

OUT - DEZ | 2022

BOLETIM DO ECONOMISTA

BOLETIM DO ECONOMISTA

FORTALEZA-CE
2022

EXPEDIENTE

COMISSÃO EDITORIAL

Desirée Custódio Mota - Presidente da Comissão.

Allisson David de Oliveira Martins
Álvaro Martins de Carvalho Filho
Boanerges Lopes Custódio
Darla Viviane Cavalcante Lopes
Davi Azim Filho

Eldair Melo Mesquita Filho
Fabio Castelo Ponte de Araújo
José Wanderberg Rodrigues Almeida
Lauro Chaves Neto
Ricardo Aquino Coimbra

PERIODICIDADE DA PUBLICAÇÃO

Trimestral

IDIOMAS

Só serão aceitos artigos escritos em português.

NORMAS PARA PUBLICAÇÃO

Os artigos deverão ser encaminhados até o dia 10 do último mês da edição em formato arial 12, contendo no mínimo 5000 e no máximo 15 mil caracteres.

CAPA E DIAGRAMAÇÃO

Vanêssa de Sousa Madeira

AUTOR CORPORATIVO

Conselho Regional de Economia da 8ª Região - CE
Avenida Antônio Sales 1317 - SALA 102
CEP: 60135-101
Joaquim Távora - Fortaleza - CE

PRESIDENTE: Silvana Maria Parente Neiva Santos | **VICE PRESIDENTE:** Desirée Custódio Mota | **CONSELHEIROS EFETIVOS:** Anderson Passos Bezerra, Davi Azim Filho, Desirée Custódio Mota, Eldair Melo Mesquita Filho, Fabio Castelo Branco Ponte de Araújo, Francisco Jose Araújo Bezerra, Marcos Matos Brito de Albuquerque Júnior, Ricardo Aquino Coimbra, Ricardo Eleutério Rocha, Silvana Maria Parente Neiva Santos e Vicente Ferrer Augusto Gonçalves | **CONSELHEIROS SUPLENTE:** Allisson David de Oliveira Martins, Álvaro Martins de Carvalho Filho, Boanerges Lopes Custódio, Chirlene Godinho Maia, Darla Viviane Cavalcante Lopes Saraiva e José Wandemberg Rodrigues Almeida | **DELEGADO ELEITOR EFETIVO AO COFECON:** Ricardo Aquino Coimbra | **DELEGADO ELEITOR SUPLENTE AO COFECON:** Vicente Ferrer Augusto Gonçalves.

SUMÁRIO

Apresentação	05
Os Desafios para o Governo Lula com a política social frente à necessidade de controle fiscal	06
Fiscal e social: necessidade e urgência	12
Um estudo introdutório sobre a política monetária para controle inflacionário e estímulo da taxa de crescimento do pib de 1998 a 2022: Postura Dovish x Postura Hawkish.	14

APRESENTAÇÃO

O Conselho Regional de Economia – CORECON-CE tem a satisfação de apresentar a edição do quarto e último trimestre de 2022 do Boletim do Economista.

O ano de 2022 foi um ano de profundas perturbações na economia e na política, com reflexos profundos na vida das famílias brasileiras, sobretudo as mais vulneráveis. Tivemos uma economia ainda se recuperando dos efeitos da pandemia, choques de oferta provenientes da ruptura de cadeias produtivas globais e da guerra Rússia/Ucrânia, o que gerou pressões inflacionárias e déficit fiscal de forma generalizada e específica em cada país.

Desde a pandemia, os instrumentos ortodoxos de política econômica estão em cheque, exigindo de nós economistas uma análise mais aprofundada dos caminhos trilhados e de futuras soluções porvir.

Soma-se a isso, o cenário de instabilidade política e ameaças às instituições democráticas vivenciadas no Brasil nos últimos anos, além da turbulência usual de um ano eleitoral, com acirrada polarização.

Como consequência, prevaleceu a queda do padrão de vida dos trabalhadores e populações mais vulneráveis, de difícil inserção na nova dinâmica do mercado de trabalho e sujeitos ao elevado endividamento e comprometimento futuro da renda familiar.

O novo Governo recém eleito enfrentará, portanto, um árduo desafio diante de seu comprometimento com as políticas sociais, combate à pobreza e retomada do desenvolvimento econômico com a necessidade de controle fiscal, frente ao elevado déficit público acumulado até 2022.

Esta edição do Boletim do Economista do CORECON CE trata exatamente desse tema: Como o Governo Lula pode enfrentar esse dilema, do ponto de vista da teoria econômica? Quais os instrumentos da política econômica disponíveis para permitir a expansão de gastos sociais e de investimentos indutores da economia sem comprometer o necessário equilíbrio fiscal tão cobrado pelo “mercado”. Quais os limites da política monetária nessa situação? O indicativo de busca para iniciar a solução do social e as demais imperfeições orçamentárias para 2023 já tem encaminhamento via a PEC da transição. Contudo, quais os pilares para um novo arcabouço fiscal para o Brasil?

Nesse sentido, o CORECON-CE está trazendo ao debate público esse desafio, com os seguintes artigos desta edição:

- OS DESAFIOS PARA O GOVERNO LULA COM A POLÍTICA SOCIAL FRENTE À NECESSIDADE DE CONTROLE FISCAL – Henrique Marinho
- FISCAL E SOCIAL: NECESSIDADE E URGÊNCIA – Ricardo Coimbra
- UM ESTUDO INTRODUTÓRIO SOBRE A POLÍTICA MONETÁRIA PARA CONTROLE INFLACIONÁRIO E ESTÍMULO DA TAXA DE CRESCIMENTO DO PIB de 1998 a 2022: POSTURA DOVISH X POSTURA HAWKISH - Eldair Melo Mesquita Filho.

Agradecemos a todos os economistas autores que contribuíram de forma voluntária para qualificar esse debate. Boa leitura!

