

A desaceleração rudimentar da economia brasileira desde 2011¹

The rough slowdown of the Brazilian economy since 2011

FRANKLIN SERRANO | franklinserrano@gmail.com
Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ). Rio de Janeiro, Brasil.

RICARDO SUMMA | rifsumma@yahoo.com
Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (IE/UFRJ). Rio de Janeiro, Brasil.

Recebimento do artigo 10-jul-12 | **Aceite** 10-out-12

Resumo Ao contrário do período de crescimento mais alto entre 2004 e 2010, que resultou de uma combinação de uma grande melhoria nas condições externas com uma mudança bem menor na direção de uma política macroeconômica mais pragmática e expansionista, argumentamos que a redução drástica da taxa de crescimento da economia brasileira a partir de 2011 se deveu relativamente mais a mudanças na condução da política macroeconômica interna do que às mudanças na situação externa. Avaliando criticamente esta nova combinação de políticas, concluímos que estas fracassaram na redução da inflação e não levaram o país a um padrão de crescimento com mais investimento em relação ao consumo (públicos e privados), tendo reduzido o crescimento tanto do investimento quanto do consumo, sendo que o crescimento do investimento se reduziu bem mais do que o do consumo. Concluímos que estas novas políticas resultam do acirramento do conflito distributivo com o aumento da resistência salarial (devido à queda tendencial da taxa de desemprego e ao aumento real do salário mínimo), combinado com o fim do período de continua valorização da taxa de câmbio real e de tentativas de compensar a diminuição da taxa de juros real (e assim das rendas da propriedade em geral). **Palavras-chave** Economia Brasileira; Contração Fiscal; Política Econômica no Brasil.

1 Os autores gostariam de agradecer sem implicar os comentários de Carlos Medeiros e Fabian Amico a uma versão anterior deste artigo. Os autores agradecem também ao apoio financeiro do IPEA (PNPD), a todos os técnicos e assistentes de pesquisa da Diretoria de Macroeconomia deste instituto e em particular a Claudio Hamilton dos Santos por acesso a dados e resultados de pesquisas ainda não publicadas. Como se vê pelas referências este trabalho não teria sido possível sem as pesquisas e dados da DIMAC/IPEA. No entanto as ideias e opiniões aqui expostas assim como eventuais erros e omissões são de inteira responsabilidade dos próprios autores e não representam a opinião da DIMAC ou de seus membros ou dos amigos que agradecemos mais acima.

Abstract Unlike the 2004-2010 period of higher growth rates, which was caused by large improvements in external conditions combined with a modest shift towards a more pragmatic and expansionist set of domestic economic policies, we argue that the drastic reduction in the rate of growth of the Brazilian economy since 2011 was relatively more related to changes in internal macroeconomic policy rather than in changes in the external conditions. A critical assessment of these policy changes concludes that these have not been successful in reducing inflation, nor in changing the growth pattern to one with relatively more investment and less consumption (public and private). In fact, the growth of both consumption and investment has fallen, with the latter falling much more proportionately than the former. We conclude that this new policy mix results from an intensification of conflicting claims over income shares with an increase in wage resistance (due to the falling trend of the unemployment rate and the real increases in the minimum wage), combined with the end of a period of continued real exchange rate appreciation and attempts to compensate for the decrease in real interest rates (and property incomes in general). **Keywords** Brazilian Economy; Fiscal Contraction; Economic Policy in Brazil.

Introdução

A economia brasileira experimentou na segunda metade dos anos 2000 um período de crescimento mais rápido, inflação controlada e uma melhora na distribuição de renda e redução da pobreza devido a uma grande mudança nas condições externas aliada a uma mudança pequena, mas muito importante, na orientação da política macroeconômica interna. A média de crescimento do PIB no período 2004-2010 foi de 4,5%, pouco mais do dobro do observado no período 1995-2003 (Serrano & Summa, 2011).

Porém, a partir de 2011, vem ocorrendo uma desaceleração do crescimento econômico, em que a taxa de 7,5% em 2010 foi progressivamente se reduzindo a cada trimestre, atingido 2,7% para o ano de 2011 como um todo. Ao que tudo indica o crescimento do PIB deve ser menor ainda em 2012.

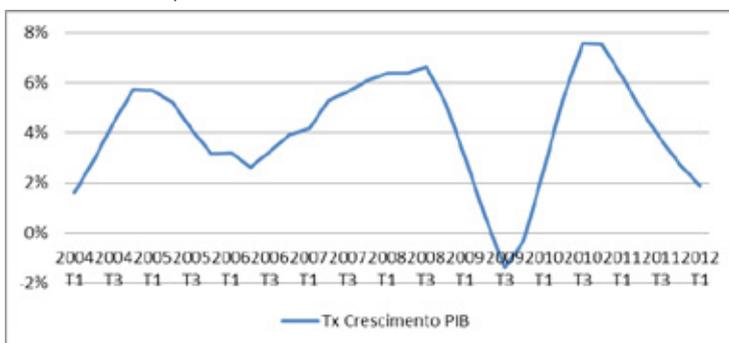
O objetivo deste artigo é argumentar que, ao contrário do que ocorreu no período de 2004-2010, a recente redução drástica da taxa de crescimento da economia brasileira se deveu relativamente mais a mudanças na condução da política macroeconômica interna do que às mudanças na situação externa.

O restante do texto está organizado da seguinte forma. A seção II mostra o quão forte foi a desaceleração recente do crescimento no Brasil. A seção III discute as possíveis causas externas da desaceleração. A seção IV discute as causas internas e em particular o papel das decisões de política monetária e fiscal. A seção V discute a evolução da inflação no Brasil e alguns de seus principais determinantes. A seção VI avalia criticamente a opção pelo ajuste fiscal. A seção VII apresenta observações finais.

A Redução do Crescimento

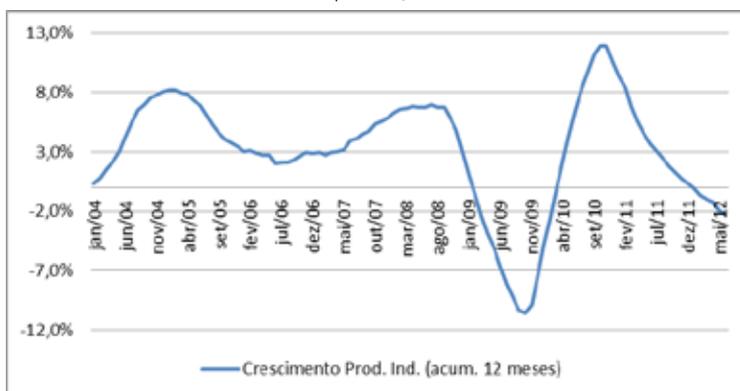
A redução da taxa de crescimento do PIB foi muito rápida a partir do início de 2011. Partindo de 7,5% o crescimento acumulado em 12 meses cai para 1,8% no primeiro trimestre de 2012 (gráfico 1). O crescimento da produção industrial cai de 10,56% em 2010 para 2,59% em 2011 e apresenta taxa de crescimento (também acumulada em 12 meses) de **menos** 2,3% em junho de 2012. Como consequência dessa desaceleração do nível de atividade, a criação de novos empregos formais também vem, com uma certa defasagem, crescendo mais lentamente, sendo que, em meados de 2012 (no acumulado de 12 meses) já é metade do que era no pico em meados de 2010 (gráfico 3).

Gráfico 1 | Taxa de crescimento do PIB (acumulado em 12 meses)



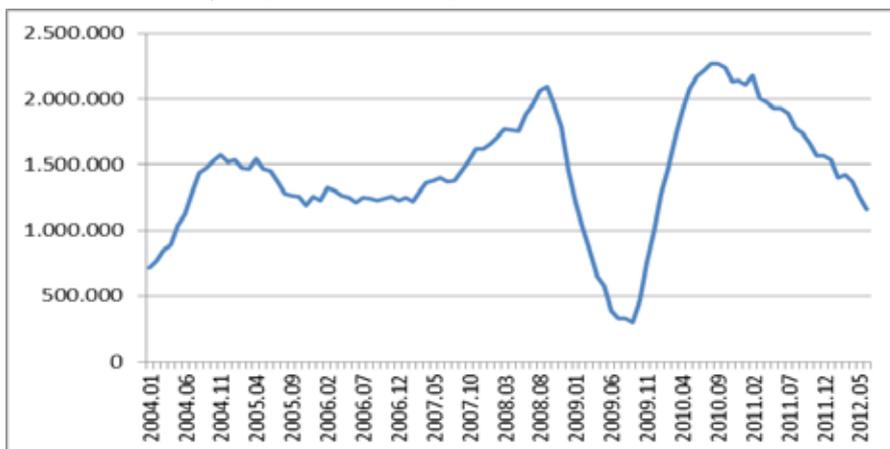
Fonte: SCN trimestrais/IBGE, IPEADATA.

Gráfico 2 | Produção Industrial



Fonte: PIM/IBGE; IPEADATA.

Gráfico 3 | Geração líquida de empregos formais (acumulado em 12 meses)



Fonte: CAGED/MTE; IPEADATA

O Papel das Mudanças no Cenário Externo

O crescimento da economia e do comércio mundial foi relativamente forte em 2010 quando as economias das diversas regiões se recuperaram de forma muito desigual da crise financeira mundial depois de setembro de 2008. No entanto, este crescimento mais alto não se sustentou em 2011 especialmente devido ao baixo crescimento dos países mais avançados. O crescimento da economia mundial caiu de 4,1 para 2,7% entre 2010 e 2011. O crescimento dos países desenvolvidos caiu de 2,7 para 1,4% e dos países em desenvolvimento como um todo (da Ásia, África e América Latina, incluindo a China) caiu de 7,5 para 5,9%. E (segundo o FMI) o crescimento da América Latina como um todo (sem excluir o Brasil) caiu de 6,2 para 4,5%. Esta desaceleração do crescimento mundial por sua vez reduz o crescimento real do comércio internacional de bens e serviços, que caiu de 13,1 para 6,6% entre 2010 e 2011².

O ritmo do crescimento das exportações brasileiras foi muito afetado por esta redução substancial do crescimento da economia mundial. Em termos de

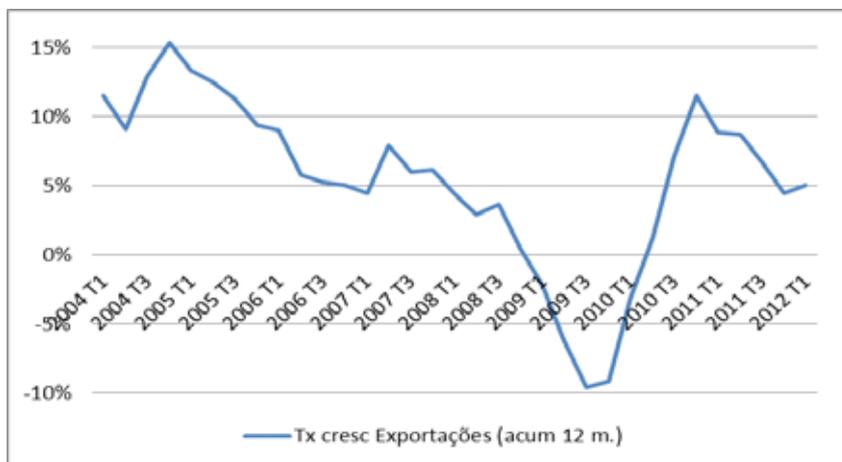
2 Os dados vem de DESA-UN(2012).

volume (quantum) houve uma redução muito grande de um crescimento de 9,5% em 2010 para apenas 2,9% em 2011.

Esta redução considerável do crescimento do quantum de exportações parece ter sido inteiramente causada pela redução da demanda externa, uma vez que a taxa de câmbio nominal em relação ao dólar americano se desvalorizou uns 8% do início ao final de 2011 (gráfico 10) e também ocorre uma melhora dos termos de troca do Brasil de também cerca de 8% por conta principalmente do forte aumento dos preços das commodities minerais exportadas pelo Brasil, que fez os preços em dólar de nossas exportações totais aumentarem 23% em 2011(dados do Ipeadata).

