

## POLÍTICA FISCAL E DÍVIDA PÚBLICA

### Uma abordagem sobre o *mix* “ideal” de política macroeconômica

Jedson César de Oliveira\*  
João Basílio Pereira Neto\*\*

#### 1. Introdução

A atual política macroeconômica brasileira tem se mantido praticamente a mesma desde julho de 1999, com o fim do regime de câmbio fixo e adoção do regime de metas inflacionárias. De lá para cá, pouca ou nenhuma mudança ocorreu na combinação de juros, câmbio e política fiscal. No entanto as condições, tanto nacionais quanto internacionais, que prevaleceram nos primeiros anos após 1999 modificaram-se em muito. Não se justifica mais a manutenção de uma política macroeconômica que combina elevadas taxas de juros, valorização do câmbio e elevada carga tributária como tem sido desde 1999.

Em relação à economia mundial, nos últimos anos, observa-se um abundante movimento de capitais em busca de maiores rentabilidades financeiras, principalmente em direção aos chamados países “emergentes”. Para o caso específico do Brasil, nota-se que a forte entrada de moeda estrangeira origina-se fundamentalmente por dois motivos: a) pelo expressivo saldo na balança comercial iniciado após a mudança para o regime de câmbio flutuante em 1999; e b) pela diferença existente entre as taxas de juros pagas pelos títulos do tesouro americano – considerados de risco zero – e aquelas pagas pelos títulos emitidos pelo Brasil, normalmente bem superiores, denominado pela literatura econômica como “arbitragem de taxa de juros”.

A entrada desses capitais tem provocado uma valorização na taxa de câmbio que, se por um lado reduz os preços dos bens e serviços produzidos externamente em relação aos nacionais contribuindo para o aumento das importações e reduz os preços dos insumos utilizados na produção interna, o que colabora no controle de preços dada a redução nos custos de produção, por outro, torna os bens e serviços produzidos internamente mais caros no exterior reduzindo a competitividade da indústria nacional.

É inegável que a entrada de divisas internacionais em países com baixo nível de estoque de capital – desde que esteja relacionado à ampliação da capacidade de produção, ao financiamento da dívida pública ou mesmo ao maior vigor do setor exportador – é um fator

---

\* Mestre em Desenvolvimento Econômico pela Universidade Federal do Paraná. Endereço eletrônico: [jecoli@sociais.ufpr.br](mailto:jecoli@sociais.ufpr.br).

\*\* Doutorando em Economia pela UFPR. Professor de Economia e Coordenador de Pós-Graduação em Finanças Corporativas e Mercados Financeiros na UniBrasil. Membro da equipe técnica do Boletim. Endereço eletrônico: [joabasilio@unibrasil.com.br](mailto:joabasilio@unibrasil.com.br)

positivo para a economia em questão. No entanto, uma corrente cada vez maior de analistas tem apontado que a maciça entrada de dólares no país nos últimos anos está relacionada principalmente à elevada taxa de juros real paga pelo governo brasileiro em relação aos demais países emergentes, visto que o principal componente do lado das transações correntes, a balança comercial, vem apresentando saldos positivos, porém eles são pequenos se comparados ao grande volume de capitais não ligados ao comércio.

Isso ocorre, em parte, porque as autoridades econômicas brasileiras têm demonstrado uma preocupação até certo ponto excessiva em relação às metas de inflação traçadas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN) ao definir um piso de taxa real de juros muito superior àquele necessário à manutenção do índice oficial de preços (Índice de Preços ao Consumidor Amplo-IPCA) no centro da meta estabelecida para o ano corrente e para o ano seguinte, ambas em 4,5%.

Uma observação da inflação oficial em 2006 (3,14%) e da expectativa de inflação do mercado para 2007 (3,6%)<sup>22</sup>, bem como a comparação entre as diversas taxas reais de juros apresentadas pelos países emergentes (quinta coluna da tabela 1) demonstra que existe um exagero na condução da política monetária por parte do Banco Central do Brasil (BACEN), o que acaba comprometendo o crescimento econômico da economia brasileira.

