

## Obstáculos à Estabilização Macroeconômica e uma Agenda keynesiano-Institucionalista para a Economia Brasileira

Fernando Ferrari Filho\*

### Resumo

O artigo, por um lado, argumenta que as políticas macroeconômicas implementadas pelos governos brasileiros desde o Plano Real não têm sido capazes de assegurar uma dinâmica de crescimento sustentável e solucionar os principais problemas econômicos do país, entre os quais os desequilíbrios de balanço de pagamentos e os gargalos estruturais. Por outro lado, ele apresenta um conjunto de medidas econômicas, de curto e longo prazo, de cunho keynesiano-institucionalista, para que a economia brasileira tenha estabilidade macroeconômica, entendida como inflação sob controle, crescimento econômico sustentável, equilíbrios fiscal e externo e distribuição de renda.

**Palavras-chave:** Economia brasileira, teorias keynesiana e institucionalista e estabilidade macroeconômica

### Abstract

The article aims at, on the one hand, arguing that the macroeconomic policies adopted since the Real Plan have not been able to ensure a sustainable economic growth and solve the main economic problems, such as balance of payments imbalances and structural bottlenecks. On the other hand, in the light of the Keynesian and Institutional approaches, it presents some economic measures to ensure macroeconomic stability, that is, sustainable economic growth, inflation under control, fiscal and external balances and income distribution.

**Keywords:** Brazilian economy, Keynesian and Institutional theories and macroeconomic stability

**JEL Classification:** E12, N16, O11

\* **Fernando Ferrari Filho** é Professor Titular do DERI/UFRGS e Pesquisador do CNPq. Foi presidente da Associação Keynesiana Brasileira entre 2008 e 2010.

## 1. Introdução

Desde 2007-2008 a economia mundial vem convivendo com os desdobramentos da crise do *subprime*, cujas consequências são (i) a instabilidade e o “empocamento” de liquidez do sistema financeiro internacional, (ii) a Grande Recessão (GR) em 2009 e 2010 e, a partir de 2011, a lenta e assimétrica recuperação,<sup>1</sup> e, (iii) a crise fiscal-financeira na zona do euro.

No Brasil, o impacto da crise financeira norte-americana foi significativo: no biênio 2007-2008 a economia brasileira cresceu em média 5,6% ao ano, ao passo que em 2009 o PIB decresceu 0,2%. Para evitar um efeito contágio mais dramático da GR sobre a economia brasileira, as Autoridades Econômicas (AE) implementaram um conjunto de medidas fiscais, monetárias e cambiais para estimular a atividade econômica. Os resultados dessas medidas acabaram surtindo efeito no curto prazo: em 2010 o PIB cresceu 7,6%.

Todavia, entre 2011 e 2014, a economia brasileira não somente voltou a apresentar resultados pífios de crescimento – a taxa de crescimento do PIB foi da ordem de 2,3%, média anual<sup>2</sup> –, bem como alguns de seus crônicos problemas, conjunturais e estruturais, voltaram à cena, quais sejam, a inflação acelerou-se (entre 2011 e 2014 o IPCA acelerou-se e seu comportamento médio foi de 6,2% ao ano, bem acima do *target* do RMI que é de 4,5%); os déficits de balanço de pagamentos em transações correntes (BPTC) cresceram – no referido quadriênio o BPTC acumulou um déficit de US\$ 279,1 bilhões; o resultado primário fiscal deteriorou-se (ele caiu, em relação ao PIB, de 3,1% em 2011, para - 0,6% em 2014); e o processo de desindustrialização recrudescceu.

Diante deste cenário, surgem as seguintes questões: Por que o desempenho da economia brasileira em termos de PIB não se sustenta? Como reverter os problemas conjunturais e estruturais da economia brasileira?

Diga-se de passagem, estas perguntas, entre outras, devem nortear as ações do governo Dilma Rousseff no período 2015-2018.