A resultante final disso foi uma queda do crescimento do valor real de nossas exportações de 11,5 para 4,5% (gráfico 4, tabela 2).

Gráfico 4 | Taxa de crescimento das exportações



Fonte: SCN trimestrais/IBGE, IPEADATA.

A queda do crescimento real das exportações teve, sem dúvida, um papel relevante na desaceleração do crescimento da economia brasileira a partir de 2011 e esta queda parece ter sido inteiramente determinada pela desaceleração no crescimento da demanda e do comércio na economia mundial.

O problema é que as exportações totais tem um peso muito pequeno na demanda agregada no Brasil (sobre o PIB ficam em torno de 11%) e levando em conta que muitas de nossas exportações tem um conteúdo importado elevado (por exemplo, minérios e aviões) o peso do valor adicionado das exportações na demanda agregada parece ser ainda menor (Freitas & Dweck(2010)), o que torna

difícil explicar uma desaceleração tão grande da economia brasileira apenas por este canal de transmissão.³

Além do comércio internacional, outro importante possível canal de transmissão da situação da economia internacional para o crescimento do Brasil poderia vir de uma deterioração da situação das contas externas do Balanço de Pagamentos do país. No entanto, ainda que o saldo do Balanço de Pagamentos, medido em relação às exportações, se reduza um pouco especialmente depois do agravamento da crise financeira na Zona do Euro em agosto de 2011 (que marca o fim do ciclo de valorização nominal da taxa de câmbio do Real), permanece positivo. Em 2011 e 2012 há uma queda do fluxo de capitais em relação às exportações, porém ocorre também uma redução do déficit em transações correntes. O resultado é que o saldo da Balança de Pagamentos se reduz, mas continua sendo positivo (gráfico 5). O importante a assinalar é que o saldo do Balanço de Pagamentos ainda está positivo e que o Brasil acumulou mais de 60 bilhões de dólares de reservas em 2011, o que não parece configurar uma situação de dificuldade de financiamento externo (Gráfico 6), que pudesse gerar alguma desaceleração interna.

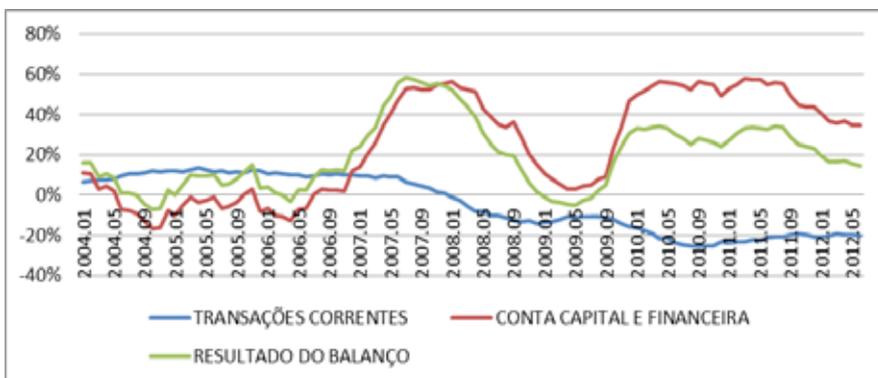
Por fim, poderia estar havendo uma deterioração na situação da dívida externa total (privada e pública) – seja em termos de tamanho do estoque, seja em seu perfil – com reflexos sobre a fragilidade financeira externa da economia, o que poderia levar a uma crise de liquidez externa. Mas a dívida externa total, embora tenha crescido, vem sendo progressivamente reduzida em relação às reservas internacionais, sendo que em meados de 2012 hoje essa relação gira em torno de 80%. Quanto ao perfil da dívida externa, a dívida externa de curto prazo em relação às reservas internacionais vem se reduzindo desde 2004, e hoje se encontra próxima dos 10%, mostrando que essas relações não parecem também ser motivo de preocupação a ponto de forçar o governo a reduzir subitamente o crescimento da economia (Gráfico 7).

Além disso, até o momento a desvalorização cambial não parece ter causado uma crise em bancos ou empresas sediadas no Brasil (como foi o caso de várias grandes empresas brasileiras na crise de 2008 que estavam excessivamente endividadadas em dólar por motivos especulativos) e tampouco ocorreu uma queda repentina dos créditos comerciais internacionais (como a que houve na crise de 2008) que pudesse explicar, pelos seus impactos nos gastos de empresas e finan-

3 Pelas contas nacionais do IBGE a contribuição das exportações totais para a demanda agregada teria sido reduzida em 0,77 pontos percentuais do PIB entre 2010 e 2011, enquanto o crescimento do PIB caiu 4,8 pontos percentuais.

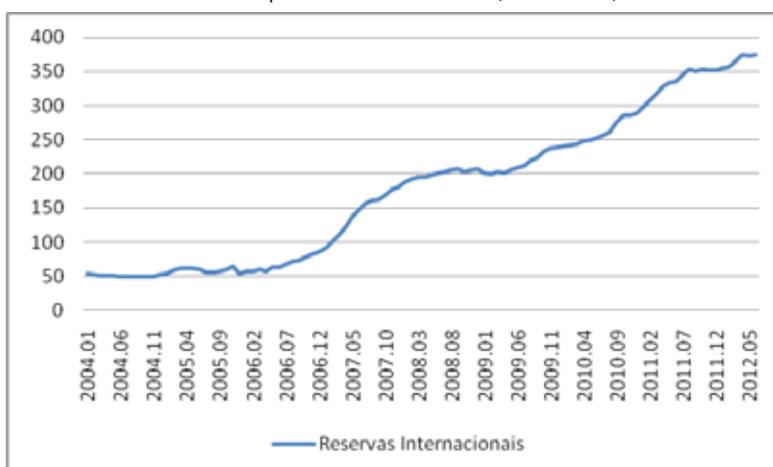
ciamentos concedidos pelos bancos privados, a rápida desaceleração do crescimento do PIB brasileiro em 2011-2012. Desta forma, ao contrário da crise de 2008, em 2011, do ponto de vista das condições externas, o canal de comércio internacional parece (até agora pelo menos) ter tido mais impacto sobre o crescimento do PIB do que o canal financeiro. Mas a queda do crescimento, como visto acima, foi muito grande para ser explicada apenas pela queda das exportações. Isso indica que deve haver também outras importantes causas internas para a desaceleração recente da economia brasileira.

Gráfico 5 | Relação entre Saldo de Transações Correntes/Exportações, Conta Capital e Financeira/Exportações e Balanço de Pagamentos/Exportações (acumulado em 12 meses)



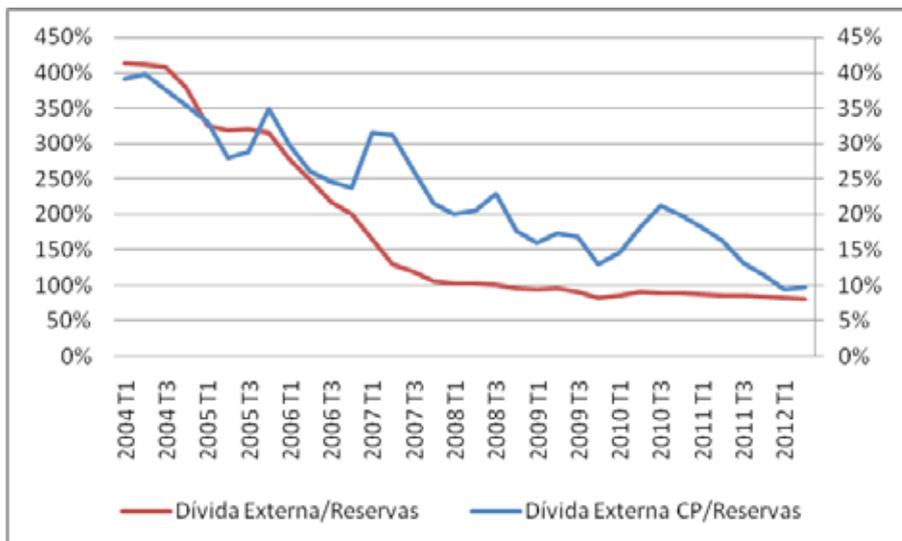
Fonte: BACEN/BP

Gráfico 6 | Reservas Internacionais (Bilhões US\$)



Fonte: BACEN.

Gráfico 7 | Relação entre Dívida Externa/Reservas Internacionais e Dívida Externa de Curto Prazo/Reservas Internacionais



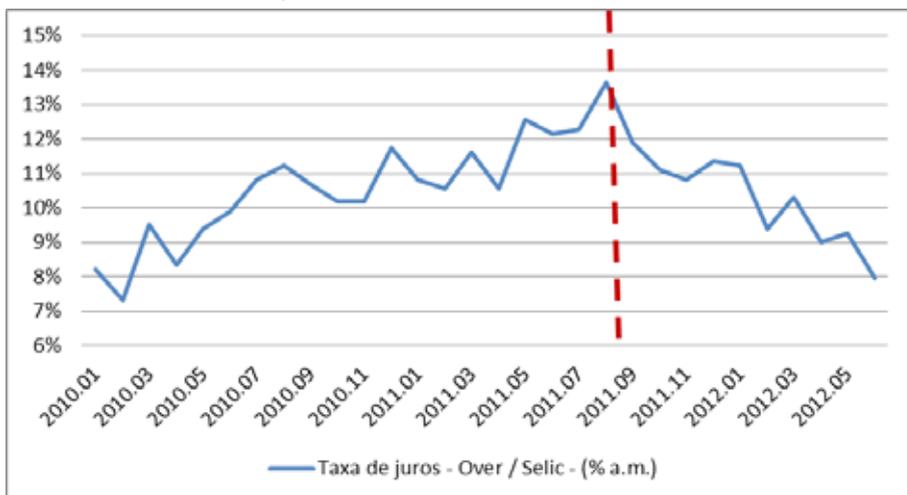
Fonte : BACEN/BP

Mudanças na Política Macroeconômica e a desaceleração

O aumento dos juros e as medidas macroprudenciais

Uma vez confirmada a rápida recuperação da economia diante das medidas anticíclicas adotadas em 2009, o Banco Central começa um ciclo de aumento de juros depois de fevereiro de 2010, quando a inflação acumulada em 12 meses ultrapassa o centro da meta de inflação (4,5%), basicamente por causa da rápida recuperação dos preços internacionais das commodities importadas e exportadas pelo Brasil (gráfico 16). Ao longo deste ciclo, que vai até agosto de 2011, apesar de algumas oscilações, a taxa nominal de juros tem uma tendência a aumentar e vai de 7,5% a.a. para 13,5% (gráfico 8).

Gráfico 8 | Taxa básica de juros (SELIC) – (% a.m. anualizada)



Fonte: BACEN.

Em seguida, como consequência, o crédito ao consumidor em termos reais já começa a crescer menos rapidamente mas o aumento dos juros não impacta inicialmente o crescimento do crédito imobiliário. O Banco Central, decidido a reduzir o crescimento da demanda mais rapidamente e sofrendo pressão para não elevar os juros mais rapidamente e valorizar ainda mais o câmbio, adota, no fim de 2010 e início de 2011, medidas de controle do crédito ao consumidor. Estas medidas, ainda que algumas delas tenham sido muito usadas nos anos 1970, passam a ser denominadas “macroprudenciais” depois da crise mundial de 2008.

Estas medidas incluíram: a) aumento do depósito compulsório sobre depósitos nos bancos, o que equivale a um imposto e tende a aumentar o *spread* dos bancos; b) aumento do capital mínimo dos bancos requerido para um conjunto de empréstimos ao consumidor de prazos mais longos como financiamento de automóveis com baixo valor de pagamento de entrada (mas não empréstimos imobiliários), que desestimula os bancos a expandir estas linhas de crédito; c) aumento dos impostos sobre operações financeiras para o crédito ao consumidor em geral que aumenta a taxa de juros paga pelo consumidor; e d) aumento do percentual mínimo de pagamento de saldos de cartões de crédito, que tende a reduzir o seu uso para financiamento pelos consumidores (ver Prates & Cunha 2012).