**Tabela 1. Dados Macroeconômicos Mundiais**

Países	Bal. Comercial 12meses -US\$ bi	IPC(Abr/Mai) em 12 meses	Taxa Juros 3 meses	Taxa real de juros	Res. Nom. do Gov. (% PIB)	PNB % Anual
China	216,70	3,4	3,06	-0,33	-1,3	11,1
Hong Kong	-19,00	1,3	4,50	3,16	2,6	5,6
Índia	-61,30	6,7	7,75	0,98	-3,3	9,1
Indonésia	41,50	6,0	8,43	2,29	-1,6	6,0
Malásia	28,30	1,4	3,62	2,19	-3,7	5,3
Singapura	35,00	0,6	2,56	1,95	0,3	6,1
Coréia do Sul	16,60	2,3	4,87	2,51	0,5	4,0
Taiwan	13,70	nd	3,50	nd	-2,3	4,2
Tailândia	7,00	1,9	3,75	1,82	-1,9	4,3
Turquia	-53,00	9,2	19,06	9,03	-2,7	5,2
Argentina	11,40	8,8	9,44	0,59	1,2	8,0
<b>Brasil</b>	<b>47,60</b>	<b>3,2</b>	<b>11,93</b>	<b>8,46</b>	<b>-2,4</b>	<b>4,3</b>
Chile	25,50	2,9	5,40	2,43	5,5	5,8
Colômbia	-1,00	6,2	7,98	1,68	-0,9	8,0
México	10,20	3,9	7,18	3,16	-0,2	2,6
Venezuela	28,20	19,5	10,11	-7,86	-4,7	8,8
África do Sul	-9,90	3,8	9,80	5,78	0,5	5,4
Peru	9,00	7,7	4,55	-2,92	0,4	7,3
Rep. Tcheca	2,60	2,4	2,95	0,54	-4,1	6,1
Polônia	-6,20	2,3	4,53	2,18	-2,4	7,4

Fonte: IMF, OCDE, The Economist, Cepal

Elaborado pelos Autores

Os dados referem-se em sua maioria aos meses de abril e maio de 2007, variando de país para país conforme divulgação.

<sup>22</sup> Relatório de Inflação do Boletim Focus do Banco Central do Brasil

A política monetária excessivamente conservadora do BACEN destoa não apenas da experiência concreta de outros países, mas contradiz a teoria macroeconômica para uma economia aberta com livre mobilidade de capitais e câmbio flexível, como é o caso brasileiro. Diz a teoria que numa economia aberta com livre mobilidade de capitais, a taxa de juros doméstica deveria ser igual a taxa de juros internacional somada a um prêmio de risco-país, devido à maiores incertezas como por exemplo o alto endividamento do setor público e um possível *default*, e a expectativa de desvalorização do câmbio.

Se aplicássemos tanto a experiência de outros países em situações semelhantes e ao mesmo tempo a teoria macroeconômica tradicional (a mesma usada pelo BACEN nos seus modelos), deveríamos ter uma taxa *real* de juros interna de aproximadamente 5,5%, que equivale a 4% de juros internacionais mais um prêmio de risco de 1,5%. Considerando uma expectativa inflacionária de 3,5%, deveríamos estar neste momento, operando com uma taxa nominal SELIC de 9,0% aa. Levando em conta, por fim, o efeito do câmbio sobre o valor dos ativos domésticos em moeda estrangeira<sup>23</sup>, em que atualmente há uma expectativa de valorização cambial, então a taxa de juros nominal deveria ser ainda menor do que os 9,0% aa.

Deste modo, surge uma questão: é possível reduzir a taxa real de juros brasileira atual, de aproximadamente 8,5%aa<sup>24</sup>, para patamares semelhantes à de países emergentes (4,0% a 5,0% aa) sem que isso provoque uma desvalorização da moeda nacional e comprometa a meta de inflação estabelecida pelo CMN? Em outras palavras, como compatibilizar uma taxa real de juros mais próxima da taxa real de juros de equilíbrio (4,0% a 5,0%), taxa essa alcançada principalmente pelo ajuste do setor externo da economia, com a conseqüente elevação da demanda interna sem prejudicar a estabilidade de preços?