Silvana Parente
Presidente

Desirée Mota
Vice-Presidente e Coordenadora da Comissão Editorial



HENRIQUE MARINHO

Economista e Membro da
Academia Cearense de Economia

OS DESAFIOS PARA O GOVERNO LULA COM A POLÍTICA SOCIAL FRENTE À NECESSIDADE DE CONTROLE FISCAL

Mal o Presidente eleito Luís Inácio Lula da Silva tomou posse e o “mercado” já cria uma polêmica em torno do possível descontrole fiscal do novo governo, respaldando no nervosismo das Bolsas de Valores e no mercado de câmbio, prevendo o desastre econômico da economia brasileira, com a proposta de recursos suplementar de mais de R\$150 bilhões, extrapolando o teto dos gastos instituído por Lei para cumprimento da promessa de manutenção do Bolsa Família em R\$ 600,00, acrescido de R\$ 150 para crianças de até seis anos e para outros programas sociais que tiveram suas dotações orçamentárias praticamente zeradas para o Orçamento de 2023, pelo atual Governo. Podemos afirmar que tanto Lula quanto o mercado estão corretos com essa preocupação em torno do controle fiscal do novo governo. Por um lado, um governo comprometido com a distribuição mais equitativa da renda e redução da pobreza, precisa de recursos orçamentários para cumprir sua plataforma, assim como, por outro lado o “mercado” precisa saber as regras de controles fiscais, para que possam preparar seus “modelos macroeconômicos” de expectativas, principalmente quanto à inflação, juros futuros, crescimento econômico etc.

A Emenda Constitucional n.º 95, de 2016, também conhecida como a Emenda Constitucional do **Teto dos Gastos** Públicos, alterou a Constituição

brasileira de 1988 para instituir o Novo Regime Fiscal, que estabeleceu um limite de gastos para a União, definindo que o crescimento dos gastos públicos seria totalmente controlado por lei. Dessa forma, o governo federal fica impedido de criar um Orçamento para a União maior do que o ano anterior – ele pode apenas corrigir os valores de acordo com a inflação. Alguns gastos até podem crescer mais do que a inflação, desde que ocorra cortes reais em outras áreas. Isso implica que, na prática, as despesas do governo não terão crescimento real por 20 anos a partir de 2017. Essa foi a regra estabelecida com o objetivo principal de definir metas para o controle fiscal do País.

E porque essa necessidade de uma regra fiscal, se o Governo precisa cumprir seus compromissos sociais e de manutenção da máquina administrativa do Estado? Para responder a essa indagação, é preciso entender que as sociedades entendem que existem, simplificadaamente, duas formas de se governar em relação à economia, a liberal e a “desenvolvimentista”, e os países desenvolvidos em sua maioria seguem a cartilha do liberalismo econômico, exigindo de seus comparsas um modelo macroeconômico de políticas de controle monetário, fiscal e cambial, com o mínimo de participação do Estado na economia. É o modelo de Estado mínimo, é o liberalismo econômico. A visão liberal, de acordo com Lopreato, deu respaldo teórico ao uso de regras fiscais defenderam a ideia de que os políticos, por interesses próprios, têm predisposição em expandir os gastos e provocar recorrentes déficits públicos. A fim de conter as políticas de caráter keynesiano e o viés na geração de déficits, foi proposta a definição de normas constitucionais comprometidas com o orçamento equilibrado e criaram a justificativa teórica para dar sustentação à ideia de regras fiscais.

Na década de 1960, o pensamento macroeconômico na proposto pelo economista Milton Friedman limitava-se à condução da política monetária. O autor entendia que a adoção de taxas fixas de expansão da oferta de moeda poderia estabilizar e reduzir a amplitude do ciclo econômico, sendo o controle da oferta de moeda, por meio de regras, suficiente para evitar déficits fiscais recorrentes e garantir a estabilidade econômica. Com a evolução teórica sobre o assunto, como o modelo de expectativas racionais, alteraram esse entendimento, mostrando que o simples controle da moeda poderia não ser suficiente para evitar a inflação em caso de dominância fiscal. A partir dessas ideias, o papel da autoridade monetária ficaria limitada, porque para financiar o déficit público iria, se a taxa de juros for maior do que a taxa de crescimento do

produto, provocar o descontrole da dívida pública e a expansão monetária em algum momento, com efeito direto na inflação. Dessa forma, o conceito de sustentabilidade da dívida, definido pela relação dívida/PIB, introduziu na análise a visão prospectiva e a exigência de pensar o comportamento esperado do déficit público, bem como das variáveis influentes nessa relação

Por outro lado, existem correntes de economistas que entendem que para uma política econômica mais equânime, quanto à distribuição de renda e redução da pobreza, é necessário que o Estado tenha uma intervenção maior regulando os agentes econômicos. No momento atual estamos saindo de um modelo proposto liberal quando de sua eleição em 2018, mas que foi “populista” de direita, para um modelo econômico que propõe um desenvolvimento econômico com geração de empregos, distribuição mais equitativa da renda e redução da pobreza.

Mas, como quem impõe o modelo econômico que os países devem seguir são os “mainstream” do sistema econômico mundial, como Fundo Monetário Internacional e o mercado financeiro internacional, a regra é que as economias estabeleçam políticas monetárias, fiscais e cambiais que gerem expectativas de crescimento econômico, sem inflação. Para isso estabelecem “âncoras” econômicas como metas de inflação e metas fiscais. Desde então, o mercado criou o termo o “tripé macroeconômico” é o nome dado a três princípios metodológicos que regem a política econômica no Brasil e também da maioria dos países desenvolvidos: câmbio flutuante, meta de inflação e meta fiscal. O Brasil, por exemplo, já estabeleceu metas de superávit primário, desde suas negociações da dívida externa com o FMI, na década de 1980. É bom lembrar que esse superávit primário não contempla os custos financeiros da dívida pública com pagamento de juros, que somente em 2023 estão previstos em torno de R\$ 600 bilhões, para uma dívida total de R\$ 5,752 bilhões, dados de setembro de 2022, segundo a Secretaria do Tesouro Nacional.