As medidas macroprudenciais, junto com a elevação da taxa de juros básica, de fato levaram a algum aumento nos juros e no *spread* do crédito ao consumidor

e, apesar não conseguirem reduzir o prazo médio destes empréstimos, diminuíram substancialmente a taxa de crescimento real do crédito às pessoas físicas de 11,59% em 2010 para 5,87% em 2011 (Tabela 1).

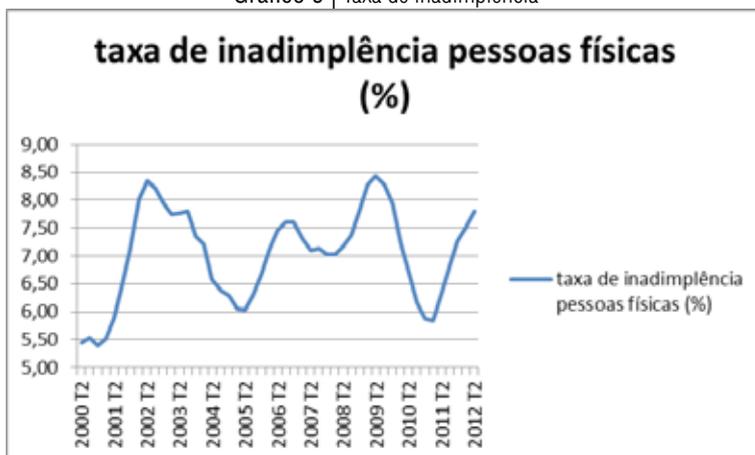
Tabela 1 | Evolução do Crédito ao consumidor: variação do crédito, taxa de juros, spread e prazos.

Data	Taxa de variação real do crédito a pessoas físicas	Taxa de juros – Pessoa Física (%a.a.)	Spread – Pessoa Física (%a.a.)	Prazo médio – Pessoa Física
2004	23,77	62,93	46,21	285,17
2005	32,82	61,40	43,23	302,25
2006	25,17	55,73	41,28	337,08
2007	24,20	47,73	36,27	404,67
2008	23,04	51,45	37,69	467,50
2009	13,87	46,83	36,38	477,17
2010	11,59	40,74	29,20	526,58
2011	5,87	43,80	31,40	559,00
média 2004/2010	22,07	52,40	38,61	400,60

Fonte: BCB.

Não é tão fácil entender a lógica destas medidas. Se a preocupação era a estabilidade do setor financeiro, é no mínimo curioso que o Banco Central se preocupe com uma bolha de consumo financiado por crédito, enquanto ao mesmo tempo o Governo incentiva ao máximo a expansão do crédito imobiliário que tende a gerar bolhas certamente mais perigosas. Se a prioridade era controlar a inadimplência dos trabalhadores e consumidores em geral, o simultâneo encarecimento e redução da disponibilidade do crédito pessoal parecem ter tido o efeito previsível, num momento de desaceleração do crescimento da renda, de aumentar muito e rapidamente os indicadores de juros sobre renda mensal, serviço da dívida sobre renda mensal a partir do início de 2011 (Ipea(2012a)). Como consequência, a taxa de inadimplência das pessoas físicas **aumentou** substancialmente ao longo de 2011, de 5,83% no primeiro trimestre de 2011 para 7,53% no primeiro trimestre de 2012 e 7,8% no segundo trimestre de 2012 (gráfico 9).

Gráfico 9 | Taxa de inadimplência



Fonte: BACEN

Por outro lado se o objetivo prioritário das medidas macroprudenciais era o controle da inflação, é no mínimo curioso o Banco Central se esforçar tanto em reduzir o crédito especificamente para os mercados de bens duráveis onde havia uma tendência à estabilidade nominal dos preços destes produtos em reais (Braga & Martinez(2012)), devido à forte concorrência de produtos importados num contexto que combinava preços internacionais destes bens duráveis crescendo muito pouco em dólar e valorização cambial, ao que se soma as desonerações de impostos indiretos promovidas pelo governo em alguns segmentos deste setor (veículos).

Além disso, a opção de usar medidas macroprudenciais em vez de maiores aumentos da taxa básica de juros elimina o principal canal de transmissão da política monetária no Brasil: o impacto do aumento do diferencial de juros interno e externo sobre a taxa de câmbio, e a partir daí sobre os custos de todos os setores, tanto através dos preços dos comercializáveis, quanto pelos efeitos posteriores das mudanças dos preços por atacado destes sobre os índices de reajuste de serviços com preços monitorados ou administrados (Serrano & Summa(2011)).

As medidas macroprudenciais certamente tiveram efeito de reduzir o crescimento do consumo em geral (e especialmente de bens duráveis) e claramente não tiveram efeito nenhum sobre a dinâmica da inflação⁴, além de contribuir para o

4 Note que mesmo na hipótese bastante improvável de que houvesse na época uma drástica restrição interna de capacidade de produtiva e/ou de mais improváveis ainda uma escassez de dotações de mão-de-obra ou recursos

aumento da taxa de inadimplência. Mesmo assim as medidas foram consideradas um sucesso por todos e só começam a ser revertidas no final de 2011, quando o Banco Central percebe finalmente a extensão e a gravidade da desaceleração do crescimento em curso na economia brasileira.

Alguns meses antes de começar a reverter as medidas macroprudenciais, em agosto de 2011, o Banco Central percebe a mudança no cenário externo, reverte a direção da política monetária e passa a diminuir rapidamente a taxa básica de juros (ver gráfico 8). As taxas de juros mais longas caem rapidamente, mostrando que o mercado percebe esta mudança de direção do Banco Central como permanente. No início de 2012, o governo força os bancos públicos (Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal) a reduzirem fortemente seus *spreads*. Esse processo leva rapidamente, por meio da concorrência, à diminuição também dos *spreads* dos bancos privados, confirmando, aliás, a tese de que os altíssimos *spreads* bancários no Brasil são sustentados pelo relacionamento colusivo e anti-competitivo entre os grandes bancos públicos e privados. Mais recentemente, em maio de 2012, o governo mudou as regras de remuneração das cadernetas de poupança, eliminado um obstáculo institucional potencial para reduções maiores da taxa básica de juros.

Além disso, promoveu em 2012 um conjunto de reduções temporárias de impostos indiretos para baixar o preço e estimular a compra de alguns bens de consumo duráveis (inclusive automóveis). A fórmula de reajuste do salário mínimo real que se baseia na inflação do ano anterior mais o crescimento do PIB de dois anos antes foi mantida, o que levou a um aumento real do salário mínimo em torno de 9% nos dois primeiros trimestres de 2012 (em comparação com os mesmos trimestres de 2011). Estas medidas recentes de estímulo ao crédito e ao consumo, entretanto, parecem ainda não ter tido o efeito de aumentar muito a taxa de crescimento do consumo, pois o efeito inicial de uma redução das taxas de juros ao consumidor depois de um ciclo de alta de juros e aumento da inadimplência é o pagamento das dívidas anteriores pelos consumidores endividados, mas devem começar a ter algum efeito positivo maior no segundo semestre de 2012.

naturais especializados somente na produção de bens de consumo duráveis, o grande grau de abertura e concorrência externa nestes setores impediria que estes fossem um foco de pressões inflacionárias. Medidas macroprudenciais deste tipo podem ser bastante úteis para evitar o desperdício de divisas externas com bens não essenciais em situações de forte restrição externa, mas evidentemente não era este o caso do Brasil em 2010-1.

A taxa de juros e a taxa de câmbio

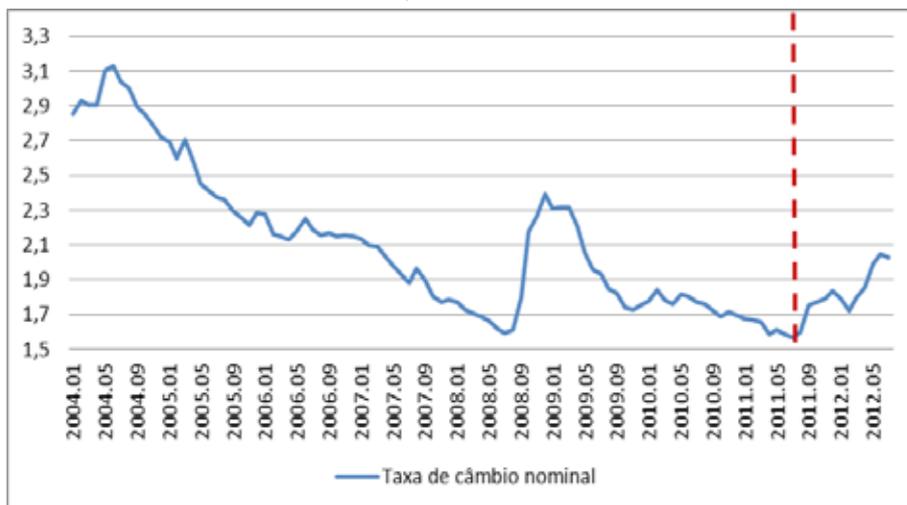
No final de 2010 o governo elevou a taxação das entradas de capital estrangeiro de curto prazo com vistas a combater a tendência à valorização nominal da taxa de câmbio. Estas medidas, apesar de terem levado a tentativas de contornar os impostos fazendo capital especulativo entrar no país como “investimento direto” e outras formas de arbitragem regulatória (Corrêa & alli, 2012), de fato chegou a reduzir, mas não eliminar o diferencial de juros líquido de impostos. Estas medidas parecem ter tido o efeito inicial de reduzir a velocidade da apreciação nominal do câmbio. Porém, o próprio Banco Central contribui para a perda de eficácia destas medidas de controle de capitais ao voltar a subir a taxa de juros interna a partir de março de 2011, num período em que as taxas de juros nos EUA e o spread externo do Brasil continuavam se reduzindo. O câmbio continuou sua trajetória de valorização até o choque de saída súbita de capitais em agosto de 2011, devido à crise na área do Euro, que levou a uma brusca desvalorização (gráfico 11). A partir de então, num ambiente financeiro externo mais turbulento, tem havido uma tendência à desvalorização cambial. Esta tendência parece estar sendo apoiada pelo Banco Central, que vem reduzido o diferencial de juros bruto (gráfico 10) pelas contínuas e substanciais reduções da taxa básica de juro interna, a despeito do pequeno aumento recente do spread de risco-país.

Gráfico 10 | Diferencial de juros bruto



Fonte: BCB (taxa selic); BEA (effective fed funds rate); JP Morgan (EMBI Br)

Gráfico 11 | Taxa de câmbio nominal



Fonte: BACEN.

O ajuste fiscal

Ao final de 2010, o governo, além de continuar com a trajetória de aumentos da taxa básica de juros e de introduzir as medidas macroprudenciais de controle de crédito, começa um forte ajuste fiscal com o objetivo de aumentar o superávit primário de forma a cumprir a meta cheia de 3,1% do PIB para 2011. É importante ressaltar que pelas normas do PAC/PPI que excluem parte dos investimentos públicos da meta oficial de superávit primário, a meta para 2011 legalmente poderia ter sido de 2,42% e não 3,1%, mas mesmo assim o governo escolheu a meta “cheia”. Outro sinal deste compromisso contracionista do novo governo foi a decisão de não dar aumento real no salário mínimo, fato que não ocorria desde 1994, a despeito da desaceleração evidente do crescimento da economia ao longo de 2011.⁵ Estas medidas mostram o forte compromisso tanto do governo anterior quanto do que tomou posse em 2011 (que são do mesmo partido) de reduzir mui-

5 O governo se aproveitou da regra de reajustes do salário mínimo em vigor desde 2007, que o vincula à reposição da inflação mais a taxa de crescimento do PIB de dois anos antes, embora nada impeça que o governo dê reajustes maiores se achar conveniente. Como em 2009 o crescimento do PIB foi negativo, por conta da crise mundial, foi decidido dar o reajuste a partir do aumento do custo vida e não houve redução real na data do reajuste.

to o crescimento da demanda agregada interna, antes da economia internacional dar sinais mais óbvios de forte desaceleração. Mas a despeito da desaceleração da economia mundial no início de 2011, o ajuste fiscal foi mantido ao longo de todo o ano de 2011 e a meta cheia para o superávit foi atingida (Gráfico 12).