Para tentar responder essa questão esse trabalho será dividido em quatro partes, além dessa introdução. Na primeira, faremos uma breve análise dos choques externos ocorridos na economia brasileira que culminou com a mudança do regime de câmbio em 1999, mas que só em 2002 começou a apresentar resultados mais significativos. Na segunda, discutiremos os efeitos que esses choques externos tiveram no âmbito interno. Na terceira, faremos algumas sugestões de alteração no atual mix de política econômica de modo a

---

<sup>23</sup> Uma desvalorização cambial provoca uma queda no preço dos ativos financeiros internos (como os títulos públicos) mantidos por investidores estrangeiros, pois na hora de convertê-los em dólar para sair do país, uma mesma quantidade de títulos será convertida numa quantidade menor de dólares. Pela teoria da arbitragem, ou pela paridade coberta da taxa de juros, este efeito da desvalorização deve ser embutido na taxa de juros nominal. O inverso ocorre quando há valorização cambial.

<sup>24</sup> Uma taxa *nominal* de 12%aa dividida por uma expectativa de inflação de 3,5%aa produz uma taxa *real* de juros de 8,21%aa. Vale lembrar que a grande maioria dos países tem uma taxa nominal em torno de 5,0%aa e inflação de 2,0% (vide tabela 1).

alcançar uma taxa de crescimento econômico maior do que a apresentada nos últimos anos sem prejuízo da estabilidade econômica alcançada a partir da década de 90. Na quarta parte apresentamos uma abordagem sobre o *mix* “ideal” de política econômica. E por fim, na quinta e última parte, procedemos às conclusões do trabalho.

## 2. O Ajuste Externo

A segunda metade da década de 1990 foi marcada por diversas crises na economia mundial, dentre as quais se destacam as do México (1995), do sudeste asiático (1997) e da Rússia (1998), o que acabou provocando uma rápida deterioração das condições econômicas internas e externas do Brasil. No início de 1999, o governo federal se viu obrigado a tornar o regime câmbio flexível devido a grande fuga de capitais e ao baixo nível de reservas internacionais, o que acabou provocando um *overshooting* da taxa de câmbio, e conseqüentemente, elevou a taxa de inflação medida pelo IPCA de 1,65 % em 1998 para 8,94% no ano seguinte. Para evitar que a taxa de inflação fugisse do controle, o governo decidiu elevar a taxa Selic, em abril de 1999, para 43,25% ao ano, o que acabou prejudicando o crescimento da economia.

O impacto da desvalorização da taxa de câmbio, da elevação da taxa real de juros e da redução da taxa de crescimento do PIB fez com que a dívida como proporção do PIB saltasse de 42,7% em 1998 para 48,7% no ano seguinte e para 56,5% em 2002, elevando a necessidade de financiamento do setor público de 7,9% do PIB para 10% em 1999 (pela metodologia tradicional)<sup>25</sup> e, portanto, aumentando o risco de *default* da dívida pelo governo brasileiro.

Em razão dos fatores citados acima, pode-se concluir que a adoção do regime de câmbio fixo com a implementação do Plano Real, que favorecia a valorização da moeda nacional, e as conseqüências dos choques externos na segunda metade da década de 90 foram muito prejudiciais à economia brasileira, visto que o aumento da dívida/PIB obrigou o governo a elevar os gastos com o pagamento de juros, a reduzir a sua capacidade de investir em infra-estrutura, a aumentar a carga tributária de 29% do PIB em 1997 para 36% em 2002 e, portanto, a reduzir a competitividade dos produtos brasileiros no exterior.

---

<sup>25</sup> “Em abril de 1999, o Banco Central do Brasil passou a divulgar os resultados fiscais a partir de duas metodologias. A primeira, a tradicional, na qual a dívida interna indexada à variação cambial recebe o mesmo tratamento das demais dívidas internas e a segunda, chamada de metodologia alternativa, onde a evolução da dívida interna indexada ao câmbio recebe o mesmo tratamento concedido à dívida externa. Evidentemente, o saldo da dívida e o resultado primário das contas públicas são necessariamente o mesmo em ambas as metodologias. A diferença entre as duas aparece nos resultados nominais e nos juros nominais” (Relatório Anual do Banco Central do Brasil- Ano 1999- Vol.35).