Com a evolução do pensamento macroeconômico, muitos países passaram a adotar regras fiscais. A União Europeia, com o Tratado de Maastricht (1992) definiu as primeiras regras fiscais com a responsabilidade de prevenir e de corrigir o eventual excesso de déficit dos estados membros, fixando o teto do déficit em 3% e da dívida em 60% do PIB, para produzir a harmonia macroeconômica dos Países Membros da Zona do Euro. Também proibiram o financiamento monetário dos déficits pelo Banco Central Europeu (BCE). Com as dificuldades de cumprimento dessa meta, principalmente depois da crise

financeira de 2008, as regras foram sendo flexibilizadas, mas sempre levando em conta a necessidade de controle fiscal. A União Europeia adota atualmente uma regra com metas específicas por país, mas que, em geral, limita o aumento das despesas ao mesmo percentual previsto para o crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) em médio prazo. Já no Japão, que tem uma relação Dívida/PIB muito elevada, as metas de gastos estabelecidas em 2006 deveriam ser seguidas por cinco anos, mas foram abandonadas em 2009, devido à crise econômica. Desde 2011, o país passou a proibir qualquer aumento nos gastos federais de um ano para o outro, com exceção daqueles relacionados ao pagamento da dívida pública – que preocupa por já ter ultrapassado duas vezes o valor do PIB. Nos Estados Unidos existe a prática de limite de endividamento do Governo estabelecido em 1917, como um freio nas decisões de gastos do Governo > Se essas despesas extrapolam as regras já aprovadas pelo Congresso o Governo precisa recorrer ao Congresso para elevar o limite evitando a paralisia da máquina administrativa

A adoção de regras fiscais de teto dos gastos públicos cresceu sistematicamente desde os anos 2000, segundo estudos de Lopreato(1), que comenta que essa política, em geral, vem associada a outras normas, como meta de superávit fiscal ou limite de endividamento. O principal argumento para se usar a regra do teto de gasto como guia de política fiscal decorre, sobretudo, do fato de ser a melhor escolha em termos operacionais e dar suporte à formulação da política fiscal, permitindo ao governo controlar o orçamento e alcançar alta taxa de cumprimento das regras.

No Brasil, antes de adotar as **regras do teto de gastos** utilizou-se, também, de outros controles com o intuito de conter os gastos público como a aprovação da **Lei de Responsabilidade Fiscal**, em 2000, oficialmente Lei Complementar nº 101, é uma lei complementar brasileira que visa impor o controle dos gastos da União, estados, Distrito Federal e municípios, condicionando-os à capacidade de arrecadação de tributos desses entes políticos. A lei estabelece, em regime nacional, parâmetros para gasto público de cada ente federativo. As restrições orçamentárias visam preservar a situação fiscal de União, estados e municípios e do Distrito Federal, de acordo com seus balanços anuais, com o objetivo de garantir a saúde financeira da administração pública, a aplicação de recursos nas esferas adequadas e uma boa herança administrativa para os futuros gestores. Nesse sentido, também foi aprovada a

Regra de ouro, que impede que governos se endividem para o pagamento de despesas correntes como: pessoal, benefícios sociais, juros da dívida e o custeio da máquina pública. A Lei também proíbe o Banco Central de financiar déficits do governo.

Somente em 2016, com a criação do **teto de gastos**, a Lei estabeleceu mais um critério, na prática, o teto estabelece que os gastos do governo pelos próximos 20 anos – até 2036 – devem crescer de acordo com a inflação do ano anterior. Isso significa que o governo federal não deveria criar um orçamento maior do que o ano anterior, mas somente corrigi-lo de acordo com a inflação. Essa regra tem sua validade, mas da forma que foi concebida prejudica o comprometendo da oferta de serviços públicos de saúde e educação, entre outros, atingindo a parcela mais pobre da população, como vem acontecendo com os cortes orçamentários para saúde e educação, por exemplo. No entanto, o governo vem sistematicamente “furando” esse teto para fazer face às despesas, principalmente com o Auxílio Brasil e outras despesas desde a emergência da pandemia da Covid19.

A atual regra de teto dos gastos tem sua importância no controle e estabelecimento de uma regra fiscal, ou seja, de uma “âncora fiscal” para impedir que governos extrapolem seus gastos além da sua capacidade e tragam uma necessidade de maior endividamento, porque, normalmente, quanto maior a necessidade de financiamento do governo maior será a exigência do mercado por maiores taxas de juros a serem pagas, gerando mais inflação. Esse fator pode levar o Banco Central a se utilizar de uma política monetária mais restritiva com juros maiores, para controlar o processo inflacionário, gerando uma restrição da atividade econômica que pode levar até a uma recessão.

Então como sair dessa armadilha? Primeiro é necessária alterar a PEC do teto dos gastos, não como está sendo feito agora para atender as demandas dos gastos sociais do novo governo com a PEC da transição que está destinando recursos para o programa bolsa família, educação, e até para investimentos, mas de forma definitiva, criando uma nova regra fiscal que flexibilize a atual, porque como muitas despesas obrigatórias tem seu crescimento “endógeno”, cada vez mais sobra menos recursos para as despesas discriminatórias, inclusive para investimentos do governo.

Dentre as sugestões até o presente apresentadas está a dos técnicos do

Tesouro Nacional que propõem uma atualização do teto permitindo crescimento dos gastos públicos acima da inflação — algo que é vedado pela atual regra. Essencialmente, “a proposta tem como base uma regra de despesa, em que o limite para o seu crescimento real está condicionado ao nível e à trajetória do endividamento público. Dessa forma, propõe-se que, quanto maior o nível de dívida, menor seja a taxa de crescimento real da despesa. De modo similar, para um dado nível de dívida, se ela estiver em trajetória ascendente, o limite para a despesa será menor do que se a dívida estiver em trajetória declinante. De acordo com a proposta, se a dívida estiver mais baixa e o resultado das contas estiver positivo, por exemplo, seriam autorizadas despesas maiores que a inflação. Caso a dívida seja mais alta e as contas negativas, seria man. Caso a dívida seja mais alta e as contas negativas, seriam mantidas as restrições, ou seja, atualização apenas pela inflação. Há também sugestões de atrelar a expansão das despesas orçamentárias em função da redução da relação Dívida/PIB, acrescida da taxa de crescimento do PIB do ano anterior. Enfim, por enquanto são apenas ideias.

