



ASSOCIAÇÃO  
KEYNESIANA  
BRASILEIRA

## DOSSIÊ V DA AKB

*“O Brasil pós-recessão: das origens da crise às perspectivas e desafios futuros”*

## **Associação Keynesiana Brasileira – AKB**

### **Presidência**

Eliane Araújo (UEM) – Presidenta  
Carmem Feijó (UFF) – Vice-Presidenta

### **Diretor@s**

Daniela Prates (UNICAMP)  
Fábio Freitas (UFRJ)  
Fábio Terra (UFABC)  
Octávio Conceição (UFRGS)  
Ricardo Araújo (UnB)

### **Conselho Consultivo**

Luiz Fernando de Paula (UERJ)  
Fernando Ferrari Filho (UFRGS)  
Nelson Marconi (FGV-SP)

### **Conselho Financeiro**

Elton Casagrande (UNESP-Araraquara)  
Alain Herscovici (UFES)  
Nelson Marconi (FGV-SP)

### **Brazilian Keynesian Review - Editoria**

Anderson Cavalcante (UFMG)  
Fabrício Míssio (UFMG)  
Luiz Fernando de Paula (UERJ)

### **Dossiê V da AKB**

Daniela Magalhães Prates & Fábio Henrique Bittes Terra  
Organizadores

Associação Keynesiana Brasileira  
[www.associacaokeynesianabrasileira.org](http://www.associacaokeynesianabrasileira.org)  
[www.braziliankeynesianreview.org](http://www.braziliankeynesianreview.org)

## **Sobre a AKB**

A AKB é uma sociedade civil, sem fins lucrativos, aberta a filiações individuais e institucionais, que tem como objetivo desenvolver o conhecimento da teoria e da economia Keynesiana, entendida como ciência social, mediante: (i) a criação de um fórum científico em nível nacional para o debate das questões de economia Keynesiana; (ii) a promoção, ampliação e fortalecimento do intercâmbio entre os estudiosos da teoria e da economia keynesiana e das disciplinas correlatas, tais como Filosofia, Política, História e Sociologia; (iii) a promoção de encontros, congressos, conferências, cursos e atividades de atualização; e (iv) a divulgação de livros e periódicos relacionados à temática Keynesiana.

Como teoria e economia keynesiana entende-se a compreensão da dinâmica de economias monetárias contemporâneas em que falhas sistêmicas intrínsecas ao funcionamento destas levam frequentemente a situações de concentração de renda e de desemprego. Nesse sentido, tomando como base a teoria keynesiana e afins, a "mão invisível" do mercado não funciona adequadamente sem o complemento da mão visível do Estado. Em outras palavras, a intervenção do Estado, no sentido complementar aos mercados privados, é imprescindível para criar um ambiente institucional favorável às decisões de gastos privados (consumo e investimento), impactando, assim, a demanda efetiva.

A AKB conta atualmente com mais de 100 associados de diversas instituições brasileiras, incluindo UNICAMP, UFMG, UFABC, UFRJ, USP, UFU, UFRGS, UnB, UFPR, UFF, UERJ, FGV-SP, PUC-SP e IPEA, entre outras. Recentemente a associação publicou, em co-edição com a Editora Campus/Elsevier, o livro "Sistema Financeiro e Política Econômica em Uma Era de Instabilidade" e, em coedição com a Editora UNESP, o livro "Crise Financeira Internacional: origens, desdobramentos e perspectivas". A AKB tem como patronos os seguintes professores: Fernando Cardim de Carvalho, Luiz Carlos Bresser-Pereira, Luiz Gonzaga Belluzzo, Maria de Lourdes Rollemberg Mollo, Mario Possas e Silvia Schor.

A AKB foi criada em 18 de abril de 2008, quando da realização de seu I Encontro Internacional, ocorrido no Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (IE/UNICAMP), Campinas/SP. Desde então, foi estabelecido que haveria um encontro da AKB a cada ano. Os Encontros da Associação Keynesiana Brasileira correspondem ao mais importante fórum de debate sobre a teoria e economia keynesiana não só do

Brasil, mas também da América Latina. Agregamos profissionais de várias áreas das ciências sociais, com especial atenção à discussão sobre os rumos da economia e sociedade brasileira. Com esse propósito, neste ano de 2018 será realizado o XI Encontro Internacional da AKB, entre 15 e 17 de agosto, em Porto Alegre, Rio Grande do Sul.

A AKB, em suma, propõe-se a ser um fórum de fomento ao debate sobre a teoria e a economia keynesiana, agregando profissionais de várias áreas das ciências sociais, com especial atenção a discussão sobre os rumos da economia e sociedade brasileira.