As maxidesvalorizações do câmbio ocorridas em 1999 e em 2002, por conta de dois ataques especulativos, acabaram por contribuir significativamente para ajustar o balanço de pagamentos da economia brasileira ao tornarem os bens e serviços produzidos internamente mais baratos no exterior, o que favoreceu a geração de grandes superávits na balança comercial nunca antes vistos. Seus efeitos, no entanto, somente começaram a ser observados a partir de 2002 quando as alterações nos preços relativos começaram a se refletir na elevação dos saldos comerciais, o chamado “efeito Marshall-Lerner”. Esse efeito deu início a uma grande transformação na economia brasileira ao proporcionar saldos positivos no balanço de pagamentos e, assim, a economia começa a ganhar credibilidade representada nas sucessivas quedas do risco-país, na crescente entrada de investimentos externos e na maior atração despertada nos títulos públicos denominados em moeda nacional.

Mas o ajuste externo via desvalorizações cambiais, em regime de câmbio flutuante, teve impactos fortes sobre o nível de inflação via mecanismo *pass-through*, o que exigiu por suas vez elevação da taxa de juros como medida compensatória de política monetária. Os efeitos do ajuste externo (ajuste cambial), da elevação dos juros e da carga tributária serão analisados em mais profundidade na próxima seção.

### 3. Efeitos Internos

A partir da análise acima chegamos à seguinte questão: por que o país não consegue operar com a taxa real de juros de equilíbrio calculada anteriormente, de aproximadamente 5,0%<sup>aa</sup>? Se as condições atuais nos permitem reduzir a taxa real de juros doméstica, por que não o fazemos? Qual a relação existente entre o nível de taxa de juros e a carga tributária existente na economia brasileira?

De acordo com Khair *et al* (2005, p. 2-3)<sup>26</sup>, o aumento da carga tributária é resultante da elevação e manutenção em níveis altíssimos de taxa de juros básica da economia brasileira, o que ocorre há mais de uma década. Ainda segundo os autores, “a política econômica está presa num círculo vicioso onde para se garantir a solvência da dívida pública é necessário elevar o superávit primário; como não se consegue cortar gastos correntes e juros, a carga tributária é elevada; como o aumento da carga é feito através de tributos sobre o mercado doméstico, há uma transmissão direta e inevitável para preços industriais e de serviços; logo, temendo que tais efeitos sejam repassados para os preços ao consumidor, as autoridades

---

<sup>26</sup> Khair *et al* (2005). Tributos e Juros: As duas grandes Cagas sobre a Economia (Uma análise para o debate). Disponível em [www.e-agora.org.br/uploads/JRAfonso20050203.pdf](http://www.e-agora.org.br/uploads/JRAfonso20050203.pdf). Acesso em 5 de junho de 2007.

monetárias elevam a taxa de juros para assegurar o cumprimento da meta de inflação; juros maiores elevam cada vez mais o custo do serviço da dívida pública e, o pior, é duvidosa sua eficácia para reprimir uma inflação puxada por preços administrados; para cobrir os gastos com juros e tentar reduzir o déficit nominal, bem assim para sinalizar a solvência da dívida pública, a tendência é se elevar novamente a meta de superávit primário; para atender o maior superávit, como o governo não consegue conter gastos, volta a disparar a máquina de elevação da carga tributária; depois só resta pedir a boa vontade dos empresários para que não repassem aos preços seus maiores custos tributários e de juros”.

Em linhas gerais o trabalho de Khair *et al* (2005) apresenta o caminho que a economia brasileira trilhou a partir da criação do Plano Real onde há uma relação estreita entre a taxa de juros e a carga tributária. Sendo mais abrangente, podemos incluir uma terceira variável nessa relação – a taxa de câmbio. A elevação dos juros para conter a inflação, dada a ineficiência em conter gastos, gerou concomitantemente um aumento na carga tributária e uma apreciação cambial pela entrada de capitais em busca do diferencial de taxa de juros. Desta forma, podemos afirmar que a economia brasileira apresenta uma anomalia, pois o *mix* de política econômica adotado pelo governo é composto de política monetária restritiva, política fiscal arrochada e política de câmbio apreciado, que também tem efeitos negativos sobre o crescimento econômico. Não é a toa que o país não cresce. Este é o motivo pelo qual se observou em 2005 e 2006 um comportamento dissonante da economia, quando o volume total de crédito expandiu-se em R\$ 185 bilhões (ou 36,7% de crescimento) e ao mesmo tempo a taxa de crescimento do PIB desacelerou de 4,94% em 2004, para 2,28% e 2,86% em 2005 e 2006, respectivamente. (Ver Boletim de Economia e Tecnologia, vol 08, jan/mar-2007, p. 137-41)