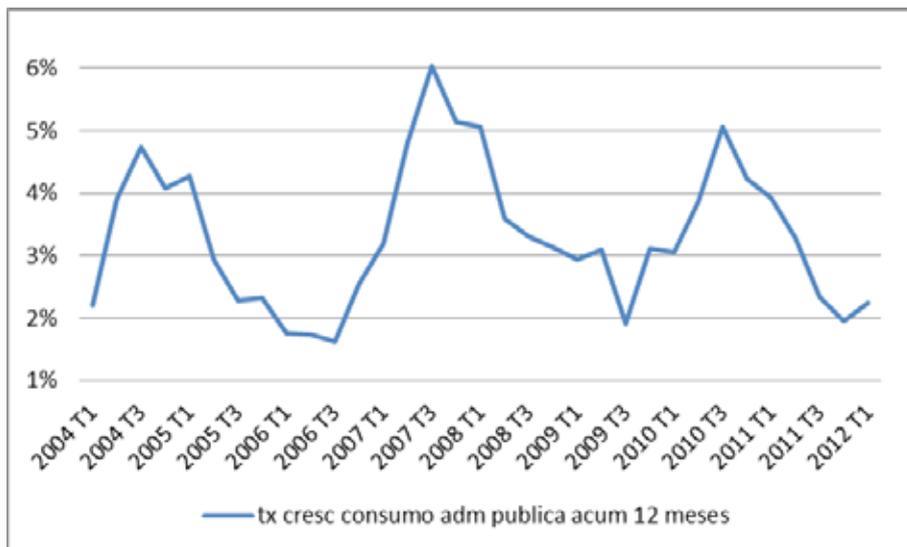
Gráfico 12 | Resultado primário do Setor público consolidado excluindo receitas federais não recorrentes (dados mensais, anualizados e medidos em % do PIB)



Fonte: Panorama Fiscal, IPEA(2012b)

Este rápido aumento do superávit primário só foi possível graças a uma forte redução do crescimento dos gastos públicos. Dados do excelente Panorama Fiscal do IPEA (2012b) mostram que os gastos em consumo do governo que cresceram em média 5,8% ao ano no período 2004-10 e que haviam crescido 7,2% em 2010 cresceram apenas 0,4% em 2011 (tabela 2). No gráfico 13 podemos ver a desaceleração do Consumo da Administração Pública, calculados pelo Sistema de Contas Nacionais do IBGE:

Gráfico 13 | Taxa de crescimento do Consumo da Administração Pública
(acumulada em 12 meses)



Fonte: IBGE/SCN – Trimestral

Apesar da ausência de aumento do salário mínimo real as transferências de assistência e previdência social (TAPS), que em boa parte não são despesas discricionárias e crescem endogenamente, cresceram 5,4%, mais rápido do que os 2,3% de 2010 e da média de 4,8% ao ano entre 2004-2010. Por outro lado a receita tributária total, que reduz a renda disponível para o consumo privado, cresceu 7,4% em 2011, menos que os 8,3% de 2010 (onde o alto crescimento aumentou a arrecadação) mas acima da média de 5,3% do período 2004-2010.

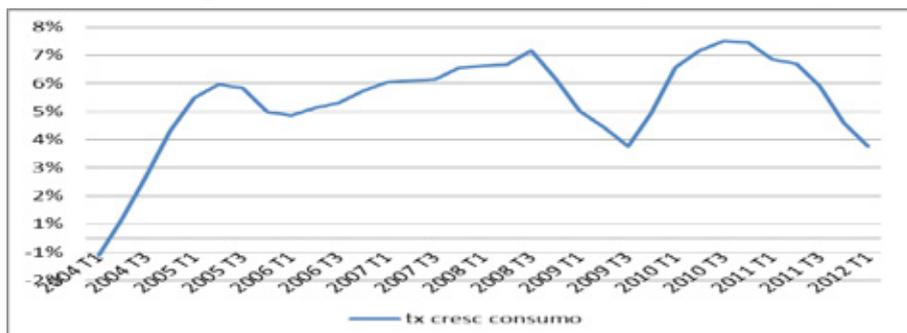
Mas o mais interessante foi o comportamento do investimento público, tanto do governo quanto das empresas estatais federais em 2011. Segundo o Panorama Fiscal do IPEA (2012b), o investimento da Administração Pública, que teve uma taxa de crescimento anual média de 14,8% no período 2004-2010, em 2011, teve uma **queda** real de 12%. Os cortes foram tão profundos que houve redução **nominal** destes investimentos (IPEA(2012b)) Já o investimento feito pelas empresas estatais, que teve crescimento médio de 14% no período 2004-2010, apresentou **queda** de 8,6% em 2011(tabela 2). Note que estes cortes ocorrem durante a vigência do plano PAC, que foi idealizado especificamente para promover o crescimento do investimento público. Além disso, como parte deste esforço, os investimentos das principais empresas estatais (Petrobras e Eletrobrás) haviam sido retirados

da meta de superávit primário exatamente para que estas empresas pudessem investir mais, mas estes foram drasticamente reduzidos em 2011. A experiência de 2011 demonstrou mais uma vez o fato de que fortes ajustes fiscais quase sempre levam a quedas substanciais e desproporcionais do investimento público. Dada a natureza endógena da receita fiscal e de transferências públicas e a inviabilidade de cortes muito grandes na folha salarial do setor público, tanto a experiência internacional quanto a brasileira mostram que o mais comum é que o investimento público acabe se tornando a variável de ajuste de tentativas de ajuste fiscal de grandes proporções.⁶

Impactos sobre os gastos privados em consumo e investimento e sobre as importações

Esta combinação de queda do crescimento das exportações e políticas monetárias, de crédito e fiscais restritivas levou a uma rápida redução do ritmo de crescimento do consumo privado (gráfico 14). Em 2010 o consumo privado cresceu 6,9% e em 2011 baixou para 4,1%, ritmo menor do que a média do período 2004-2010 (anexo 1).

Gráfico 14 | Taxa de crescimento do Consumo das Famílias (acum. em 12 meses)



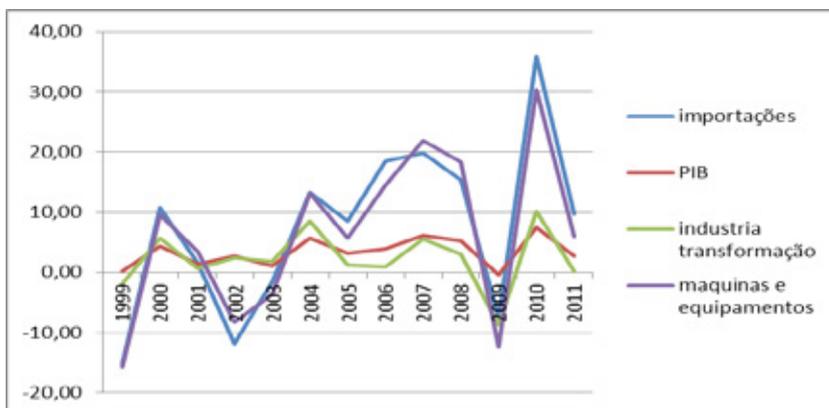
Fonte: IBGE/SCN.

6 Esta tendência de ajustes fiscais prejudicarem o investimento público foi o motivo principal pelo qual o ministro da fazenda Gordon Brown do governo britânico implantou a partir de 1999 a chamada "regra de ouro" fiscal onde todos os investimentos públicos são excluídos da meta de equilíbrio fiscal. Curiosamente a "regra de ouro" de Brown foi uma fonte importante de inspiração do PAC brasileiro e das regras do PAC/PPI que permitem uma redução do superávit primário para acomodar aumentos do investimento público mencionadas acima.

Os gastos em investimento em capital fixo da economia brasileira no agregado (isto é, sem separar o investimento público e privado) reduziram drasticamente seu ritmo de crescimento em 2011. Depois de crescer em média 9,2% entre 2004 e 2010 e do crescimento elevado de 21,3% em 2010, a taxa de crescimento real da formação bruta de capital fixo cai para apenas 4,7% em 2011. O investimento total em construção (residencial e não residencial, público e privado) que cresceu a um ritmo de 5,8% em média no período 2004-10 e 12,9% em 2010, cresceu apenas 3,9% em 2011. Porém, a queda mais drástica do crescimento foi no investimento total em máquinas e equipamentos (agregado que inclui muitos dos investimentos das empresas estatais). O investimento em máquinas e equipamentos, que vinha crescendo a um ritmo médio de 13,1%, e que cresceu 30,4% durante 2010, cresce apenas 6% no ano de 2011 (tabela 2).

O componente privado do investimento deste tipo é basicamente induzido pela necessidade de ajustar o estoque de capital à tendência de crescimento da demanda. Por isso, o investimento privado em máquinas e equipamentos sempre tende a crescer temporariamente mais do que o resto da demanda quando esta dá sinais de crescimento mais sustentado e também a crescer temporariamente bem menos do que a demanda como um todo em períodos em que é percebida uma redução da tendência desta. Este é o mecanismo que permite que o grau de utilização da capacidade produtiva consiga oscilar dentro de uma faixa não muito ampla e que o próprio produto potencial da economia siga com folga a tendência de crescimento da demanda efetiva agregada (gráfico 15).

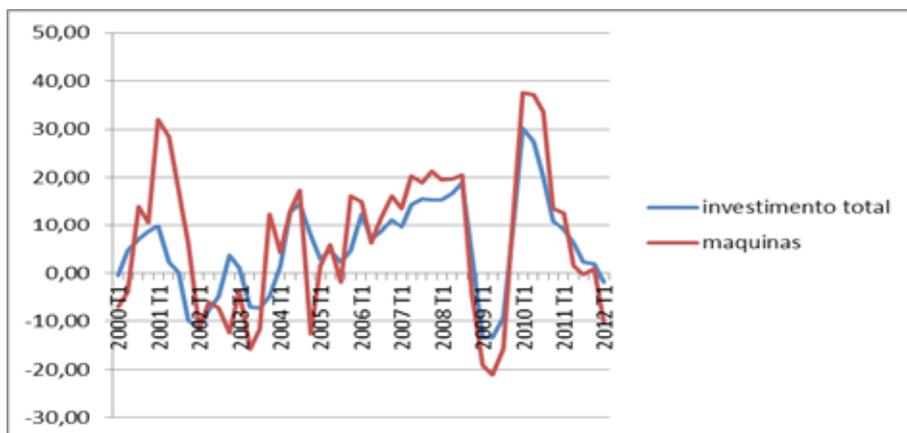
Gráfico 15 | Taxas de crescimento real anual do PIB, do investimento em máquinas e equipamentos, das importações e da Produção da indústria de transformação.



Fonte: IBGE/SCN

Por isso uma desaceleração do ritmo de crescimento do investimento privado em máquinas e equipamentos já seria de se esperar em 2011, mesmo se o crescimento das exportações e o crescimento da economia mundial não tivesse sofrido reduções. Isso porque havia perspectivas de desaceleração da economia, embora não houvesse motivo para esperar uma grande redução no crescimento do componente privado do investimento em construção. Na realidade, ao longo do ano de 2010, a taxa de crescimento do consumo aparente de máquinas já cai continuamente e rapidamente de 37,9% no primeiro trimestre para 13,58 no quarto trimestre de 2010, o que contribui muito para o crescimento do investimento total da economia em 2010 começar a um ritmo de 30,24% no primeiro semestre e chegar a 10,94% no último trimestre de 2010 (gráfico 16). Esta forte desaceleração do investimento privado ao longo do ano de 2010 (pois o investimento público cresceu a taxas elevadas neste ano como vimos acima) torna ainda mais difícil a compreensão do forte compromisso do governo com políticas monetárias e fiscais de contração da demanda a partir do fim de 2010. Essa estranheza é reforçada quando levamos em conta que, apesar da taxa de crescimento acumulada em 12 meses do PIB só ter atingido seu pico no último trimestre de 2010 (gráfico 1), o crescimento real do PIB trimestral a cada trimestre foi caindo ao longo de 2010, de 9,34% no primeiro trimestre para 5,33% no quarto trimestre, e portanto, as evidências de desaceleração eram muito claras ao final de 2010, independentemente das perspectivas sobre a situação externa.