De nossa parte, visando sinalizar reflexões às referidas questões, o artigo tem dois objetivos: por um lado, a partir das teorias institucionalista e keynesiana, ele argumenta que as políticas macroeconômicas implementadas pelas AE, entre o final da década de 1990 e os anos atuais, não se constituíram em um sólido pilar para assegurar a dinâmica de crescimento sustentável e solucionar os problemas econômicos conjunturais e estruturais; e, por outro lado, ele apresenta um conjunto de medidas econômicas, de curto e longo prazo, de cunho keynesiano-institucionalista para que a economia brasileira tenha estabilidade macroeconômica, entendida com inflação sob controle, crescimento econômico sustentável, equilíbrios fiscal e externo e distribuição de renda.

Para tanto, além desta introdução, as seções 2 e 3 apresentam, respectivamente, considerações sobre os fundamentos das teorias institucionalista e keynesiana e uma proposta keynesiano-institucionalista para assegurar estabilização macroeconômica para o País. Por fim, a seção 4 apresenta as considerações finais.

---

<sup>1</sup> Para se ter uma ideia do impacto da crise do *subprime* sobre a atividade econômica mundial, segundo o FMI (2015), entre 2003 e 2007 o PIB e o comércio mundial cresceram, em média, 5% e 7% ao ano, respectivamente, ao passo que entre 2008 e 2014 as médias anuais de crescimento do PIB e do comércio mundial foram, respectivamente, 3,2% e 3%.

<sup>2</sup> Se formos um pouco mais além do período recente, observamos que, desde a adoção do regime de metas de inflação (RMI), em junho de 1999, e da política macroeconômica alicerçada no Novo Consenso Macroeconômico (NCM) – além do RMI, metas de superávit fiscal e câmbio flexível –, o país apresenta uma baixa taxa média de crescimento do PIB, 2,9% ao ano, e o crescimento do PIB comporta-se à *la stop and go* (BCB, 2015).

## 2. Considerações sobre os Fundamentos das Teorias Institucionalista e Keynesiana

A relação entre o processo econômico (por que não, estabilização macroeconômica conforme definição acima?) e instituições é alvo de muitas controvérsias, muitas certezas e pouco aprofundamento teórico. Isto ocorre principalmente em economias periféricas ou emergentes, como é o caso da economia brasileira. Poucos, entretanto, se perguntam ou questionam sobre qual seria, então, o ambiente ideal para evoluir tal processo de forma exitosa, progressiva e desatrelada das amarras que o obstaculizam.

Pela abordagem institucionalista de Thorstein Veblen, John Commons e Wesley Mitchell, identificados, sob a liderança do primeiro, como o *Original Institutional Economics* (OIE), instituição é o padrão de ação coletiva que se origina do conjunto de regras, hábitos e do comportamento humano que partem dos indivíduos. Esta definição associa-se ao padrão evolucionário da sociedade, que não é previsível, nem teleológico, mas histórico, processual e “absurdista” (Conceição, 2012). Assim, o institucionalismo opõe-se ao neoclassicismo por este último tratar os indivíduos como dados, cujas preferências são exógenas e as decisões visam sempre otimização. Tal imprecisão ofusca a compreensão do papel dos indivíduos no processo de decisão econômica, que é incerto, instável, idiossincrático e específico, e que não o impede de interagir com o todo, formado pelas instituições, que repercute no plano macroeconômico. Este é o ponto de ligação entre as visões “velho”-institucionalistas e keynesianas e que se constitui, em nosso ponto de vista, no principal ponto a ser desenvolvido pelas agendas de pesquisa institucionalistas e pós-keynesianas.

Atualmente, a corrente derivada de Veblen, que se contrapõe à Nova Economia Institucional (NEI),<sup>3</sup> é designada por alguns autores como “neo-institucionalista”. Tal visão reivindica uma aproximação com o evolucionismo darwiniano. Nesse sentido, para os “neo-institucionalistas” o processo de estabilização macroeconômica é sinuoso, incerto, derivado do comportamento idiossincrático dos indivíduos, que elegem rotinas, inovações, novos padrões e rupturas, as quais, no plano agregado, conformam as instituições, e, por consequência, perfilam distintas trajetórias de estabilidade. As “convenções” para a estabilidade macroeconômica, que formam o *animal spirits*, a que se referia John Maynard Keynes no capítulo 12 da *The General Theory of Employment, Interest and Money* (2007), de agora em diante GT, dialogam com esta concepção.