Ou seja, o *mix* atual é a síntese de tudo que os empresários abominam e isso se reflete na baixa capacidade de investimentos privados que, por sua vez, se reflete em uma baixa taxa de crescimento. Uma possível alteração no atual *mix* deve ser vista como medida mais apropriada do que simplesmente optarmos pela manutenção da estabilidade econômica já que ficou provado que por si só ela não levará ao crescimento.

#### **4. O *mix* “ideal” de política econômica**

A despeito da redução da taxa Selic iniciada a partir de nov/2005, que trouxe a taxa nominal efetiva de 18,49%aa para 11,95%aa em junho/2007, o excessivo gradualismo e o atual nível da taxa real de juros, o maior do mundo, ainda pode ser classificado como reflexo de uma combinação política monetária, fiscal e cambial, todas restritivas. Aliando este

gradualismo excessivo à carga tributária elevada e câmbio valorizado é de se espantar que a economia tenha crescido 3,9% (PIB ao custo dos fatores) no primeiro trimestre de 2007, comparados à 2006<sup>27</sup>. Com um novo mix é possível obter maiores taxas de crescimento compatíveis com a conjuntura internacional, dado que hoje o país cresce menos que a média mundial e a média dos demais países latino-americanos.

Nossa avaliação é de que é possível, e necessário, adotar um novo *mix* de política macroeconômica que reflitam as condições conjunturais e as oportunidades de agora, e não as vigentes a três ou quatro anos atrás. A nova política econômica envolve uma combinação de redução mais acentuada no corte da taxa Selic, com diminuição da carga tributária e desvalorização cambial, mantendo-se a restrição de estabilidade de preços. Nos próximos parágrafos explicaremos cada ponto em particular.

#### **4.1. Política Monetária**

A redução mais acentuada da taxa de juros poderá provocar um incentivo adicional à economia, pois tende a pressionar o setor financeiro à reduzir a taxa de juros praticadas na ponta dos tomadores de recursos, que ainda permanecem altas. Os juros sobre os créditos ao consumo e empréstimos de curto prazo ao setor produtivo ainda são elevadíssimos. Por este mecanismo a queda mais acentuada da taxa de juros estimula o crescimento pelo lado da demanda efetiva. Mas há uma razão maior para redução na taxa básica de juros que é seu peso sobre o orçamento público, que exige elevada carga tributária para garantir superávits primários, hoje ainda insuficientes para cobrir os juros da dívida interna. O ponto principal do *mix* proposto é que a queda mais acentuada dos juros abre espaço no orçamento para que se possa fazer ajustes na política fiscal. Dentre os dois efeitos da redução dos juros, o efeito sobre a demanda efetiva e o efeito sobre o orçamento público, o segundo é mais importante a nosso ver, pois permitirá que se use a política fiscal com mais liberdade do que atualmente se faz.

#### **4.2. Política Fiscal**

Com uma taxa de juros menor, aumenta-se o grau de liberdade de condução da política fiscal. O que estamos propondo é que ao invés de se aumentar gastos, o governo comece uma redução da carga tributária, hoje a maior do mundo entre os países de renda *per capita* semelhante a brasileira. Neste caso a alternativa mais indicada é a redução de impostos

---

<sup>27</sup> Para se ter uma idéia da estrangulação que o atual mix faz na economia brasileira, basta observar que a Argentina cresceu, no primeiro trimestre de 2007, 8%aa.

indiretos e não do imposto sobre rendas. Como se sabe o PIB a custo dos fatores é uma medida de valor agregado que não é afetado diretamente pela cobrança de impostos. Por sua vez o PIB a preços de mercado sim, de forma que a carga de impostos embutidos, de alguma forma vai se refletir em preços mais altos, como tem ocorrido no país nos últimos anos. A redução da carga tributária através de impostos indiretos tem a virtude de contribuir mais efetivamente para uma redução dos preços, sendo este mecanismo um dos meios de evitar inflação, no *mix* proposto.