Gráfico 16 | Taxas de crescimento real (em relação ao mesmo trimestre do ano anterior) da formação bruta de capital e do consumo aparente de máquinas



Fonte: IBGE/SCN.

Estas tendências já conhecidas do investimento total ao longo de 2010, combinadas com a grande e inusitada redução do investimento público do governo e das estatais em 2011 nos permitem ver que o desempenho do investimento privado parece ter sido bastante razoável em 2011, dadas as circunstâncias, provavelmente refletindo o fato de que o investimento privado tende a reagir a mudanças na perspectiva de crescimento da economia com alguma defasagem, como mostra as taxas negativas de crescimento real do investimento total e sobretudo em máquinas e equipamentos já no primeiro trimestre de 2012 (gráfico 16).

A grande queda no crescimento do investimento, particularmente em máquinas e equipamentos, em 2011, nos permite entender melhor o desempenho do crescimento da indústria. No Brasil, existe um amplo consenso, sem uma base empírica confiável, de que a indústria não tem crescido, mesmo no curto prazo, basicamente por causa do câmbio real valorizado. Na realidade apesar da taxa de câmbio real ter relevância (bem menor do que se normalmente considera, mas isto é tema para outra discussão) para a competitividade externa de nossa indústria, fica difícil não ver que a principal causa da queda drástica do crescimento da produção da indústria manufatureira de 10,14% em 2010 para apenas 0,13% em 2011 foi a grande redução do crescimento do investimento no período, especialmente no componente máquinas e equipamentos, tanto privado quanto das estatais.

Como evidentemente todas as máquinas e equipamentos que não forem importados são produzidos na indústria manufatureira e não na mineração, agricultura ou serviços, tanto no Brasil quanto em outras economias, no curto prazo, sempre que a taxa de investimento da economia aumenta (cai), o investimento e a produção industrial necessariamente aumentam (caem) muito mais que proporcionalmente ao produto de todos os setores (gráfico 14). Assim, foi a forte redução do crescimento do investimento, e não uma suposta “desindustrialização”, que reduziu tanto o crescimento da produção industrial. A indústria cresceu bastante nos períodos 2007-2008 e em 2010, quando a taxa de câmbio já estava valorizada, e portanto, é difícil acreditar que de repente o câmbio tenha se transformado em um impeditivo para o crescimento da indústria como um todo (gráfico 2). Note também que o câmbio valorizado foi muito importante para o aumento dos salários reais e portanto para o crescimento do consumo das famílias, e a evidência no período 2004-2010 deixa claro que a valorização cambial, por mais que possa agravar os problemas de competitividade externa e do saldo da Balança Comercial, tem tido claramente um efeito total expansionista tanto sobre a produção industrial quanto sobre o PIB (Summa & Serrano(2011)). Tanto que a desvalorização

cambial a partir de agosto de 2011 mostrou que a taxa de câmbio real (inclusive não tão valorizado quanto no período 2007-2008 e em 2010) não levou a nenhuma aceleração do crescimento da indústria brasileira⁷. A principal causa da recessão industrial no início de 2012 é uma desaceleração geral da demanda que atinge mais o setor industrial do que outros, porque foi o investimento (público e privado) o componente da demanda agregada que sofreu maior redução em sua taxa de crescimento a partir de 2011.⁸

As importações totais que cresceram em média 14,8% em termos reais no período 2004-2010, e à taxa bastante elevada de 35,8% no ano de recuperação de 2010, reduziram sua taxa de crescimento para 9,8% em 2011. Esta redução também se explica basicamente por estas grandes variações na taxa de crescimento do investimento em máquinas e equipamentos, dada a forte complementaridade entre os componentes nacionais e importados do investimento em máquinas e equipamentos (e seu alto conteúdo importado). Assim, no curto prazo, o investimento em máquinas e equipamentos, a produção industrial e as importações totais da economia oscilam conjuntamente (gráfico 15), seja qual for a taxa de câmbio.

O governo tem reagido à queda geral dos investimentos basicamente tentando estimular diretamente o setor privado através de reduções em seus custos de investimento e aumentos de margem de lucro. Além de reduções na taxa básica de juros e mais recentemente na taxa de empréstimos do BNDES, e da desvalorização cambial, o governo promoveu a desoneração de encargos previdenciários da folha de salários de alguns setores, desoneração do imposto de importação para compras de bens de capital, entre outras desonerações e subsídios para inovações, assim como algumas medidas de políticas de compras públicas com condicionantes de conteúdo nacional e upgrade tecnológico para no chamado Plano Brasil Maior. Além disso, resolveu antecipar para o segundo semestre de 2012 o anúncio do Plano Nacional de Logística Integrada com concessões de Parcerias Público Privadas em investimentos na área de infraestrutura em condições de financiamento muito favoráveis aos empresários.

7 Schettini et alli (2011) estimam que a elasticidade das exportações brasileiras em relação à taxa de câmbio é muito baixa, o exato oposto da visão consensual.

8 É evidente que a forte valorização cambial dos últimos anos tem sido um dos fatores que tem levado a um grande aumento das importações e queda do conteúdo doméstico da produção industrial no Brasil (Serrano & Summa (2011)) e que esta tendência estrutural de descompasso entre a pauta de importações e exportações brasileiras é um dos principais problemas do Brasil a longo prazo. Nosso argumento aqui é que não foi a taxa de câmbio nem a questão mais geral da baixa competitividade externa da indústria brasileira a causa da queda da produção da indústria a partir de 2011.

O governo aparenta querer estimular o investimento privado (dado que parece estar tendo dificuldades administrativas em retomar o crescimento do investimento público em 2012) e o emprego não através de aumentos na demanda, ou política de substituição de importações, já que a parte de política de compras do Plano Brasil Maior é bem reduzida, mas primordialmente através da redução de custos e/ou aumentos nas margens de lucros das empresas. No entanto, não há nenhuma evidência de que as empresas vão empregar mais mão-de-obra sem um crescimento mais rápido da demanda, mesmo com maiores margens de lucro. Também não existe nenhum motivo pelo qual empresas investiriam mais em capital fixo sem uma perspectiva de aumento da demanda, independentemente de qualquer aumento em suas margens de lucro. Desonerações e aumentos de margem podem pontualmente evitar o fechamento de empresas, demissões e paralisação do investimento em empresas que estão à beira da inviabilidade e sem condições mínimas de rentabilidade em seus mercados internos ou externos. Mas para a imensa maioria das firmas que tem margens de lucro correntes acima do mínimo viável, aumentos adicionais nas margens tendem a não ter efeito nenhum sobre suas decisões de investimento. Em geral, o barateamento do custo de contratação da força de trabalho ou das máquinas em nada aumenta o emprego ou o investimento, mas tão somente as margens de lucro.

O caso específico de barateamento dos custos de importação de máquinas ainda traz consigo o problema adicional de que, se levarem a mais investimentos, estarão estimulando a demanda em outros países e não no Brasil, aumentando a concorrência externa e tendendo a reduzir a demanda e/ou as margens de lucro dos produtores nacionais de bens de capital. E é no mínimo curioso que no mesmo plano haja medidas de política industrial propondo aumento do conteúdo nacional e, ao mesmo tempo, subsídios a importação de bens de capital. Não é, portanto, surpreendente que estas medidas não tenham mostrado até agora nenhum efeito relevante sobre o investimento privado.

As parceiras em investimentos em infraestrutura propostas pelo Plano Nacional de Logística Integrada têm mais chance de ter efeitos expansivos a longo prazo, mas só darão certo se o governo conseguir realmente garantir a demanda final para os produtos e serviços gerados por estes projetos de investimento. Caso contrário, os investidores privados terão grande incentivo para tocar os projetos mais lentamente ou, no limite, até abandoná-los incompletos. Além disso, ainda não está nem um pouco claro como o governo vai resolver o problema de garantir que as empresas privadas que vencerem os leilões de concessão vão definir

tarifas de uso dos serviços prestados aos usuários (como pedágios de estradas) suficientemente altas para tornar seu investimento rentável e ao mesmo tempo suficientemente baixas para não gerar fortes externalidades negativas de custo que piorem ainda mais a competitividade sistêmica da economia. De qualquer forma o Plano Nacional de Logística Integrada ainda esta na basicamente na fase de anúncio e não terá impacto no crescimento econômico a curto prazo. Das várias medidas anunciadas ao longo de 2012 apenas o chamado PAC-equipamentos tem efeitos diretos imediatos mais fortes sobre a demanda, pelas encomendas diretas de caminhões e tratores pelo governo. No entanto, o valor total destas encomendas é de apenas 0,2% do PIB.

Tabela 2 | indicadores macroeconômicos Brasil 2004-2011

Ano	PIB*	Consumo das Famílias*	TAFPS***	Carga tributária bruta (CTB)***	Consumo do governo**	FBCF das administrações públicas***	Investimento das empresas estatais federais***	Investimento (FBCF) Total*	FBCF - Máquinas e Equipamentos**	FBCF - Construção Civil**	Exportações*	Importações*
2004	5,7%	3,8%	5,8%	8,8%	4,8%	14,6%	-2,3%	9,1%	13,1%	6,2%	15,3%	13,3%
2005	3,2%	4,5%	4,9%	7,2%	6,8%	2,4%	3,4%	3,6%	5,7%	1,0%	9,3%	8,5%
2006	4,0%	5,2%	2,6%	3,8%	4,6%	28,1%	0,9%	9,8%	14,5%	4,9%	5,0%	18,5%
2007	6,1%	6,1%	6,0%	7,7%	7,3%	-5,0%	18,5%	13,9%	22,0%	5,5%	6,2%	19,9%
2008	5,2%	5,7%	6,3%	5,3%	4,8%	32,3%	34,7%	13,6%	18,3%	9,3%	0,6%	15,4%
2009	-0,3%	4,4%	5,5%	-4,0%	4,7%	3,6%	29,7%	-6,7%	-12,5%	1,0%	-9,1%	-7,6%
2010	7,5%	6,9%	2,3%	8,3%	7,2%	28,0%	12,9%	21,3%	30,4%	12,9%	11,5%	35,8%
2011	2,7%	4,1%	5,4%	7,4%	0,4%	-11,9%	-8,6%	4,7%	6,0%	3,9%	4,5%	9,8%
Taxa de Crescimento Média 2004/2010	4,5%	5,2%	4,8%	5,3%	5,8%	14,8%	14,0%	9,2%	13,1%	5,8%	5,5%	14,8%