Não se tem clareza, até o presente, quais serão as regras fiscais que serão adotadas no Governo Lula que substitua ou aperfeiçoe a atual Lei do Tetos dos Gastos, mas as alterações efetuadas pela PEC da transição de governo já introduziram algumas pequenas alterações como destinar recursos para investimento caso a receita supere a estimada na Lei Orçamentária e deixar fora do teto das despesas com Programas Sociais como Bolsa família, saúde, educação, farmácia popular, dentre outros.

16 de dezembro de 2022

Henrique Marinho. Economista e Membro da Academia Cearense de Economia

(1) Lopreato, Luis C. - Regras fiscais: o olhar internacional e a experiência brasileira. In Texto para Discussão. IE Unicamp. Fevereiro 2022

(2) Secretaria do Tesouro Nacional: Textos para Discussão-Reforma do Arcabouço de Regras Fiscais Brasileiro: reforçando o limite de despesa e o planejamento fiscal. Edição:TD nº35 (2022), disponível em <https://publicacoes.tesouro.gov.br/index.php/textos/issue/view/texto35/102>.



RICARDO AQUINO COIMBRA

Conselheiro Corecon-Ce, Conselheiro Apimec Brasil
Membro da Academia Cearense de Economia,
Mestre em Economia UFC/Caen e Professor Universitário.

FISCAL E SOCIAL: NECESSIDADE E URGÊNCIA

Trabalhar a relação entre o ajuste fiscal e o social serão os grandes desafios da economia brasileira nos próximos quatro anos. Visto que, a situação de crescimento do endividamento ao longo dos anos mais recentes e o do nível de pobreza extrema são duas situações que exigem atuações urgentes. E o grande dilema é de quais e como medidas deverão ser implementadas na busca da solução desses problemas e evitar uma piora de expectativas em relação ao Brasil.

Segundo o IBGE entre 2020 e 2021, número de pessoas vivendo em situação de miséria teve salto de quase 50% no país e o Brasil passou a ter 62,5 milhões de pessoas abaixo da linha da pobreza, dos quais 17,9 milhões eram extremamente pobres. Isso equivale a dizer que 29,4% da população do Brasil estava pobre e 8,4%, extremamente pobre.

E do lado das contas públicas o que se apresenta é possibilidade de um rombo fiscal deixado pelo governo atual para 2023 será quase três vezes maior que o estimado. Chegando-se a prever que o valor pode chegar aos R\$ 400 bilhões. Além de uma desorganização orçamentária proposta, segundo o relator no Senado Federal, com um orçamento considerado irreal em 2023, com cortes e reduções drásticas em diversas áreas como saúde, educação, auxílios, moradia, infraestrutura, etc.

A situação é crítica e merece ação imediata. E o tempo para o direcionamento da solução é curto.

O indicativo de busca para iniciar a solução do social e as demais imperfeições orçamentárias já tem encaminhamento via a PEC da transição. Contudo, um direcionamento de como reverter o engodo nas contas públicas e apresentar um caminho para o mercado e ou investidores sobre como ser capaz de controlar o endividamento no médio e no longo prazo a fim de alcançar uma nova credibilidade fiscal parece ser mais complexo e deverá levar a um processo de construção entre o executivo e legislativo.

E como poderá ser pensado esse novo arcabouço fiscal? Vincular ou orientar por meio de reformas tributárias e administrativas com elevação de receitas e reduções de despesas? Essa reforma tributária seria baseada nas propostas já em tramitação no congresso? Ter-se-ia a criação de um Imposto sobre Valor Agregado (IVA), reunindo Cofins, PIS, ICMS e ISS? Repensar a diferenciação entre a tributação entre o setor industrial e o de serviços, dado que para alguns a tributação sobre a indústria vem promovendo perda de competitividade e desindustrialização. E a diferente relação de tributação entre renda e consumo, seria reestruturada? As grandes fortunas entrariam agora com sua parcela de contribuição? Seriam essas as soluções?

Quais seriam então os pilares de uma nova ancora fiscal? Alguns argumentam a necessidade de uma combinação com o limite da dívida, teto de gastos e meta de superávit primário, com um fundo de reserva – o que permitiria dar previsibilidade à política fiscal. Outras de que, poder-se-ia ter uma flexibilização do teto de acordo com dois fatores: crescimento do PIB e patamar da dívida. Ou de que, se poderia acabar com o teto de gastos e adotar novo sistema que permitisse aumento real das despesas sempre que a dívida cair, onde troca-se o foco da discussão das despesas para o nível do endividamento. Já outros de que precisa ser baseada em despesas, e não em percentual da dívida sobre o PIB ou em superávit primário. Dado que, o governo só controla uma coisa: despesa. Não controla receita, crescimento da economia e taxa de juros paga pelos títulos do Tesouro.

O governo deve, portanto, aproveitar o capital político de início de mandato para aprovar reformas profundas e amplas afim de garantir o equilíbrio social e fiscal brasileiros.



ELDAIR MELO MESQUITA FILHO

Economista, Mestre em Economia e
Conselheiro Corecon-CE.

UM ESTUDO INTRODUTÓRIO SOBRE A POLÍTICA MONETÁRIA PARA CONTROLE INFLACIONÁRIO E ESTÍMULO DA TAXA DE CRESCIMENTO DO PIB DE 1998 A 2022: POSTURA DOVISH X POSTURA HAWKISH.

Introdução

O monetarismo tem influenciado cada vez mais os comportamentos das pessoas ao longo dos anos no Brasil e tem o Banco Central (BACEN) como principal ente expositor. O BACEN tem como missão institucional garantir a estabilidade do poder de compra da moeda, zelar por um sistema financeiro sólido, eficiente e competitivo e fomentar o bem-estar econômico da sociedade. Com isto, dentro de seu planejamento estratégico, um dos objetivos é o cumprimento das metas de inflação estabelecidas pelo Conselho Monetário Nacional (CMN), sem prejuízo da estabilidade de preços, suavidade do nível de atividade econômica e fomento do pleno emprego.