A nosso ver, reside neste ponto a essência do processo de estabilidade macroeconômica. Ele não é forjado automaticamente na pressuposição analítica de uma macroeconomia ideal e teoricamente consistente, a não ser que dialogue com os princípios de ação coletiva e social, que partem do comportamento e da ação dos indivíduos. Estes não são e nem podem ser exógenos, racionais e otimizadores, descolados da ação social e passivos em relação ao processo histórico; mas, eles são protagonistas efetivos que se manifestam através de seus hábitos e padrões de ações coletivas daí decorrentes, materializadas nas instituições, que conduzem, para o bem ou para o mal, o percurso de sua trajetória histórica. E foi este princípio que levou Keynes (1972) afirmar sua concordância em relação ao que Commons pensava sobre a economia e sobre os princípios de ação coletiva.

Portanto, estabilização macroeconômica (ou crescimento econômico, se elencarmos uma prioridade) não é, do ponto de vista institucionalista, apenas um princípio a ser seguido, mas uma orientação, um guia tal que oriente do plano macroeconômico para o microeconômico, um ambiente de decisão econômica expansionista. Podemos chamar tal

---

<sup>3</sup> A tradição da NEI propõe o conceito de instituição como o conjunto de regras formais e informais e sua “evolução”. Segundo a NEI, seriam estas regras que assegurariam “ordem” ao sistema, garantindo, assim, uma maior estabilidade sistêmica, a qual minimizaria incertezas, inerentes às imperfeições do mercado. Para maiores detalhes, veja, por exemplo, Williamson (2000).

orientação de convenções, estratégias, *animal spirits* ou, simplesmente, ambiente institucional ou “institucionalidade”. O que importa é a forma como tal noção repercutirá sobre a economia.

Por sua vez, como se sabe, o projeto de Keynes na GT consiste em, por um lado, mostrar a lógica de funcionamento de uma economia monetária, negando, assim, o princípio de mercados autoequilibrantes e autorregulados, e, por outro lado, propor medidas econômicas que evitem as flutuações cíclicas dos níveis de produto e de emprego. Para Keynes, flutuações de demanda efetiva e no nível de emprego ocorrem porque, em um mundo no qual o futuro é incerto e desconhecido, os indivíduos preferem reter moeda e, por conseguinte, suas decisões de gastos, sejam de consumo, sejam de investimento, são postergadas.

Por que, na economia de Keynes, a moeda deixa de ser neutra? Em outras palavras, por que a retenção de moeda, por parte dos indivíduos, se constitui em uma forma de segurança (*hedge*) contra a incerteza em relação aos seus planos de transações e produção, condicionando, assim, a dinâmica do processo produtivo? A explicação encontra-se em dois capítulos específicos da GT: 12 e 17.

O capítulo 12 (Keynes, 2007) mostra que as expectativas dos indivíduos, mais especificamente as dos investidores, são determinadas pelos seus instintos, *animal spirits*, e não necessariamente pelo rendimento esperado de um ativo, uma vez que as informações necessárias à formação dessas podem não existir. Para Keynes, a atividade econômica é operacionalizada conforme o calendário de um tempo histórico: as decisões dos agentes econômicos são realizadas tendo como referência a irreversibilidade do passado e a imprevisibilidade e o desconhecimento do futuro.

No capítulo 17, Keynes (2007) mostra que a moeda é um ativo que se diferencia dos demais em razão de suas propriedades essenciais: por um lado, sua elasticidade de produção é zero — isto é, a moeda não é produzida pela quantidade de trabalho que o setor privado incorpora no processo produtivo; e, por outro lado, a elasticidade-substituição da moeda é nula, o que quer dizer que nenhum outro ativo não líquido exerce as funções de unidade de conta, meio de troca e reserva de valor que são desempenhadas pela moeda.

As referidas propriedades da moeda são fundamentais para caracterizar a importância que a moeda exerce em uma economia monetária: ao ser a segurança contra a incerteza, ela aproxima, por meio dos contratos monetários, passado, presente e futuro, coordenando, assim, a atividade econômica.