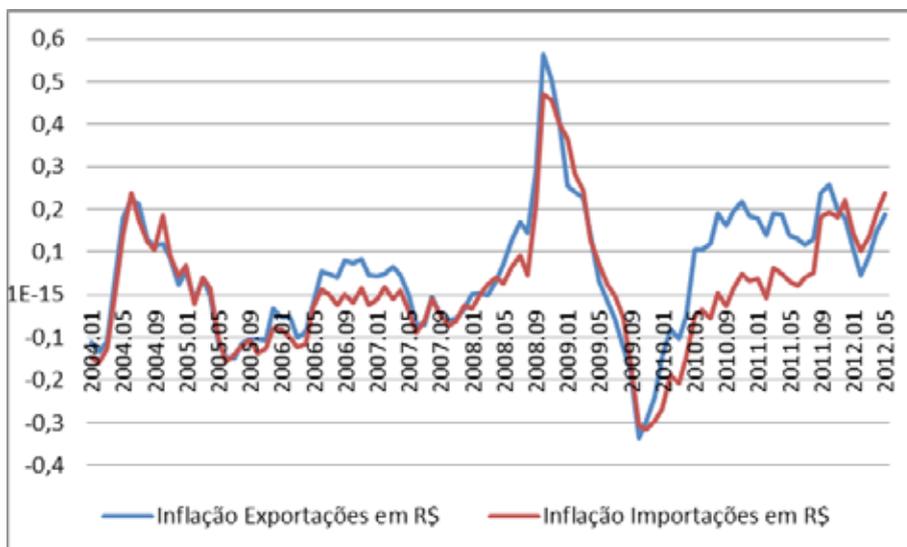
Fonte: *Contas Nacionais Trimestrais do IBGE. Os deflatores utilizados são específicos para cada setor/componente da demanda. Calculado pelo DIMAC/PEA. ** Contas Nacionais Anuais do IBGE. ***Panorama de Política Fiscal - DIMAC/PEA

A Trajetória da inflação e o conflito distributivo

Apesar de uma tendência de desaquiecimento da economia ao longo de 2010, em meados de 2010, com o forte aumento dos preços internacionais das commodities, a inflação voltou a subir. A inflação em reais dos produtos exportados e importados aumenta acima do centro da meta de inflação apesar da contínua e gradual valorização da taxa de câmbio. A inflação medida em reais de produtos exportados pelo Brasil, puxada pelos preços internacionais dos metais, chegou a alcançar 20% (acumulado em 12 meses) durante parte de 2011 (gráfico 17). Este forte choque de oferta parece ter sido interpretado erradamente como

resultante um choque de demanda agregada, não apenas pelo Banco Central, mas pelo governo em geral. Ao menos é o que se pode deduzir tanto do ajuste fiscal quanto das medidas de controle macroprudencial adotadas. O mesmo se deduz da vontade de reduzir o impacto do aumento dos juros internos sobre a valorização da taxa de câmbio através das medidas de controle de capital introduzidas ao final de 2010, que evidentemente não ajuda a reduzir o efeito sobre a inflação interna de um aumento de um choque de custos em dólar.

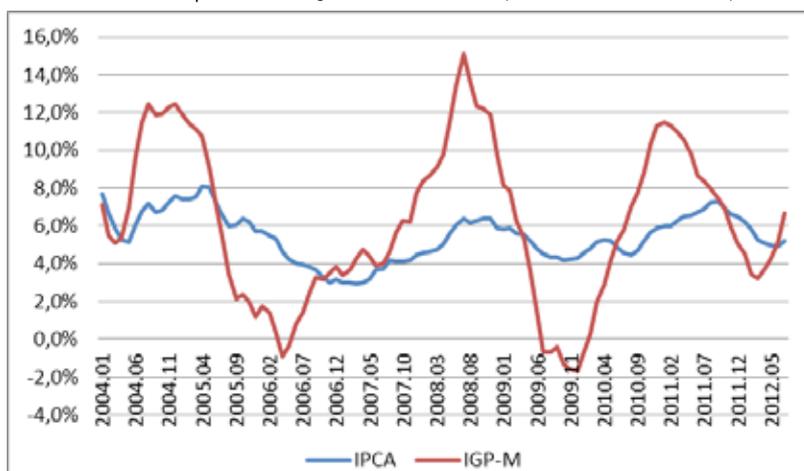
Gráfico 17 | Inflação de produtos Importados e Exportados em R\$ (acumulada em 12 meses)



FORNE: FUNCEX;BACEN.

Este aumento do preço dos bens comercializáveis, de maneira absolutamente regular e bastante previsível, afeta fortemente os preços por atacado e o índice que é fortemente influenciado por estes preços (IGP-M), que ainda é usado para reajustar alguns preços monitorados de serviços, e em pouco tempo aumentam os custos de todos os setores da economia. Assim, o índice IPCA (que mede a inflação oficial) acumulado em 12 meses supera o centro da meta de inflação a partir de setembro de 2010, e a inflação de 2010 chega a 5,9% (Gráfico 18).

Gráfico 18 | Taxa de inflação – IPCA e IGP-M (acumulado em 12 meses)



Fonte: IBGE; FGV.

Os preços internacionais das commodities continuam subindo até meados de 2011, quando começam a se reduzir em dólares. O Banco Central para de aumentar os juros em agosto de 2011 e começa a reduzi-los, apesar da inflação brasileira continuar acima do centro da meta e da desvalorização do câmbio ocorrida em agosto de 2011, por conta da instabilidade gerada pela crise na Zona do Euro. A rápida queda dos preços internacionais das commodities no final de 2011 é suficiente, apesar da desvalorização cambial, para que a inflação de 2011 termine exatamente no limite superior da meta 6,5%. Desta forma, apesar da grande queda do crescimento da demanda e do produto entre 2010 e 2011, a inflação aumenta de um ano para outro por efeito dos preços das commodities e do câmbio.

Os preços das commodities voltam a subir em dólares no início do ano de 2012 e a taxa de câmbio, que havia voltado a se valorizar um pouco depois de dezembro de 2011, começa a desvalorizar de novo a partir de março de 2012. A inflação medida pelo IGP-M, que é mais sensível à inflação dos produtos comercializáveis, já começa a aumentar rapidamente desde março de 2012, chegando a uma taxa anualizada de 6,7% em julho deste ano, quando a inflação acumulada medida pelo IPCA chega a 5,2%. Estas pressões inflacionárias começam a se tornar mais persistentes, pois o processo que permitiu o controle efetivo da inflação no período 2004-2010, a valorização nominal contínua da taxa de câmbio não está mais acontecendo. De qualquer maneira, a trajetória da inflação no período não guarda nenhuma relação com indicadores de crescimento da demanda da economia.

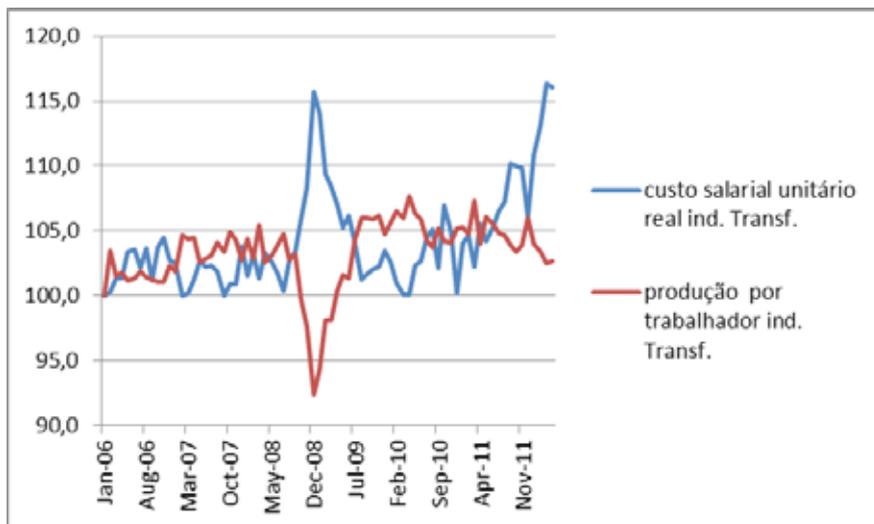
Outro problema para o controle da inflação diz respeito ao efeito dos aumentos dos salários nominais. Nos últimos anos, o aumento dos salários nominais médios no Brasil parece depender de forma crescente do reajuste do salário mínimo. O grau de formalização do mercado de trabalho e a fração da força de trabalho que recebe o salário mínimo tem aumentado. Além disso, os aumentos de salários nominais estão relacionados em parte com a evolução da taxa de desemprego, que tem tido uma tendência de queda contínua em parte por conta de um menor crescimento da força de trabalho e em parte pelo forte ritmo de crescimento do emprego no Brasil, particularmente no setor serviços. Até a crise no final de 2008, no caso da indústria, os ganhos de produtividade parecem ter compensado os aumentos salariais nominais na indústria, não gerando muita pressão nem sobre os preços nem sobre as margens de lucros industriais (gráfico 20). Conseqüentemente, o efeito principal dos salários sobre a inflação era basicamente via salário mínimo, afetando as remunerações e os preços de serviços não monitorados (Bastos e Braga (2010), Braga (2011), IPEA(2011), Martinez e Braga (2012)). Durante a fase mais aguda da crise, houve um grande aumento dos custos unitários salariais nominais e reais na indústria, mas estes claramente resultam da forte redução da produção por trabalhador. Isto indica que (apesar de alguma controvérsia sobre a qualidade dos dados sobre produtividade) **a produtividade na indústria brasileira parece ser bem mais pró-cíclica que os salários reais** (gráfico 19).

Gráfico 19 | Variação trimestral do custo salarial unitário nominal da indústria.



Fonte: Elaboração própria a partir de dados da CNI e IBGE (linha de tendência média móvel de quatro trimestres)

Gráfico 20 | Custo salarial unitário real e produto por trabalhador na indústria de transformação



Fonte: elaboração própria a partir de estimativas da DIMAC-IPEA

Durante e depois da crise, entretanto, os salários nominais e reais continuaram a aumentar regularmente e os custos unitários salariais nominais, não mais apenas nos serviços, mas também na indústria, parecem estar tendendo a aumentar (gráfico 19). Por outro lado, o baixo crescimento médio da economia, e especialmente da indústria, de 2009 a 2012, parece estar criando uma tendência a baixas taxas de crescimento médio da produtividade (gráfico 20), que agravam as pressões salariais sobre a inflação nos serviços e na própria indústria (especialmente numa situação em que as desvalorizações cambiais nominais têm reduzido a pressão da concorrência externa). O salário mínimo real crescente em conjunto com a baixa taxa de desemprego aberto parecem estar aumentando a resistência salarial real na economia brasileira, o que aumenta o grau de persistência de choques inflacionários, especialmente quando o processo de valorização nominal do câmbio é interrompido.

É importante notar que nestas circunstâncias específicas, mesmo uma forte redução do crescimento como a que ocorreu entre 2010 e 2011, se for apenas temporária, tem um efeito perverso sobre a pressão inflacionária vinda dos salários, pois o caráter fortemente anticíclico dos custos salariais unitários reais na indústria faz com que a recessão da indústria gere um choque real de **aumento** de custos salariais na indústria, como parece ter ocorrido novamente em 2011 (gráfico

20). Isto significa que a inflação **não** é reduzida pela queda súbita do crescimento através do canal de custos dos salários nominais.

Se por acaso o governo tivesse como objetivo reduzir a pressão salarial que começa a surgir, teria que abandonar a política de aumentos reais do salário mínimo e reduzir as taxas de crescimento da economia permanentemente, o suficiente para inverter a tendência (e não apenas as oscilações cíclicas) do crescimento do emprego e da baixa taxa de desemprego para reduzir o poder de barganha dos trabalhadores e interromper o processo de melhoria da distribuição de renda no país.

A contração fiscal rudimentar

Em Serrano e Summa (2011), argumentamos que a mudança no padrão de crescimento da economia brasileira ocorreu devido a uma grande melhora nas condições externas (a partir de 2003) somadas ao maior pragmatismo de política econômica (a partir de 2005). Além do crescimento do PIB e da criação de emprego formal, o investimento produtivo privado respondeu ao crescimento mais rápido do PIB, aumentando mais rapidamente a capacidade produtiva. Isso se deu com a inflação controlada na meta e com uma melhora na distribuição de renda (pessoal e posteriormente também funcional) e pobreza (ver também Verengo (2011), IPEA(2012b), Barbosa-Filho & Souza. (2010)).