Partindo de sua missão e objetivo estratégico citado anteriormente, o BACEN executa políticas econômicas para garantir sua efetividade através da política cambial adotando, de forma geral, posturas de câmbio fixo ou flexível e, da política monetária adequando os meios de pagamentos e controle de criação da moeda e do crédito para organizar pagamentos sem desequilíbrio de preços praticando posturas de elevação ou redução da taxa de juro (Selic) para

controle da estabilidade de preços, foco desse artigo.

Assim, para manter o controle da economia, o Banco Central utiliza a política monetária para controlar a liquidez do mercado (oferta de moeda) com fortes impactos na inflação e na taxa de juros. Seu efeito na demanda ocorre de forma induzida para redução do consumo pela manipulação da taxa de juro. Desta forma, o controle da oferta de moeda tem como objetivo: elevar o nível de emprego, a estabilidade de preços, taxa de câmbio realista e uma adequada taxa de crescimento econômico, ou seja, é a gestão da economia através da liquidez no mercado, tanto na contenção e superação de crise, que se utilizada de forma inapropriada pode causar a própria crise.

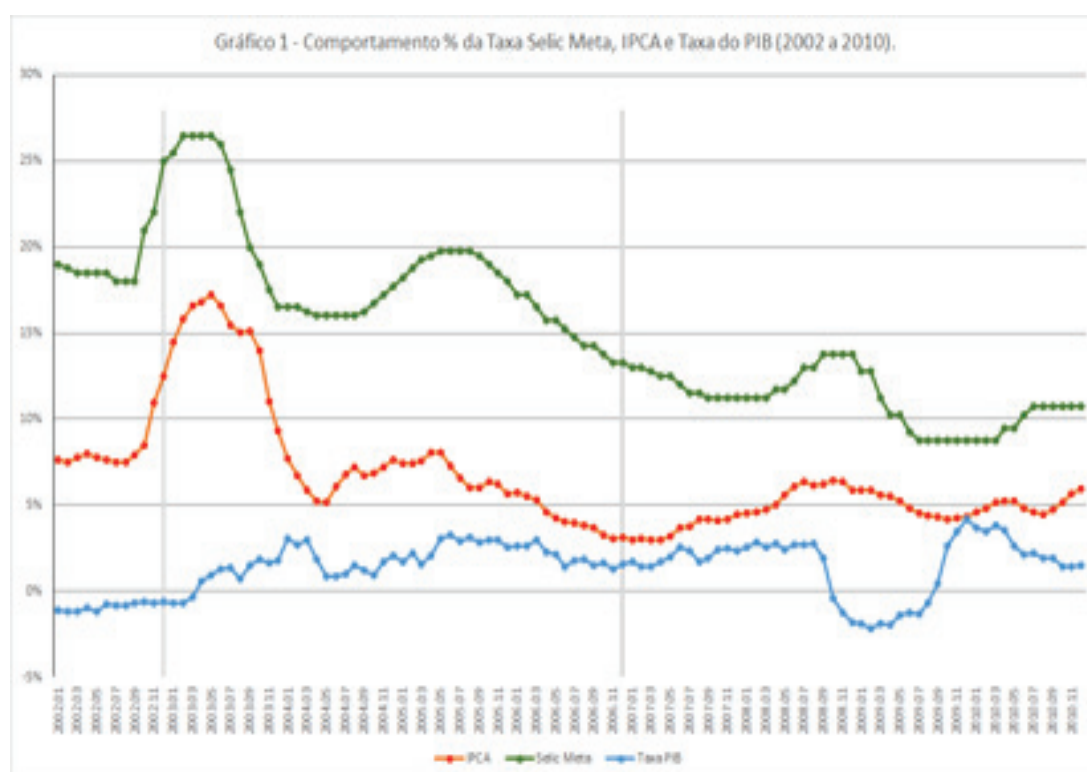
Dentro desta perspectiva, a adoção da política monetária se dá através de uma política monetária expansionista (Postura *Dovish*) ou contracionista (Postura *Hawkish*). A postura *Dovish* demonstra que a economia está sendo estimulada via redução da taxa de juros para aumentar o consumo e aquecer a economia gerando maior disponibilidade de recursos na economia como um todo (aumento de consumo e da renda, aumento da liquidez da economia, aumento da produtividade industrial e aumento do PIB), atingindo assim seu objetivo: aumento da liquidez e da oferta de moeda da economia. É utilizada em economias em situação de recessão com necessidade de estímulo para seu crescimento, cenários de deflação onde a redução da taxa de juros reduz o estímulo às aplicações financeiras estimulando o consumo refletindo no aumento da inflação e superação da crise econômica. Com juros baixos e atrativos para a iniciativa privada há o incentivo a exposição ao risco e, maior equilíbrio fiscal para o governo, já que a emissão de novos títulos para financiar investimentos ajudam a controlar o crescimento da dívida pública. Esta postura favorece a captação de empréstimos por investidores estrangeiros que tomam a juros mais baixos em um país para aplicarem a juros mais altos em outros país. Tal "arbitragem" é chamada de *carry trade*. Em resumo, a postura *Dovish* está atrelada a tomada de decisões em aumento de investimentos reais (produtivos), investimentos financeiros de renda variável e tomada de crédito.

Já postura *Hawkish* está relacionada a um comportamento mais austero da economia através da elevação, no curto prazo, da taxa de juros para reduzir o consumo e desaquecer a economia como contrapartida de redução da taxa inflacionária. Pode ser utilizado em economias com forte ritmo de crescimento com inflação fora do controle devido à alta liquidez da economia. Aqui, o objetivo é o combate à inflação, pois, com os juros altos, o consumo e os salários

tendem a cair, pressionando os preços para baixo, podendo trazer também como consequência a redução da atividade econômica e aumento do desemprego (Curva de Phillips). Os juros mais altos pode ser um atrativo ao investidor estrangeiro, que ao comparar as taxas de juros de outros países, pode fortalecer a moeda nacional à medida que cresce a entrada de moedas fortes como dólar e euro no país. Em resumo, adoção da postura *Hawkish* volta-se a redução dos investimentos reais e aumento de decisões em investimentos financeiros de renda fixa. Aqui o governo terá que fazer o *trade-off*: controle inflacionário x crescimento econômico.