Pois bem, o princípio da demanda efetiva é desenvolvido a partir da ideia de não-neutralidade monetária: existe insuficiência de demanda efetiva pelo fato de que os indivíduos alocam renda na forma de riqueza não reprodutível, em vez de alocá-la para a aquisição de bens produzidos por trabalho. Assim, crises econômicas se manifestam porque a moeda é uma forma alternativa de riqueza.

Qual é a solução de Keynes para a insuficiência de demanda efetiva? Em um contexto no qual, por um lado, a política monetária não consegue induzir os agentes econômicos a se livrarem da riqueza monetária, revertendo, assim, suas decisões de gastos (Keynes, 2007, p. 267), e, por outro lado, a flexibilidade dos salários nominais não é condição necessária nem suficiente para manter a economia em pleno emprego (*Ibid.*, p. 257), a intervenção do Estado, seja em termos de atividade produtiva e de políticas públicas, seja no sentido de criar mecanismos que propiciem um ambiente institucional favorável às tomadas de decisões dos agentes econômicos, constitui-se na solução para as crises de demanda efetiva.

### 3. Uma Proposição Keynesiano-Institucionalista para a Economia Brasileira

A partir da fundamentação teórica da seção anterior e ciente de que, desde o final dos anos 1990, as políticas macroeconômicas alicerçadas no NCM e a ligeira flexibilidade fiscal e monetária pós-crise do *subprime* não foram capazes de criar condições, literalmente *embedded* pelos agentes econômicos, para assegurar a estabilização macroeconômica no País, o que fazer?

Em termos macroeconômicos, tem-se que despertar o *animal spirits* dos empreendedores. Para tanto, é necessário expandir a relação formação bruta de capital/PIB dos atuais 19% para 25%. Nesse sentido, políticas contracíclicas e reversão das restrições externas são prioridades, tais como:

(i) A política fiscal deve ser implementada de forma a assegurar a manutenção dos atuais gastos em programas sociais e concentrar esforços e recursos orçamentários nos investimentos públicos, especialmente em infraestrutura; nesse particular, parcerias público-privadas devem ser incentivadas. Por outro lado, as AE devem, sempre, buscar a *responsabilidade* fiscal, embora esta deva ser entendida não como um fim em si mesmo, mas seguindo o critério de administrar a política fiscal de forma contracíclica: em períodos de crise e recessão, política fiscal expansionista, ao passo que em épocas de prosperidade e de crescimento econômico acima da capacidade produtiva ela deve ser, respectivamente, neutra e contracionista.

(ii) A política monetária deve ser orientada pelas metas de crescimento e emprego e não somente pelos *targets* de inflação. Nesse sentido, não se pode prescindir de política monetária discricionária. É importante ressaltar que política monetária discricionária não quer dizer ser condescendente com a inflação. Em nosso ponto de vista, pelo fato da atual inflação brasileira possuir diversos componentes, tais como choques de demanda e oferta e inércia, regras monetárias e política monetária contracionista não conseguem gerar um efeito transmissor juros-preços eficiente.<sup>4</sup> Ademais, para que a política monetária atinja seus objetivos, o Banco Central do Brasil (BCB), independentemente do presidente possuir mandato fixo, tem que ter plena liberdade para operacionalizar sua política monetária de forma a manter a inflação sob controle e estabilizar os níveis de produto e emprego.

(iii) Em termos cambiais, entende-se como oportuno que o BCB administre o câmbio de maneira a lograr a manutenção de taxa de câmbio real efetiva (TCRE) competitiva, objetivando, assim, que quaisquer ações especulativas no mercado de divisas estrangeiras possam ser coibidas. Indo nessa direção, por exemplo, Ferrari Filho e Paula (2012) propõem a criação de um Fundo de Estabilização Cambial. A ideia é que o Tesouro Nacional compre e venda divisas para se atingir a TCRE, fundamental tanto para equilibrar o balanço de pagamentos, mitigando, assim, as restrições externas, quanto ter-se uma taxa de câmbio que não seja tão apreciada a ponto de criar desincentivos ao setor industrial nem tampouco muito desvalorizada para, via efeito *pass-through*, reduzir o poder de compra dos salários. Ademais, o regime de câmbio proposto tornar-se-ia pouco eficiente se nada for feito em relação à liberalização da conta de capitais. Nesse particular, controles de capitais devem ser implementados para que o BCB tenha autonomia de política monetária, para que o real não se valorize e para que sejam evitadas crises financeiro-cambiais.