Dentre as condições externas podemos citar o rápido crescimento das exportações a partir de 2003, que aliviou a restrição externa, e a melhora das condições da liquidez internacional, com juros baixos nos EUA, e retomada de grandes fluxos privados de capital que ajudaram a reduzir, em combinação com uma administração bem melhor destes fluxos pelos governos destes países em desenvolvimento, os “*spreads* soberanos” dos países emergentes, inclusive do Brasil (ver Ferreira(2012)), permitindo ao mesmo tempo uma tendência de redução da taxa nominal e real de juros interno e mantendo um processo de apreciação contínua da taxa de câmbio que permitiu atingir as metas de inflação, mesmo diante do choque de preços internacionais de commodities (ver Serrano (2009, 2010) e Summa (2012) para um modelo teórico estilizado deste processo).

Mesmo diante do grande alívio da restrição externa, somente a partir de 2005, o governo começou a implementar políticas econômicas mais pragmáticas voltadas para estimular o crescimento. Para isso contribuiu a então Ministra da

Casa Civil, Dilma Rousseff, que ao classificar em declaração à imprensa como “rudimentar” um plano de ajuste fiscal de longo prazo (a ideia do “déficit nominal zero” que implicava na elevação da meta de superávit primário para algo como 7,5% do PIB durante alguns anos , Delfim Netto(2005)) que vinha sendo discutido por empresários, economistas acadêmicos e parte da burocracia estatal, ajudou a vitória dentro do governo da visão mais pragmática e expansionista. A partir de então, sobretudo após 2006, gradualmente, uma série de medidas de estímulo ao crescimento foram implementadas. Estas incluíram aumentos substanciais do valor real do salário mínimo (e por consequência das transferências sociais e previdenciárias vinculadas ao salário mínimo), a retomada do investimento das empresas estatais e do investimento da administração pública, o crescimento mais elevado do consumo da Administração Pública através do aumento dos empregos públicos e reajustes dos salários do funcionalismo, bem como a forte expansão do crédito dos bancos públicos. A rejeição do ajuste fiscal “rudimentar” ajudou a garantir tanto um ciclo mais virtuoso de crescimento até 2008 quanto uma rápida recuperação em 2010, após a crise *subprime*.

No fim de 2010 e começo de 2011, a economia já começava a desacelerar, porém com inflação ainda em patamares elevados. Nesse contexto o governo, como vimos acima, implementou ao mesmo tempo uma política de aperto monetário e forte ajuste fiscal contracionista que, somada à desaceleração das exportações, levou a uma forte redução do crescimento entre 2010 e 2011. A partir de agosto de 2011, diante da forte desaceleração da economia e mudança nas perspectivas da economia mundial, o governo muda o sinal da política monetária, mas mantém o ajuste fiscal. Para justificar a manutenção do ajuste fiscal numa economia com fortes tendências recessivas (onde o novo presidente do Banco Central declarava publicamente que o crescimento do “produto potencial” no país era algo entre 4,5 e 5% ao ano⁹), o Governo da agora presidente Dilma Rouseff promove a ressurreição da noção, outrora considerada “rudimentar”, que só seria possível uma grande redução da taxa de juros no Brasil se houvesse uma mudança no mix de política econômica, em que uma política monetária mais frouxa necessita de uma política fiscal mais apertada. Segundo este argumento, o Brasil teria dois preços “fora do lugar”: a taxa de juros (muito alta) e a taxa de câmbio (muito valorizada).

9 Mais recentemente, em maio de 2012, o presidente do Banco Central do Brasil parece ter reduzido suas estimativas ao afirmar que a crise mundial pode ter reduzido o potencial de crescimento da economia brasileira para 4% ao ano. Infelizmente não revelou a metodologia adotada para tal estimativa e particularmente qual seria o mecanismo de transmissão entre crise mundial e produto potencial no Brasil (Estado de São Paulo(2012)).

Portanto, para continuar o crescimento, seria necessário alterar esses dois preços, porém sem comprometer a meta inflacionária.

A solução seria então diminuir a taxa de juros e desvalorizar a taxa de câmbio. Mas, para tal tarefa, seria necessário também a manutenção de um forte ajuste fiscal do governo (um superávit primário “parrudo”, conforme a expressão de um renomado economista com bom trânsito no governo brasileiro).

Existem, grosso modo, duas linhas gerais de argumentação à favor da ideia de que um ajuste fiscal é condição necessária para a redução dos juros. A primeira e mais tradicional, que podemos chamar de versão de fluxos, argumenta que o ajuste fiscal seria necessário para aumentar a taxa de poupança potencial interna da economia e reduzir a taxa de juros real neutra ou “natural” necessária para evitar excessos de demanda agregada sobre o produto potencial.

Esta visão parece pressupor, ainda que o próprio Banco Central considere oficialmente que o nível da demanda efetiva agregada está muito abaixo do produto potencial, pelo menos desde o terceiro trimestre de 2011, que: (1) uma queda substancial da taxa de juros teria um efeito direto de aumentar muito o investimento privado produtivo; (2) a queda da taxa de juros, indiretamente, através da desvalorização da taxa de câmbio, levaria a um grande *boom* de exportações líquidas; (3) esse grande aumento da demanda agregada, causado por (1) e (2), geraria pressões inflacionárias.

Na prática, o ajuste fiscal inicial, em conjunto com o aperto monetário no final de 2010, em nada contribuíram para reduzir a inflação, que continuou seguindo a dinâmica dos elementos de custo interno e externos (preço de commodities e câmbio). O posterior afrouxamento monetário e desvalorização cambial, combinado com a manutenção do ajuste fiscal, com a exceção para estímulos e desonerações em grande parte voltadas apenas para aumentar as margens de lucro das empresas, não teve efeito positivo algum sobre o investimento produtivo privado, levou a uma enorme queda do investimento público, e em nada aumentou o crescimento das exportações.

Além disso, a desvalorização cambial aumentou ainda mais a rentabilidade das exportações de commodities em relação às exportações de produtos mais industrializados, já que o governo se recusa a taxar os lucros extraordinários dos exportadores de commodities, além de aumentar a inflação (Bresser(2012), Serrano & Summa(2011)). O incrível “otimismo de elasticidades” presumivelmente por trás do ajuste fiscal “rudimentar” que, como vimos acima, não tem boa base empírica, naturalmente se mostrou injustificado. No contexto de desaceleração da

economia, a taxa de juros poderia ter sido reduzida sem nenhuma necessidade de ajuste fiscal, já que as taxas de juros internacionais e os prêmios de risco estão bastante baixos. Pelo contrário, a situação de tendência a estagnação requereria uma expansão do gasto público para estimular a renda disponível dos trabalhadores (e não das firmas) e a demanda agregada, e a partir daí seria possível a retomada do investimento privado.

No entanto, existe uma segunda versão do argumento à favor do ajuste fiscal permanente, que diz respeito à relação entre a taxa de juros e a dívida pública. Ela foi recentemente defendida novamente por Delfim Netto(2012):

O momento exige uma enorme responsabilidade do governo, que deve manter sadias as suas contas para não pressionar, na frente, a elevação da taxa de juros pelo aumento do déficit fiscal e o aumento da relação dívida pública bruta/PIB, que anda em torno de 65%. Gostemos ou não, esse é o parâmetro, seguramente imperfeito, pelo qual se mede, universalmente aquela relação que influi no “risco Brasil” e, no fim, na taxa de juros real interna. (Delfim Netto(2012))

Note que Delfim Netto (2012) agora insiste que é a dívida **bruta** do setor público que “gostemos ou não” influi no “risco Brasil” , enquanto Delfim Netto (2005) dizia que o “mundo considera ‘virtuoso’ o país em que a dívida **líquida**/ PIB é da ordem de 30%”(grifo nosso) e **toda** a argumentação da época era em termos de dívida líquida. Aparentemente, segundo Delfim, o mundo “universalmente” mudou sua percepção de dívida líquida para bruta desde 2005, o que mostra que o Brasil é realmente um país sem sorte. Pois justamente quando a dívida pública líquida sobre o PIB do país cai para perto dos níveis que o mundo considerava “virtuoso”, ficando em torno de 35% ao longo da primeira metade de 2012, houve “universalmente” uma mudança no parâmetro pelo qual se mede o risco para a dívida bruta.

De qualquer forma, a ideia geral desta segunda versão, que poderíamos chamar versão de estoque, do argumento à favor de um ajuste fiscal como pré-condição para a redução sustentada da taxa de juros interna, parece ser baseada em dois argumentos. O primeiro é de que de alguma maneira algum indicador de dívida pública ou sua “sustentabilidade” afeta fortemente o risco país. E a segunda é que este prêmio de risco afeta a taxa de juros real neutra ou “natural” na medida em que reduz o nível da taxa de juros real interna que leva a uma desvalorização

cambial e expandiria as exportações líquidas e a demanda agregada. Assim, uma redução da dívida pública que reduzisse o spread de risco do país reduziria a taxa neutra (ou natural) de juros real pois tornaria a curva de demanda agregada da economia (IS) menos elástica, reduzindo a chamada “dominância fiscal”.

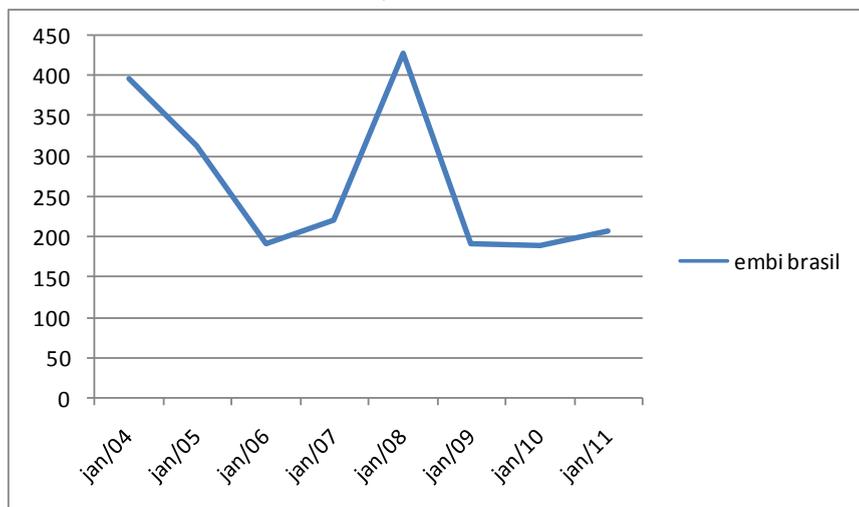
Note que um elo importante deste segundo passo do argumento é que a desvalorização cambial real seja sempre expansionista e a valorização cambial contracionista, o que simplesmente não tem acontecido no Brasil nos últimos anos dado o forte efeito positivo da valorização cambial sobre os salários e o consumo e a baixa elasticidade preços de nossas exportações líquidas, citados acima (Serrano & Summa(2011)).

Mas a parte mais “rudimentar” da versão de estoque da noção de contração fiscal expansionista está na própria suposta relação entre dívida pública e risco país. Mesmo autores bastante ortodoxos aceitam o fato, bastante óbvio, de que um país não tem como ser forçado a dar um calote na sua dívida interna denominada em sua própria moeda e que portanto o risco técnico de default de um país que emite sua moeda soberana é zero.¹⁰ Logo, é no mínimo curioso afirmar que o mercado “universalmente” é composto de agentes totalmente irracionais que não entendem que o risco país é um prêmio que diz respeito às dificuldades, com frequência muito sérias, de pagamentos do país (tanto de agentes privados quanto públicos) em divisas estrangeiras e não ao inexistente risco do governo do país não poder honrar seus pagamentos em moeda local.

No mundo real, onde o mercado sabe a diferença qualitativa entre um dólar e um real, o spread depende em boa parte da situação dos mercados financeiros internacionais, particularmente das taxas de juros de maior risco no mercado americano e de fatores específicos aos países em termos da situação das suas contas externas. Dada a grande acumulação de reservas internacionais e melhoria da situação de fragilidade externa da economia brasileira a partir de 2004 a trajetória do spread de risco país tem sido de redução contínua ao longo do período (Frenkel & Rapetti(2011),Ferreira, (2012)), interrompida pelo sobressalto das crises financeiras internacionais de 2008 (gráfico 21).