Diante desses conceitos, analisamos a economia brasileira do período de 1998 a 2022 separado pelos governos presidenciais FHC 2, Lula 1, Lula 2, Dilma1, Dilma 2/ Temer e Bolsonaro e considerando períodos de apuração mensais para as apurações anuais e com dados originais retirados dos sites do IBGE e do Banco Central do Brasil. A análise e acompanhamento mensal e dos 12 últimos meses para inflação apurado mensalmente tem como objetivo demonstrar a tendência comportamental das decisões de elevação/ redução da taxa de juro e sua influência no comportamento da taxa de inflação IPCA e PIB, no curto prazo e seu reflexo no longo prazo.

Os Governos Presidenciais e adoção da Política Monetária



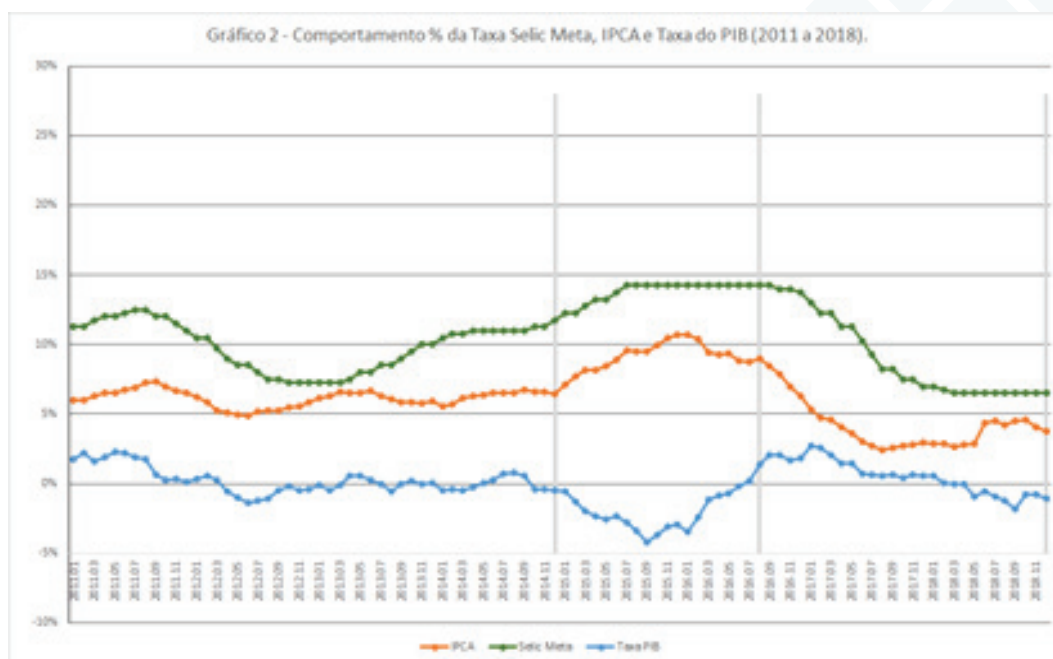
Durante o período de 1998 a 2002 (Governo FHC), segundo dados do IBGE, o PIB do Brasil teve crescimento médio de 2,12% a.a. praticando uma taxa de juros Selic Meta média de 21,55% a.a. e Selic Mercado de 22,06% a.a. ambos com comportamento decrescente (apesar da crise econômica sul-americana vivenciadas por Brasil, Argentina e Uruguai no ano de 2002 referente a credibilidade quanto aos pagamentos dos títulos do governo e ADRs (*American Depositary Receipt*) acordados e negociados na década de 1990 e sua relação com a eleição de Lula à presidência do Brasil em 2002), para controlar uma inflação (IPCA) média de 7,33% gerando um ganho real de juros de mercado de 13,73% a.a.

Em conformidade com os conceitos econômicos apresentados, durante o período 1998 a 2002 e considerando o comportamento da inflação (IPCA) anual dos últimos 12 meses, o BACEN em 51,67% das decisões sobre a adoção da política monetárias a ser implementada adotou uma postura *Dovish* com 48,33% para uma postura *Hawkish*, ou seja, apesar da própria consolidação do Plano Real e do controle inflacionário, sua política estava voltada a estimular a economia sem fortes movimentos de estímulo para o crescimento do PIB, além de se mostrar preparada no enfrentamento da crise econômica de 2002 na qual adotou uma postura *Hawkish* de outubro/2002 até maio/2003.

No período 2003 a 2006 (Lula 1), o PIB apresentou uma taxa de crescimento médio de 3,4% a.a. A ano de 2003 apresentou a menor taxa desse período com 1,23% a.a. como consequência da crise econômica de 2002 e a preocupação política (falta de credibilidade) quanto aos rumos da economia pela nova gestão presidencial que se iniciava. Porém, em 2004, a economia apresenta um crescimento de 5,66% a.a. (ápice) deste período reduzindo para 3,01% a.a. e 3,69% a.a. para os anos de 2005 e 2006, respectivamente. Dentro deste comportamento, o BACEN adotou uma política monetária com postura *Dovish* em 62,50% das vezes contra uma postura *Hawkish* em 37,5% das vezes. Assim, notamos aqui novamente uma preocupação, agora maior, do BACEN para estimular a economia fazendo com a taxa de juros apresentasse um ganho real menor do que no período anterior estimulando o aumento do PIB brasileiro.