Paralelamente às medidas de curto prazo, essencialmente macroeconômicas, devem-se implementar reformas estruturais e criar regras e políticas institucionais, entre as quais:

---

<sup>4</sup> Por exemplo, Modenesi e Araujo (2013) mostram que o canal transmissor da política monetária sobre a inflação brasileira é relativamente fraco).

(i) Reforma tributária que tenha como objetivos tanto uma maior incidência da tributação sobre a renda e a riqueza quanto um caráter de maior progressividade.

(ii) Reestruturação do mercado de capitais e do mercado de títulos de dívida corporativa privada, que leve em consideração a proteção do investidor, os limites à exposição de instituições financeiras e investidores institucionais a risco, os estímulos ao mercado secundário e uma tributação adequada ao perfil de risco.

(iii) Definição de políticas de renda para regular os salários e os preços, em conformidade com os ganhos de produtividade da economia e a dinâmica concorrencial dos mercados.

(iv) Marcos regulatórios *transparentes, eficientes e ágeis* para dinamizar as parcerias público-privadas e melhorar a infraestrutura.

(v) Política industrial que tenha como objetivos dinamizar o investimento em P&D e os incentivos fiscais e creditícios para as grandes cadeias industriais, entre outros.

#### 4. Conclusão

Procurou-se mostrar neste breve artigo a relação entre os *approaches* institucionalista e keynesiano no que diz respeito à necessidade de se ter convenções (regras de política macroeconômica) e institucionalidades (reformas estruturais e políticas institucionais) para se alcançar a estabilização macroeconômica. Ambas as abordagens têm nesse nexo teórico ponto fundamental para o desenvolvimento de novas estratégias que persigam consistentemente tal objetivo.

Um olhar sobre a economia brasileira nos últimos 15 anos nos permite inferir que não há estratégia de estabilização macroeconômica, da forma como foi definida neste artigo, uma vez que a política macroeconômica tem, não somente, emitido sinais contraditórios, mas, principalmente, tem se caracterizado unicamente pelo controle do processo inflacionário.

Como resultado da falta de uma estratégia de estabilização, os problemas conjunturais e estruturais da economia brasileira, tais como o baixo e volátil crescimento do PIB, a inflação próxima ao teto superior do RMI, o expressivo déficit acumulado do BPTC e a aceleração do processo de desindustrialização, se agravaram nos últimos anos, especialmente após os desdobramentos da crise do *subprime*.

Diante deste contexto, o artigo apresentou uma proposta keynesiano-institucionalista para a economia brasileira em que política macroeconômica e reformas estruturais e regras e políticas institucionais sejam capazes de criar um ambiente institucional agregado com decisões individuais desagregadas, assegurando consistência sistêmica para um processo de estabilização macroeconômica.

#### Referências

Banco Central do Brasil (BCB) (2015) *Séries Temporais*. <http://www.bcb.gov.br>, acessado em 25/2/2015.

Conceição, O.A.C. (2012) "Instituições e crescimento econômico: da 'tecnologia social' de Nelson à 'causalidade vebleniana' de Hodgson", *Revista de Economia Política*, 32(1), p. 109-127, janeiro-março.

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, p. 317-354.

International Monetary Fund (2015) Data and Statistics. <http://www.imf.org>, acessado em 25/2/2015.

(2007) *The General Theory of Employment, Interest and Money*. London: Palgrave Macmillan.

Keynes, J. M. (1972) *Essays in Persuasion*. London, Macmillan.

Modenesi, A., Araújo, E. (2013) "Price stability under inflation targeting in Brazil: an empirical analysis of the monetary policy transmission mechanism based on a VAR model (2000-2008)". *Investigación Económica*, 72(283), p. 99-133, enero-marzo.

Williamson, O.E. (2000) "The new institutional economics: taking stock, looking ahead". *Journal of Economic Literature*, vol. XXXVIII, September, p. 595-613.