10 Tcherneva(2011) chama a atenção para a seguinte citação do ortodoxo Woodford (de 2000) “a government that issues debt denominated in its own currency is in a different situation than from that of private borrowers, in that its debt is a promise only to deliver more of its own liabilities. (A Treasury bond is simply a promise to pay dollars at various future dates, but these dollars are simply additional government liabilities, that happen to be non-interest-earning.) There is thus no possible doubt about the government’s technical ability to deliver what it has promised...”.

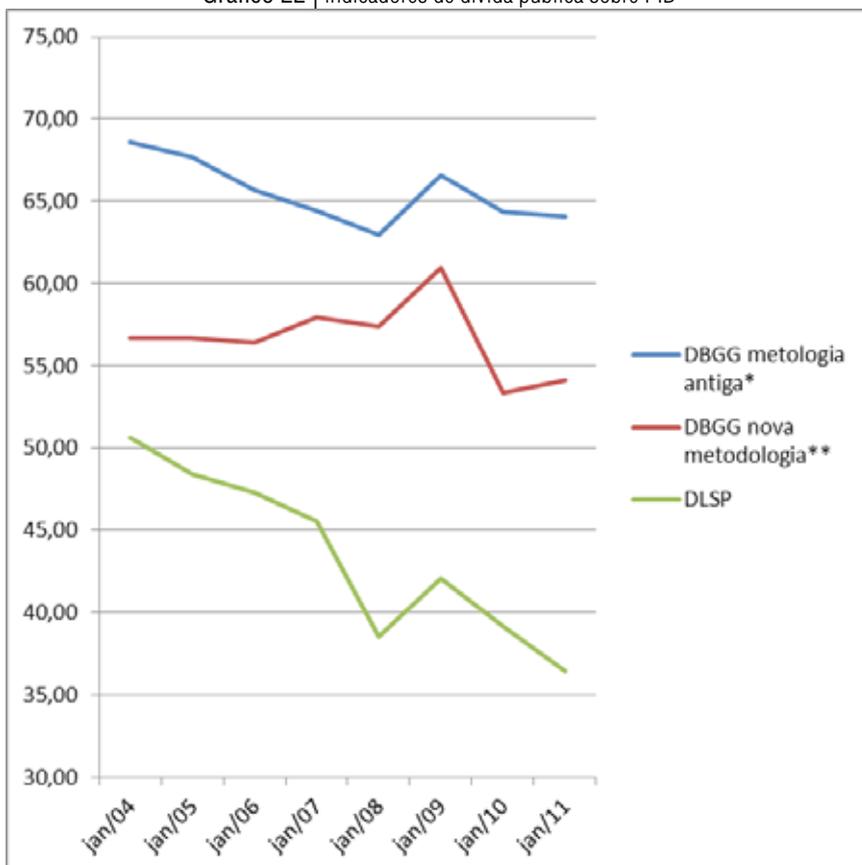
Gráfico 21 | Spread de juros externo



FONTE: JPMorgan

Finalmente, embora não seja nada surpreendente que uma relação desprovida de base teórica não tenha sustentação empírica, não existe nenhuma evidência de relação sistemática entre a evolução do risco país e indicadores fiscais no Brasil no período 2004-2011. Ao longo do período 2004-2011, a tendência geral tem sido de queda da relação dívida líquida e bruta sobre o PIB, seguindo (e não causando) a sequência de reduções da taxa de juros interna (estas sim facilitadas pela queda dos spreads). A correlação simples entre razão dívida líquida/PIB e o spread de risco país é de apenas 0,24. No caso da dívida bruta é menor ainda: 0,17 se usarmos a metodologia antiga de cálculo da dívida bruta ou apenas 0,11 se usarmos a metodologia nova (ver Ipea (2012b)). Muitos autores no Brasil (o próprio Delfim Netto em algumas ocasiões) usam o superávit primário como um indicador melhor da sustentabilidade da “restrição orçamentária intertemporal do governo” a longo prazo. E de fato o superávit primário (como razão do PIB) tem uma correlação bem mais forte com o risco país no período 2004-2011: 0,68. Infelizmente, para os que defendem a noção de “dominância fiscal” o ajuste fiscal preventivo a correlação é **positiva**, o que implicaria que maiores superávits primários estariam associados a **maiores** riscos da suposta “falência do Estado” (ver Carneiro & Rossi(2012) para mais evidências da ausência de base empírica para a tese de dominância fiscal no Brasil).

Gráfico 22 | indicadores de dívida pública sobre PIB



FONTE: Ipea(2012b)

Podemos concluir que a fundamentação teórica e empírica da segunda versão de estoques do argumento de que um ajuste fiscal prolongado seria uma condição necessária para uma redução da taxa de juros do Brasil é realmente rudimentar.

Observações finais

A análise dos dados da economia brasileira mostra que a política macroeconômica interna tanto monetária quanto fiscal foram responsáveis por uma boa parte da forte desaceleração do crescimento do produto no Brasil a partir

de 2011. Resta avaliar estes custos em relação a possíveis benefícios que poderiam vir desta combinação de políticas.

Portanto, se o objetivo do ajuste fiscal foi reduzir o risco país, a política foi um fracasso, pois o risco país subiu de dezembro de 2010 para dezembro de 2011 de 189 para 208 pontos, por motivos estritamente ligados à situação de turbulência dos mercados financeiros internacionais e que, “gostemos ou não”, nada tem a ver com o superávit fiscal primário ou com o tamanho relativo ou absoluto da dívida interna brasileira líquida ou bruta.

Por outro lado, se o objetivo último da política econômica do governo desde o final de 2010 era a redução imediata da inflação através da redução do crescimento da demanda, evidentemente a política também foi um fracasso, pois a inflação brasileira (IPCA) subiu de 5,91 para 6,5%, confirmando que esta não é devida ao excesso de demanda agregada sobre nossa capacidade produtiva e sim a pressões de custo.

Se o objetivo era mudar para um padrão de crescimento com mais investimento público e privado e menos consumo tanto público e privado, a política também fracassou, pois tanto a taxa de investimento privada quanto pública se reduziram em vez de se expandir, pois o investimento privado não cresce de forma sustentada se a demanda final não se expande e o ajuste fiscal penaliza desproporcionalmente o investimento público.

Somente como primeiro passo de uma política de redução permanente do crescimento econômico, dos gastos públicos e de uma reorientação das transferências públicas à favor dos empresários (desonerações) com objetivo de controlar a tendência ao agravamento do conflito distributivo (descritos ao final da seção V acima), inerente ao fim da fase de contínua valorização da taxa de câmbio real, e compensar os efeitos da queda da taxa de juros sobre as rendas da propriedade em geral, a política econômica brasileira recente pode ser considerada bem sucedida. Talvez isso explique porque, numa situação onde a inflação está acima da meta e o crescimento muito baixo, surgiram recentemente manifestações efusivas de apoio ao governo Dilma de vários setores da sociedade brasileira que sempre se opuseram a um projeto de crescimento acelerado se este estiver associado à construção de um Estado de Bem Estar, inclusão social e melhoria na distribuição funcional da renda.

Referências bibliográficas

- BARBOSA-FILHO, N. H. ; J.A.P. Souza. (2010). "A inflexão do governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda." In: Sader, Emir. and M.A. Garcia. Brasil: entre o Passado e o Futuro. São Paulo, Boitempo.
- BASTOS, C ; J. BRAGA. (2010). "Conflito Distributivo e Inflação no Brasil: uma aplicação ao período recente." Anais do XV Encontro Nacional de Economia, São Luis do Maranhão.
- BRAGA, J. (2011) "A inflação brasileira na década de 2000 e a importância de políticas não monetárias de controle". 39º Encontro Nacional de Economia da ANPEC, dezembro de 2011.
- BRESSER-PEREIRA, L. (2012) "Câmbio, o "interruptor de luz"", Folha de S.Paulo, 13.08.2012
- CARNEIRO, R & ROSSI, P. "The Brazilian experience in managing the interest exchange rate nexus, Textos para Discussão Instituto de Economia, 206, UNICAMP, Junho 2012.
- CARTA DE CONJUNTURA (2012). Brasília: IPEA, n.16, maio 2011. Disponível em: http://www.ipea.gov.br/portal/index.php?option=com_content&view=article&id=14143&Itemid=3
- CORRÊA, V.; BRAGA, J. ; SILVA, R. ; MESSEMBERG, R. (2012) Instability of Capital Inflows and Financial Assets Returns in the Brazilian Economy, V encontro da AKB, São Paulo, 2012
- DELFIN NETTO, A. (2005), "Déficit Nominal Zero", disponível em <http://www.economiae-tecnologia.ufpr.br/revista/2%20Capa/Antonio%20Delfim%20Netto.pdf>
- DELFIN NETTO, A. (2012), "Projeto Nacional e Greves do Funcionalismo", *Valor Econômico*, agosto 2012
- O ESTADO DE SÃO PAULO-JORNAL (2012) "Crise pode ter afetado PIB potencial", 13 de maio de 2012 , São Paulo, 2012
- FERREIRA, S.(2012) Condições Externas e a Dinâmica da Inflação no Brasil 1994-2010: Uma Interpretação Estrutural" Tese de doutorado, IE-UFRJ.
- FRENKEL, R. & RAPETTI, M. (2011) Fragilidad externa o desindustrialización:¿Cuál es la principal amenaza de América Latina en la próxima década?, Serie Macroeconomía del Desarrollo 116, CEPAL, (con Roberto Frenkel).
- FREITAS, F.; E. DWECK. (2010). "Patterns of Economic Growth in the Brazilian Economy 1970-2007: demand led growth under balance payments constraints." Sraffa Conference.
- IPEA (2011) A dinâmica da inflação brasileira: considerações a partir da desagregação do IPCA, Brasília: Ipea

- IPEA (2012a) Conjuntura em Foco, n. 20, agosto, 2012.
- IPEA (2012b) Panorama de Política Fiscal (2012, no prelo) Brasília: IPEA
- MARTINEZ, T.; BRAGA, J. (2012) Crescimento liderado pelos salários, política monetária e inflação no Brasil, V encontro da AKB, São Paulo, 2012.
- PRATES, D.M.; CUNHA, A.M. (2012) Medidas macroprudenciais e a evolução do crédito em 2011 Indic. Econ. FEE, Porto Alegre, v. 39, n. 4, p. 117-128.
- SCHETTINI, B.; SQUEFF, G.; GOUVÊA, (2011) R. Estimativas da função de exportações brasileiras agregadas com dados das Contas Nacionais Trimestrais, 1995-2009. Brasília: Ipea, 2011. 51 p. (Texto para Discussão, n. 1.598).
- SERRANO, F. (2009). "Política macroeconômica e estratégia de desenvolvimento: uma visão crítica". In: SICSÚ, João e CASTELAR, Armando, (org.). Sociedade e Economia: estratégia de crescimento e desenvolvimento. Brasília: IPEA, 2009. p.121-130.
- SERRANO, F. (2010). "Juros, Câmbio e o Sistema de Metas de Inflação no Brasil". São Paulo-FGV, Revista de Economia Política. 2010.
- SERRANO, F.; SUMMA, R. (2011) Política macroeconômica, crescimento e distribuição de renda na economia brasileira dos anos 2000, IV encontro da associação Keynesiana Brasileira, agosto 2011
- SUMMA, R. (2012) An alternative model to the open-economy "new consensus". Distribution and Aggregate Demand, First Young Researchers' Workshop of Theoretical and Applied Studies in Classical Political Economy Roma Tre University.
- TCHERNEVA, P. (2011) Modern Monetary Theory and Mr. Krugman: A Way Forward," March 28, 2011, <http://neweconomicperspectives.org/>
- UN-DESA (2012), World Economic Situation and Prospects 2012 Update as of mid-2012, United Nations, Division of Economic and Social Affairs, New York, 2012
- VERNENGO, M. 2011. "The Brazilian Economy after Lula: What to Expect?," CESifo Forum, Ifo Institute for Economic Research at the University of Munich, vol. 12(1), pages 17-22, 03.