Já no período 2007 a 2010 (Lula 2), a taxa média de crescimento do PIB foi de 4,34% chegando a atingir 6,98% a.a. em 2010. Igualmente ao período anterior, o mundo passa novamente por uma crise econômica (crise dos sub-primers 2008/09) tendo reflexos também na economia brasileira, que

igualmente estava com seus fundamentos econômicos consolidados permitindo ao país passar novamente pela crise diferentemente da forma que passou nas décadas de 80 e 90. Com esta mudança do ciclo econômico mundial e seus reflexos na economia brasileira, o BACEN adota uma postura *Dovish* em 41,67% das vezes contra uma postura *Hawkish* em 58,33% demonstrando assim, apesar do crescimento do PIB voltou a economia para o controle dos preços. O próprio ciclo econômico contribuiria nesse sentido. Conforme análise desenvolvida por *Minsky* (1993), as condições de crédito e de liquidez se alteram de acordo com o estágio do ciclo econômico. No desenvolvimento do ciclo econômico, o crédito é expandido, chegando a ser ofertado de forma abundante no seu ápice. Os tomadores de recursos se endividam nesse ínterim, e quando a fase de retração se inicia, o crédito pode ser racionado. Isso ocorre porque no final do ciclo, as taxas de juros tendem a subir (menor oferta de crédito), e a situação financeira das empresas tende a piorar, o que pode desencadear o processo de racionamento de crédito.

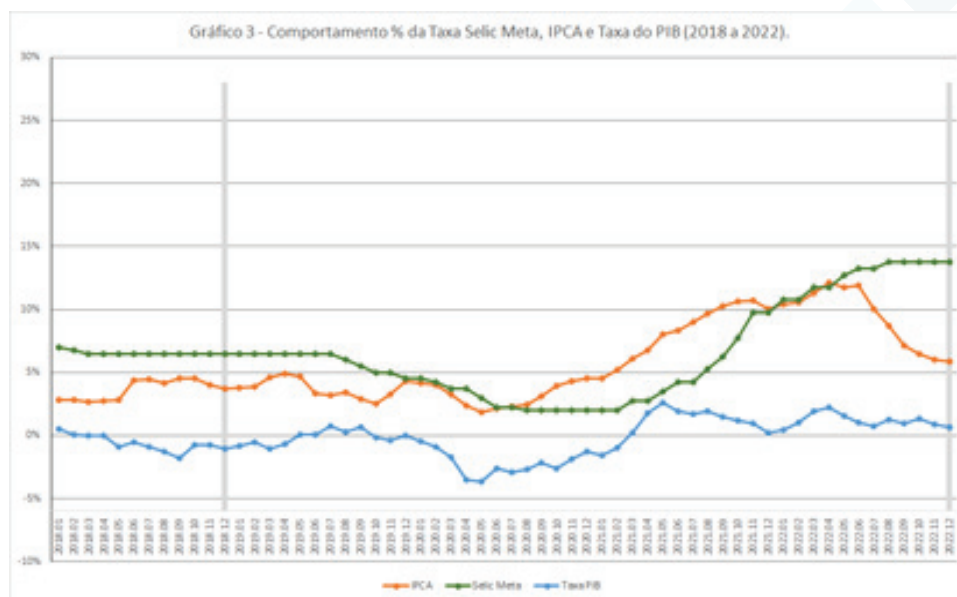


Dentro deste novo cenário, o período 2011 a 2014 (Dilma 1), a economia brasileira apresenta crescimento da taxa inflacionária desde setembro/ 2010 (4,7047% a.a. nos últimos 12 meses) atingindo seu ápice 1(um) ano depois (setembro/ 2011 – 7,3106% a.a. nos últimos 12 meses) com taxa de juros de 10,75% a.a. e 12% a.a. respectivamente. A partir daí com o decréscimo da taxa inflacionária (ipca – últimos 12 meses), o BACEN adota uma postura de redução da taxa de juros chegando a 7,25% a.a. em março/ 2013 voltando a crescer novamente. Apesar do PIB ter tido um crescimento médio neste período de 2,17%

a.a., porém, inferior ao período anterior e, com tendência decrescente a partir de junho/ 2014, o mesmo comportamento do período anterior demonstra que a redução da taxa de juro não foi suficiente para o estimular o crescimento do PIB e controlar os preços da economia.

O período seguinte de 2015 a 2018 (Dilma 2/ Temer) apresenta-se com um cenário bastante conturbado tanto interno com a economia enfrentando o descontrole dos preços demonstrado pelo crescimento da taxa inflacionária desde janeiro/ 2014 atingindo seu pico em janeiro/ 2016 com 10,71% a.a. nos últimos 12 meses apesar das elevações constantes da taxa de juro Selic que atingiu 14,25% a.a. nos últimos 12 meses em setembro/ 2016, aumento da dívida pública, falta de transparência e confiança no BACEN quanto as divulgações dos dados da economia, as “peladas fiscais” e combate a corrupção que culminaram no impeachment presidente Dilma em 2016 e na PEC do “Teto dos Gastos”, quanto no cenário externo com a nova crise financeira de 2015 que atingiu principalmente os mercados emergentes, entre eles, o Brasil oriundo do fim do ciclo de avanço dos preços de matérias-primas (commodities: alimentos e metais) em 2013. Nesse período, a postura *Dovish* foi adotada em 52,08% das vezes contra uma postura *Hawkish* em 47,92%. Isto significa que o governo adotou uma política econômica anticíclica nesse cenário resultando em decréscimo do PIB que apresentou um decrescimento de -0,76% a.a., em médio, para este mesmo período, ou seja, foi uma política equivocada no combate a estabilidade de preços e de estímulo de crescimento do PIB.

Mesmo diante de todo este cenário, a economia brasileira a partir de março/ 2016 a inflação (ipca – % a.a. dos últimos 12 meses) já começa apresentar tendência decrescente com queda correspondentes da taxa de juros (Selic - % a.a.) atingindo 3,75% e 6,5%, respectivamente em dezembro/ 2018. Porém, a taxa de crescimento mensal do PIB continuava negativa em -1,05%, neste mesmo mês. É claro aqui a mudança de postura do Banco Central no combate a inflação e de estímulos ao aumento do PIB que passou a adotar uma postura de divulgação, transparência e confiança das informações macroeconômicas para o mercado conforme o regime de metas implantado nos anos 90.