Outro efeito da redução da carga tributária no curto prazo é o efeito renda sobre o orçamento dos consumidores. Menores preços significam salários reais mais altos, o que poderia impulsionar excessivamente o consumo e gerar inflação de demanda. Neste sentido há dois efeitos da redução da carga tributária sobre a inflação: o primeiro, o consumo, é positivo e desejável e o segundo, inflação de demanda, é negativo e indesejável. Desta forma o sucesso da política macroeconômica depende, entre outras coisas, da magnitude destes dois efeitos.

No entanto, como a política fiscal não estaria mais subordinada a política monetária para gerar superávits elevados para cobrir despesas com juros, é possível utilizar o canal dos gastos de forma complementar a redução dos tributos. Se o efeito renda for muito elevado, o impacto dele sobre a demanda efetiva pode ser anulado via corte de gastos. O aumento do consumo final pode ser compensado pela redução de gastos correntes no setor público, o qual tem se elevado acima do crescimento da economia nos últimos dez anos. Note-se que ambas as medidas, redução de carga tributária e redução dos gastos, são medidas amplamente reinvidicadas pela sociedade como um todo.

Os eventuais gargalos no setor produtivo que dependem de investimentos públicos não seriam afetados, pois a redução é sobre gastos correntes, não em investimentos.

### **4.3. Política Cambial**

O real foi a moeda que mais se valorizou no mundo recentemente, em relação ao dólar, o que indica que a atual política econômica está de alguma forma atraindo muito capital estrangeiro e ampliando a oferta de divisas. A compra de divisas por parte do BC está aumentando o estoque de dívida pública que, somando a NFSP, torna a redução da alta relação dívida/PIB uma tarefa mais árdua. Além do superávit em transações correntes de R\$ 39,8 bilhões em 2006, há um fluxo crescente de investimento estrangeiro direto (IED) e capital financeiro especulativo, este último atraído pela maior taxa real de juros do mundo. Não se pode negar que parte do IPCA-12 meses de 3,18%aa em abr/2007, deve-se em parte à



valorização cambial e a concorrência internacional. No entanto este ganho de curtíssimo prazo destrói parte da capacidade produtiva a médio prazo. Assim a redução da taxa real de juros diminui a pressão sobre o câmbio. Em complemento, a fim de evitar maiores valorizações, especialmente quando se está prestes a receber o *Investment Grade*, se faz necessário adotar medidas restritivas ou mais seletivas ao ingresso de capital financeiro, especialmente o de origem especulativa, como é feito em vários outros países, sem que crie nenhuma comoção no setor financeiro. Isto poderia ser feito via mecanismo de tributação, o que contribui para resolver dois problemas ao mesmo tempo, evita novas valorizações cambiais e aumenta a receita do governo, abrindo-se adicionalmente à queda dos juros, mais espaço no orçamento público.

O cenário econômico internacional está apontando para um recrudescimento de medidas protecionistas e nacionalistas no fluxo de comércio. O desequilíbrio causado pelas exportações asiáticas, chinesas principalmente, tem forçado países a desvalorizarem suas moedas em relação ao dólar como meio de incentivar suas exportações e proteger o setor produtivo interno. É preocupante que no caso brasileiro a moeda nacional seja uma das que mais se valorizou em relação ao dólar americano no último ano.

Uma desvalorização da moeda é necessária por dois motivos: reequilibrar a competitividade dos produtos nacionais, especialmente manufaturados, que sofreu deterioração por práticas semelhantes de outros países e conter a entrada de importados, especialmente bens de consumo final.

#### 4.4. Estabilidade de Preços

A questão do controle interno do nível de preços é o elemento crítico do *mix* proposto. De fato, pode-se argumentar que a combinação de política monetária, fiscal e cambial expansionistas pode ter um impacto sobre o nível de preços. Hoje o *mix* é oposto, com as três políticas agindo de forma contracionistas, com exceção para a elevação dos gastos correntes do governo que atua em sentido contraditório as demais.

