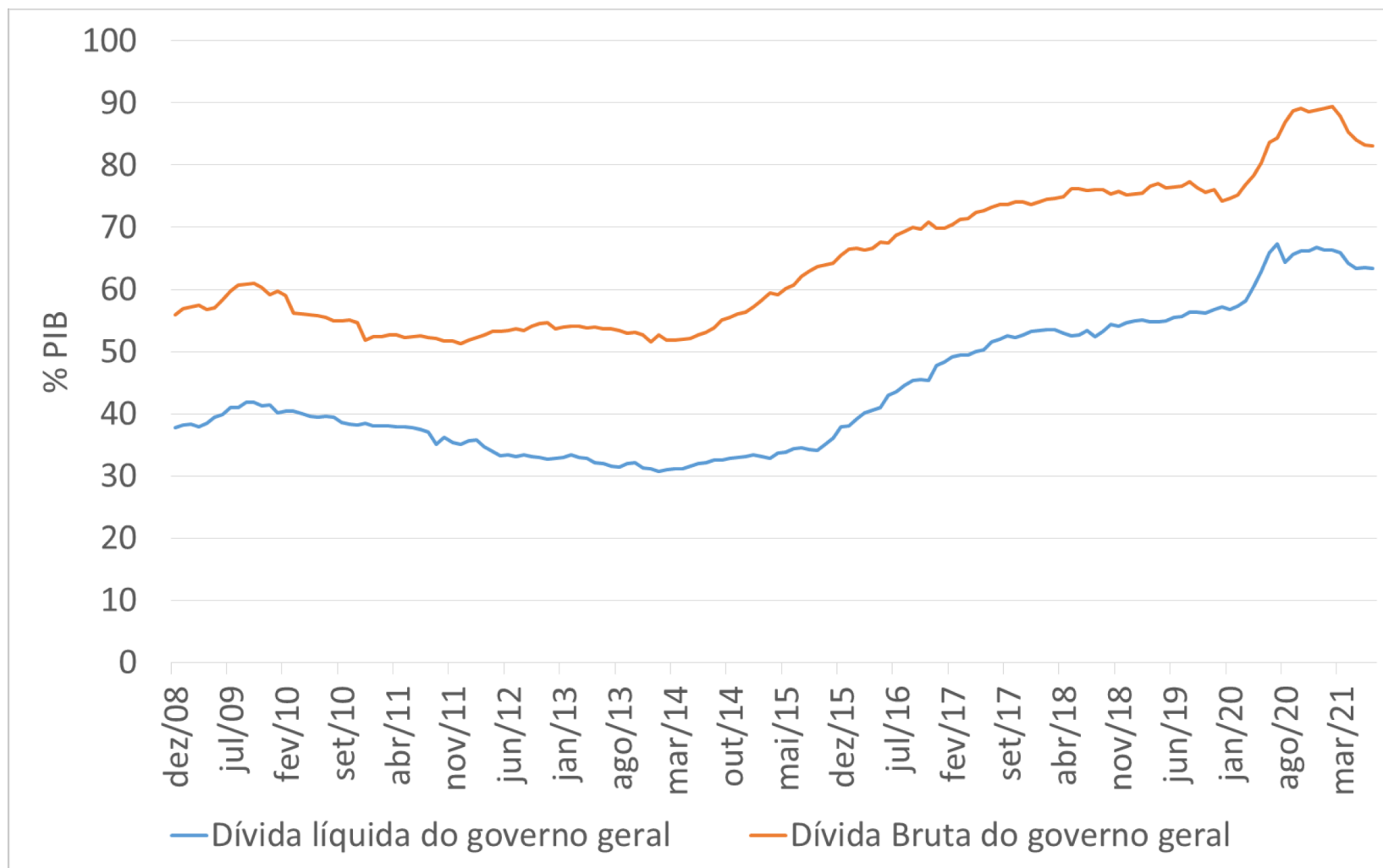


Já nos anos de 2015 a 2018, o aumento da dívida bruta se deve a dois condicionantes principais: a queda da contribuição do crescimento para redução da dívida que passa de 5,6% do PIB/ano no período anterior (2007-2014) para 2,8% do PIB/ano no período 2015-2018, e o aumento da contribuição negativa dos juros nominais, que passa de 5,7% do PIB/ano no período anterior (2007-2014) para 7,1% do PIB/ano no período 2015-2018.