No período 2019 a 2022 (Bolsonaro), frente a um cenário político fortemente conflituoso, de crise endêmica da covid-19 que forçou fortes ajustes dos mercados, das empresas e das pessoas, do conflito da guerra da Ucrânia-Rússia influenciando nos preços de fertilizantes, diesel e trigo e manipulações de controle de preços dos produtos administrados (gasolina e energia elétrica) e forte aumento de preços dos produtos livres, influenciaram para que o governo adotasse uma postura *Hawkish* em 62,50% das vezes contra 37,50% *Dovish*, com o PIB passando a apresentar um crescimento mensal a partir de dezembro/ 2021, e com um crescimento médio anual de 1,14% a.a.

Conclusão

Observando mais detalhadamente a adoção da taxa de juro (Selic) para controlar a inflação (IPCA) ou estimular o PIB (taxa de crescimento mensal – log linear), aplicando a correlação linear entre as variáveis Selic/ IPCA e Selic/ PIB, onde, o valor positivo representa que as duas variáveis caminham no mesmo sentido (quando uma aumenta, a outra aumenta também) e, o valor negativo indica que caminham em sentido opostos (quando uma diminui a outra aumenta e, vice-versa). Os valores encontrados podem estar entre -1 e 1 e, representam o quão forte é este relacionamento e, não sua causalidade. Para uma correlação positiva o aumento/ redução da taxa de juro indica um aumento/ redução da inflação ou PIB no mesmo sentido. Se a correlação for negativa, o aumento/ redução da taxa de juro indica um aumento/ redução aumento da inflação ou PIB em sentido oposto. Já os valores apresentados medem a força

dessa relação, ou seja, quanto mais próximo de 1 mais forte a relação entre as variáveis, onde, o valor igual a zero indica que não existe relação entre as variáveis estudadas nesta série de dados.

Então, considerando os conceitos aqui propostos das posturas de política monetária Dovish e Hawkish para fins de controle inflacionários e estímulo do crescimento da taxa do PIB via manipulação da taxa de juro Selic, uma correlação positiva para Selic/ IPCA e Selic/ PIB indica que a alteração da taxa de juro não surtiu o efeito esperado nem no controle inflacionário e nem taxa de crescimento do PIB para ambas as posturas. A correlação negativa em ambas indica que a redução (Dovish)/ aumento (Hawkish) na taxa de juro surtiram o efeito esperado. Assim, para uma redução da Selic espera-se um aumento tanto do PIB como do IPCA para a postura Dovish. E, para a postura Hawkish espera-se que o aumento da Selic provoque uma redução do PIB e do IPCA. Neste sentido, observado todo o período 1998 a 2022, a Selic apresentou uma correlação positiva em relação ao IPCA indicando que a manipulação da taxa de juros não surtiu o efeito esperado na inflação e para alterações na taxa de crescimento do PIB, como um todo.

No que se refere a adoção da postura Dovish e Hawkish (tabelas 1 e 2) em cada intervalo de período, observa-se que a manipulação da taxa de juros apresentou um efeito de mesmo sentido da taxa inflacionária sugerindo que a taxa de juro aplicada pode ter sido praticada de forma equivocada ou em períodos não necessários de sua alteração. Seus valores demonstram ainda a forte relação existente entre estas variáveis mostrando que o “remédio” aplicado na economia pode ter sido usado em momentos não necessários ou indevidos. Isto pode ser corroborado pela falta ao longo destes anos de um plano econômico para crescimento do PIB, de uma política industrial voltada para aumento da produtividade e de estímulo a industrialização e não desindustrialização do país como vem acontecendo neste período.

Em termos de correlação Selic/ PIB para a postura Dovish foi observada para os períodos de 1998 a 2002 e 2011 a 2014 relação com o esperado, apesar de seus valores bastantes baixos. Para os demais períodos, sua relação positiva indica mais uma vez para a adoção equivocada na manipulação da taxa de juros nos momentos para estímulo do crescimento econômico do país.

Igualmente a postura Dovish, quando da adoção da postura de Hawkish como política monetária somente nos períodos intervalados de 1998 a 2002 e 2015 a 2018 as alterações da Selic apresentaram práticas correspondentes com o

esperado influenciando via redução da taxa de crescimento do PIB, a redução dos preços. Para os demais períodos, observa-se que a manipulação da taxa de juro não surtiu o efeito esperado, ou seja, o aumento/ redução do PIB deveu-se a outros fatores e não a adoção da política monetária então vigente a época.

Assim, concluímos que ao longo do período analisado a manipulação da taxa de juro foi voltada para o combate inflacionário em detrimento do crescimento do PIB, onde a preponderância foi a adoção de altas taxas de juros aplicadas em momentos divergentes do necessário, mesmo que com postura Hawkish, reflexo da falta de um planejamento voltado para o crescimento da economia no longo prazo, inexistência de uma política industrial voltada para o aumento de produtividade e da geração sustentável de emprego e renda e, mais recentemente, descontrole das contas públicas resultando em constantes déficits fiscais anuais desde 2014 gerando maiores incertezas e perturbando todo o ambiente econômico. E, dentro deste cenário, o ano de 2023 se apresenta com fortes desafios e oportunidades para economia brasileira.

Bibliografia

- GENTIL, Denise L.; MESSENERG, Roberto P. Crescimento econômico: produto potencial e investimento. Rio de Janeiro: IPEA, 2009.
- HILL, R. Carter. Econometria. 3ª. Edição. São Paulo: Saraiva, 2010.
- LICHA, Antonio Luis. Teoria da política monetária: uma abordagem em nível intermediário. Rio de Janeiro: Alta Books, 2015.
- MICHEL, Renaut; CARVALHO, Leonardo (Org.). Crescimento econômico: setor externo e inflação. Rio de Janeiro: IPEA, 2009.
- MINSKY, Herman P. Estabilizando uma economia estável. Osaco, SP: Novo Século Editora, 2009.
- MINSKY, Herman P. The essential characteristics of post-keynesian Economics. New York: The Jerome Levy Economic Institute, 1993 (Working Paper).
- SOUZA JÚNIOR, José Ronaldo de Castro; CAETANO, Sidney Martins. Produto potencial como ferramenta de análise da política monetária e da capacidade de crescimento da economia brasileira. Texto para Discussão 1881/ Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, Rio de Janeiro: IPEA, 2013.