Eliane Araújo – Presidenta da AKB

Carmem Feijó – Vice-Presidenta da AKB

## Apresentação

O Dossiê V da AKB “O Brasil pós-crise: das origens da crise às perspectivas e desafios futuros” tem o objetivo de discutir a crise brasileira e o Brasil pós-crise, ou seja, o Brasil de meados de 2014 em diante. Para tantos, os três grandes temas que se colocam são a origem da crise, as perspectivas para o após crise e os desafios ao crescimento sustentado do País. O objetivo da AKB é contribuir para o debate sobre a economia brasileira em um ano em que se realizam eleições presidenciais.

O Dossiê conta com 17 artigos, que apreendem os três temas apontados acima, estando divididos em três momentos: o período pré, durante e pós-crise econômica brasileira. Claro, vários dos artigos perpassam um e outro desses períodos, como é natural em análises de economia, jamais estanques.

No tocante ao período pré-crise, Maryse Farhi, Daniela Magalhães Prates e Saulo Abouchedid recontam analítica e historicamente as operações *swap* levadas a efeito pelo Banco Central do Brasil após 2002, com destaque para o período pós-Crise Financeira Global. @s autor@s discutem as inter-relações que decorrem do uso deste instrumento para com as políticas fiscal e monetária.

Marcelo Milan avalia a trajetória macroeconômica brasileira de curto e médio prazo para analisar os indicadores de desempenho da economia no período anterior e durante o que denomina de a Grande Recessão Brasileira. Além disso, o autor também avalia a centralidade da política econômica na explicação da crise brasileira. Suas conclusões apontam o caráter essencialmente cíclico das economias monetárias da produção e o papel pouco relevante que as políticas econômicas podem ter como causa das crises, embora o autor reconheça o poder delas em influenciar a dinâmica macroeconômica.

Fábio Terra, Fernando Ferrari Filho e Marco Flávio Resende usam a noção de convenções de Keynes para discutir, por um lado, o papel das políticas monetária e fiscal brasileiras implementadas no período 2011-2016 na crise brasileira e, por outro lado, o engessamento fiscal instalado com a emenda constitucional 95.

Rafael Cattán e Lílian Rolim se propõem a responder à seguinte questão: quais as causas da queda do investimento privado no Brasil entre 2011 e 2015? @s autor@s realizam exames empíricos para respondê-la, os quais sugerem que a queda dos investimentos públicos foi a principal responsável pela redução do investimento privado, seguidos pela existência de capacidade ociosa. El@s apontam ainda o próprio movimento

cíclico como importante fator explicativo da perda de seu dinamismo crescente no período pós-2011.

Guilherme Mello, Pedro Rossi, Ana Luíza Matos de Oliveira e Arthur Welle debatem o Brasil entre a crise, que @s autor@s reconhecem ter começado a partir do choque recessivo das políticas econômicas implantadas de 2015 em diante, e o momento atual, que denominam ‘Keynesianismo Fisiológico’ do Governo Temer.

Carmem Feijó, Mariana Finello Corrêa, Pedro de Medeiros Lemos argumentam que as causas da crise brasileira se relacionam à crise econômica internacional de 2007/2008 e à recessão que se seguiu e atingiu a economia europeia, culminando na crise da área do euro. @s autor@s destacam que as expectativas empresariais das firmas não-financeiras foram tomadas por desconfiança em relação ao futuro, contribuindo para a crise brasileira.

Para o período durante a crise, Ana Rosa Ribeiro de Mendonça, Simone Silva de Deos, Brunno Henrique Sabin, Marília Ceci Cubero discutem a importância da Caixa e do FGTS como elementos centrais da política de crédito. Neste sentido, @s autor@s destacam o papel da institucionalidade do sistema financeiro envolto na concessão desta modalidade de crédito, fundamental para a dinâmica de crescimento do emprego e da renda no país.

Danilo Sartorello Spinola usa as vertentes estruturalista e pós-keynesiana para analisar dois diferentes momentos da economia brasileira, 2003-2013, em que há o *boom* de *commodities*, e 2014-2017, período da crise brasileira. O autor analisa a evolução das taxas efetiva, natural e compatível com restrições no Balanço de Pagamento para observar a forma pela qual elementos de demanda interagem e são restringidos pelo lado da oferta e pelo setor externo da economia brasileira.

Por sua vez, Eliane Araújo, Elisangela Araújo e Flávia Vinhaes analisam o mercado de trabalho no período 2012-2017 com o objetivo de examinar a relação entre crescimento, emprego e mudança estrutural. Partindo da hipótese kaldoriana de que o crescimento econômico sustentado é fruto de estruturas produtivas baseadas na indústria manufatureira e em serviços sofisticados, chegam à conclusão de que a redução da participação desses setores no Brasil coloca limitações estruturais ao seu crescimento econômico de longo prazo.