A solução do problema da estabilidade dos preços está embutida no próprio *mix*. Nem todo o conjunto de política macroeconômica é inflacionário. Existem pelo menos quatro razões pela qual o impacto inflacionário não seria tão alto como se imagina.

Em primeiro lugar deve-se observar o efeito da redução dos juros sobre o custo de capital das empresas. As empresas não precisam alterar o *mark-up* para obterem taxas de retornos de investimento mais elevadas. Uma análise microeconômica em mercados oligopolistas revela que o custo médio das empresas, base de aplicação de taxas de *mark-up*,

será menor por conta da redução das despesas financeiras, com o que teríamos menores preços. Além disto o custo de oportunidade do mercado financeiro é menor, o que torna economicamente viável projetos com taxas de retornos menores. Em segundo lugar, a queda nos impostos indiretos significa também menores preços, pelo mesmo mecanismo de fixar *mark-up* descrito acima. O terceiro elemento que pode ajudar segurar os preços, pelo lado da demanda, é a redução de gastos do governo. Por fim, a quarta e, não menos importante, razão é que temos que levar em conta a capacidade de crescimento do produto potencial da economia, que pode ajudar em muito a diminuir a pressão sobre os preços. Com exceção de alguns setores-chave, como infra-estrutura de transporte, energia e setores intensivos em capital e grande escala, onde os investimentos demoram para maturar, os demais setores possuem oferta mais elástica. Devemos ter em mente que o setor de serviços é aproximadamente 64% do PIB e boa parte do setor industrial opera com capacidade ociosa devido a política cambial e ao baixo crescimento dos últimos. O que temos então é uma curva de oferta agregada mais horizontal do que vertical, e isto é favorável para o conjunto de política macroeconômicas que estamos tratando.

## 5. Conclusões

O principal elemento da revisão do *mix* de política macroeconômica não está necessariamente nas partes em si, mas na combinação. A virtude está no conjunto. O país hoje está pronto para crescer, com disponibilidade de recursos privados prontos para financiarem investimentos. A disponibilidade de recursos do setor público é uma questão também de reordenação orçamentária que por sua vez depende das estratégias de gastos e financiamentos adotadas. Um setor público com orçamento de aproximadamente 40% do PIB não pode alegar falta de recursos. O problema é que hoje eles estão comprometidos com pagamentos de juros e despesas previdenciárias, os dois maiores déficits. O próprio crescimento econômico aumentará a base de arrecadação previdenciária (a elasticidade do saldo previdenciário em relação ao crescimento é maior do que o orçamento público como um todo) permitindo-se uma redução mais acentuada na carga tributária.

Com exceção de pontos de gargalos na infra-estrutura, as bases para o crescimento estão disponíveis, e não requer soluções mágicas. As principais amarras hoje ao crescimento econômico encontram-se na atual combinação perversa de política macroeconômica, todas elas restritivas.

O debate em torno de uma nova política macroeconômica realmente voltada ao crescimento é fundamental. A discussão sobre crescimento hoje, a depender do governo, está

---

centrada no Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e seus efeitos positivos sobre a economia. O PAC deveria ser visto apenas como a parte dos investimentos do governo para resolver gargalos na infra-estrutura. Mas o crescimento do país não pode ficar restrito a um conjunto de investimentos do setor público. Há muitos mais elementos a serem considerados, especialmente variáveis macroeconômicas de curto e médio prazo, os quais hoje não estão recebendo a devida atenção, a não ser de forma isolada. Ora trata-se do problema dos juros, ora da tributação, ora do câmbio, mas não de sua orquestração equilibrada.

É extremamente importante que o país repense sua política macroeconômica, pois o que temos hoje é um processo descoordenado, onde se deseja crescimento, mas adota-se na prática políticas contracionistas e expansionistas ao mesmo tempo, com predomínio das primeiras. O momento atual é propício a uma outra política macroeconômica que não a atual, que reflète as condições conjunturais de quatro ou cinco anos atrás.