As emissões líquidas respondem por 0,5 p.p. do PIB/ano do aumento da dívida bruta ao longo do período.

Fonte: BCB. Elaborado pelos autores.

No período da “gastança” a dívida estava estabilizada. O esforço de austeridade fiscal coincidiu com a desaceleração econômica e o aumento da dívida.

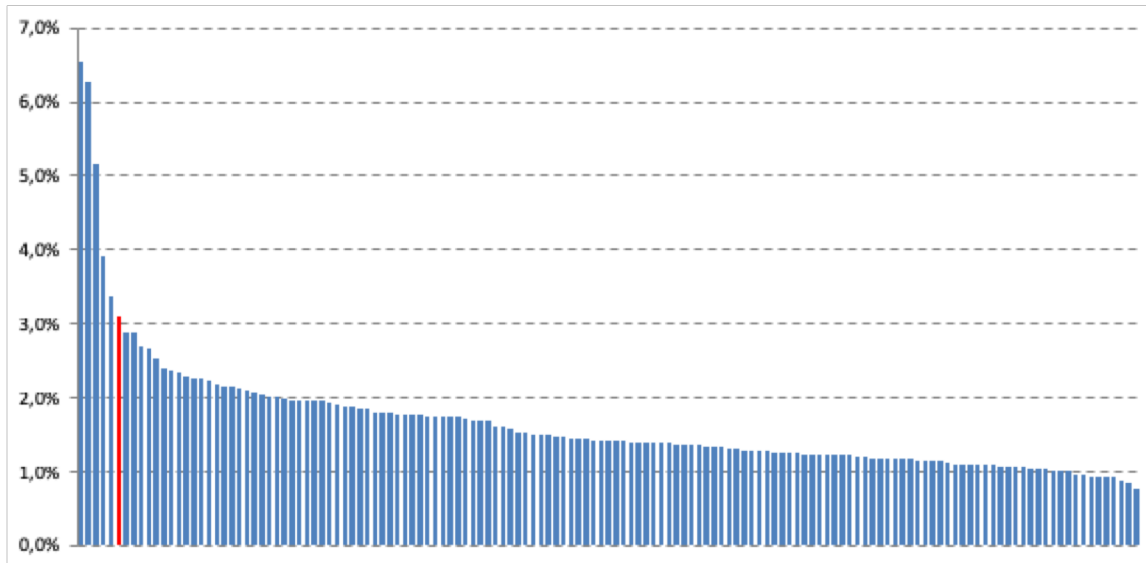


Olhando para trás, o arranjo do tripé macroeconômico não entregou estabilidade macro.

- Com o tripé macroeconômico:
  - 1) Desde 1999, o Brasil apresentou uma das taxas de juros nominais mais altas do sistema internacional que não é explicada pela trajetória da inflação, tampouco pelo patamar da dívida pública,
  - 2) o regime de metas de resultado primário e a regra de gastos não garantem a sustentabilidade da dívida pública, uma vez que as demais “pernas” do tripé, política monetária e cambial, tem alto custo fiscal.
  - 3) o regime de câmbio no Brasil apresentou nesses 20 anos uma das taxas de câmbio mais voláteis em relação ao dólar

## O regime de câmbio no Brasil apresentou nesses 20 anos uma das taxas de câmbio mais voláteis em relação ao dólar

### Média do módulo das variações mensais de câmbio real 1999-2018 para 142 países (destaque vermelho para o Brasil)



Fonte: FMI. Elaboração própria.