A evolução do emprego no Brasil é também analisada por Lauro Mattei em sua contribuição. O autor examina o emprego no Brasil no período pré-crise, 2003-2014, quando se alcança a menor taxa de desemprego já registrada na história recente do País

e, após 2015, momento em que o Brasil tem sua maior taxa registrada. O autor destaca ainda que com o elevado número de desempregados neste período pós-2015, os indicadores sociais voltaram a piorar.

Já no período pós-crise, Cristina Fróes Reis e Tatiana Berringer trazem ao Dossiê uma análise da política externa após o *impeachment* de 2016 em consonância com a forma de articulação da economia brasileira nas cadeias globais de valor. As autoras argumentam que há um aprofundamento da dependência externa brasileira pós-2016.

Fabrizio Míssio, Frederico Gonzaga Jayme Jr., Lúcio Barbosa e Hugo Carcanholo discutem o papel da política cambial como meio para promover mudanças estruturais nos processos produtivos de um país e, assim, estimular o crescimento econômico. Os exames empíricos realizados pelos autores apontam uma relação positiva entre nível da taxa de câmbio real e acumulação de capital e, assim, que o Banco Central Brasileiro tem sido omissos em ter permitido um período de longa apreciação do *Real*.

Em sua contribuição, Giuliano Contento de Oliveira argumenta que a economia brasileira está fadada a caminhar em marcha lenta, em função de não se ter o Estado como elemento organizador e promotor de investimentos em infraestrutura, essenciais para que a estrutura produtiva se mantenha e expanda. O autor aponta que sem a participação mais incisiva do Estado, o crescimento econômico brasileiro será inevitavelmente frágil e instável.

Karla Vanessa B. S. Leite e Ricardo Schmidt Filho partem do referencial teórico de Keynes para analisar criticamente os impactos da política econômica recessiva implementada no Brasil pós-2015. Os autores sustentam que a austeridade e a contração monetária podem fazer com que o Brasil sofra uma limitação estrutural que se traduzirá na incapacidade de ingressar numa rota de crescimento sustentado com justiça social.

Em linhas com estes dois debates mencionados, Antônio Correia de Lacerda discute criticamente a ‘fada da confiança’ isto é, a ideia de que políticas econômicas voltadas ao ganho de credibilidade dos agentes, baseadas em ajuste fiscal recessivo e aperto monetário, não constituem bases garantidoras de crescimento econômico sustentado.

Os dois últimos artigos discutem questões relacionadas à política monetária e ao sistema financeiro. Luiz Fernando de Paula e Nelson Marconi analisam uma das “jabuticabas” brasileiras: a indexação financeira da dívida pública à Selic via as Letras Financeiras do Tesouro. Após examinarem os efeitos nocivos da existência desses títulos públicos, os autores propõem formas para sua extinção, contribuindo ao debate sobre a

eficiência e os custos do exercício da política monetária no Brasil. Já André Perfeito, Camila de Caso e Fábio Terra apresentam o *puzzle* da curva de juros *flat* da economia americana, fenômeno que se relaciona com surgimento de crises, e debatem seus possíveis efeitos sobre a economia brasileira.

Ao todo, 39 autor@s participam deste Dossiê V, de 16 instituições diferentes, públicas, privadas, acadêmicas e não acadêmicas, quais sejam, Universidade das Nações Unidas/Maastrich University, Unicamp, UFRGS, UFCG, UERJ, EESP-FGV, UEM, IBGE, Spinelli Corretora de Valores, Tapera-Taperá, UFABC, UFMG, Seplan-MG, UFSC, UFABC, UFF, FACAMP e PUC-SP, de quatro regiões do Brasil.

Esperamos que a leitura dos artigos deste Dossiê V da AKB contribuía para a compreensão de um país que, por um lado, sai cambaleantemente de uma de suas piores recessões e, por outro lado, não é para amadores, como bem ponderou Antônio Carlos Jobim.

São Paulo, 14 de julho de 2018

Daniela Magalhães Prates & Fábio Henrique Bittes Terra  
Organizadores.



## **Autores**

### **Ana Luiza Mattos Oliveira**

Doutoranda em Desenvolvimento Econômico na UNICAMP.

### **Ana Rosa Ribeiro de Mendonça**

Professora do Instituto de Economia da UNICAMP.

### **André Perfeito**

Economista-Chefe da Spinelli Corretora de Investimentos.

### **Antônio Corrêa de Lacerda**

Professor da PUC-SP.