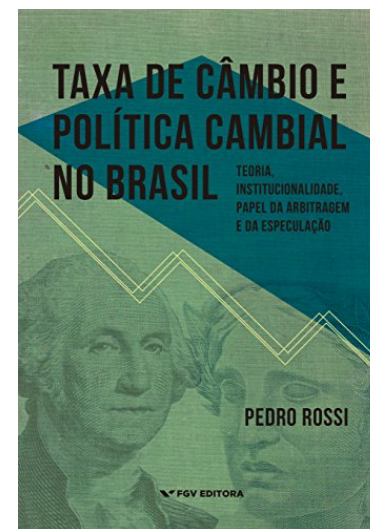
A volatilidade da moeda brasileira está entre as maiores do mundo, acima de 3% de variação mensal para cima ou para baixo, perdendo apenas para as moedas da Nigéria, Angola, Iran e Malawi.

Essa volatilidade cambial tem importantes implicações micro e macroeconômicas, uma vez que a incerteza gerada por uma taxa de câmbio volátil condiciona o processo de tomada de decisões dos agentes no plano micro e estabelece as macrocondições de competição que são menos favoráveis ao investimento produtivo.

Além disso, a volatilidade interfere na condução da política monetária por meio do pass-through da taxa de câmbio para o índice de preços, o que pode reforçar o alto patamar da taxa básica de juros.

## O regime de câmbio no Brasil apresentou nesses 20 anos uma das taxas de câmbio mais voláteis em relação ao dólar

- Padrão de flutuação da taxa de câmbio real/dólar é muito volátil, o que prejudica o investimento produtivo.
- Isso decorre da institucionalidade do mercado de câmbio brasileiro que é particularmente permeável à especulação financeira.
- Uma taxa de câmbio menos volátil e mais adequada ao desenvolvimento econômico brasileiro depende de mudanças nessa institucionalidade.
- Essas mudanças passam pelo aprofundamento da estrutura regulatória, e por uma inevitável redução das posições especulativas no mercado de derivativos, e a transferência gradual de liquidez para o mercado à vista.





# O PL do Câmbio (PL 5387/2019) vai na contramão da solução do problema

- “Dispõe sobre o mercado de câmbio brasileiro, o capital brasileiro no exterior, o capital estrangeiro no País e a prestação de informações ao Banco Central do Brasil.”
- Esvazia atribuições do Conselho Monetário Nacional e transfere poderes para o banco central
- O PL vai permitir um saldo de “dois degraus” na liberalização financeira
  - Crédito para não residentes em reais
  - Contas em dólar para residentes no Brasil
- A defesa diz que seguem-se as “práticas internacionais” e as orientações do código de liberalização da OCDE, que isso reduz custo e aumenta a eficiência.
- Mas a conversibilidade plena da moeda não é nem nunca foi consenso dentre as recomendações da OCDE e do FMI.
- O risco é o Brasil seguir o caminho da dolarização da economia, percorrido pela Argentina e Equador.
- A dolarização parcial ou total retira autonomia do governo na condução da política monetária e fiscal, aumenta a vulnerabilidade financeira e sujeita o país à graves problemas de restrição externa.

## Considerações finais

- O contexto pós pandemia é propício para repensar as políticas de desenvolvimento e as políticas macroeconômicas.
- O tripé macroeconômico fracassou em entregar a estabilidade macroeconômica necessária para um processo exitoso de desenvolvimento econômico. Em 20 anos de existência, o tripé entregou uma taxa de juros estruturalmente alta, uma taxa de câmbio real/dólar extremamente volátil e um regime fiscal que, além de pró-cíclico, é inadequado para estabilizar a dívida, dado o custo fiscal das demais pernas do tripé.
- Em vez de repensar essas políticas, o Brasil dobra a aposta no câmbio flutuante, liberalização financeira, em uma política monetária antiquada e na rigidez das regras fiscais. Estamos na contramão do mundo.
- No que se refere à política cambial, a volatilidade cambial precisa ser direcionada com políticas regulatórias e não com plena conversibilidade da moeda como proposto pelo PL 5387/2019. Essa volatilidade condiciona o investimento produtivo, a inflação, a política monetária e fiscal.

OBRIGADO!

[www.pedrorossi.org](http://www.pedrorossi.org)