### **Artur Welle**

Doutorando em Teoria Econômica na UNICAMP.

### **Brunno Henrique Sibin**

Doutorando em Teoria Econômica na UNICAMP.

### **Camila de Caso**

Economista pela PUC-SP, curadora da Tapera Taperá.

### **Carmem Feijó**

Professora da UFF, pesquisadora do CNPq e atual vice-presidente da AKB.

### **Cristina Fróes de Borja Reis**

Professora da UFABC.

### **Daniela Magalhães Prates**

Professora da UNICAMP, pesquisadora do CNPq e atual diretora da AKB.

### **Danilo Sartorello Spinola**

Doutorando do UNU-Merit/University of Maastrich.

### **Eliane Araújo**

Professora da UEM, pesquisadora do CNPq e atual presidente da AKB.

### **Elisângela Araújo**

Professora da UEM.

### **Fábio Terra**

Professor da UFABC, pesquisador do CNPq e atual diretor da AKB.

### **Fabício Míssio**

Professor da UFMG, pesquisador do CNPq e coeditor da BKR.

### **Fernando Ferrari Filho**

Professor aposentado da UFRGS e pesquisador do CNPq.

### **Flávia Vinhaes**

Pesquisadora do IBGE.

### **Frederico Gonzaga Jayme Jr.**

Professor do CEDEPLAR-UFMG.

### **Giuliano Contento de Oliveira**

Professor da UNICAMP.

**Guilherme Santos Mello**

Professor da UNICAMP.

**Hugo Carcanholo Iasco Pereira**

Doutorando em Economia no CEDEPLAR-UFMG.

**Karla Vanessa Leite**

Professora da UFCG.

**Lauro Mattei**

Professor da UFSC.

**Lilian Rolim**

Doutoranda em Teoria Econômica na UNICAMP.

**Lúcio Barbosa Seixas**

Analista da Secretaria de Planejamento do Estado de Minas Gerais.

**Luiz Fernando de Paula**

Professor da UERJ, pesquisador do CNPq e coeditor da BKR.

**Marcelo Milan**

Professor da UFRGS, atual chefe de departamento da FCE-UFRGS.

**Marco Flávio da Cunha Resende**

Professor do CEDEPLAR-UFMG e pesquisador do CNPq.

**Mariana Finello Corrêa**

Doutoranda em Economia na UFF.

**Marília Ceci Cubero**

Mestranda em Desenvolvimento Econômico na UNICAMP.

**Maryshe Fahri**

Professora da UNICAMP.

**Nelson Marconi**

Professor na EESP-FGV.

**Pedro de Medeiros Lemos**

Mestrado em Economia na UFF.

**Pedro Linhares Rossi**

Professor da UNICAMP.

**Rafael Cattan**

Doutorando em Teoria Econômica na UNICAMP.

**Ricardo Schmidt Filho**

Professor da UFCG.

**Saulo Abouchedid**

Professor da FACAMP.

**Simone de Deus**

Professora da UNICAMP.

**Tatiana Berringer**

Professora da UFABC.

## Sumário

### **1. O Brasil pré-crise**

Derivativos de câmbio e relação Banco Central-Tesouro: o caso do Brasil 13  
*Maryse Fahri, Daniela Magalhães Prates e Saulo Abouchedid*

Os antecedentes econômicos e políticos da Grande Recessão Brasileira e o papel da política econômica 24  
*Marcelo Milan*

As políticas monetária e fiscal brasileiras no período 2011-2017: uma análise a partir da noção de convenções 46  
*Fábio Terra, Fernando Ferrari Filho e Marco Flávio Resende*

Recessão e crise no Brasil: O que levou à desaceleração do investimento no Brasil nos anos 2010? 57  
*Rafael Cattan e LÍlian Rolim*

### **2. O Brasil durante a crise**

Crédito habitacional: o ciclo recente teria sido possível sem o sistema público de financiamento? 68  
*Ana Rosa Ribeiro de Mendonça, Brunno Sibbin, Marília Cubero e Simone De Deos*

O ciclo econômico recente da economia brasileira: uma interpretação Minskyana 80  
*Carmem Feijó, Mariana Finello Corrêa e Pedro de Medeiros Lemos*

Uma análise estruturalista pós-keynesiana da crise brasileira: a evolução das taxas de crescimento efetiva, natural e compatível com restrições no Balanço de Pagamentos 91  
*Danilo Sartorello Spinola*

Crescimento, emprego e mudança estrutural: teorias e evidências para a economia brasileira (2012-2017) 103  
*Eliane Araújo, Elisângela Araújo e Flávia Vinhaes*

Os efeitos da crise econômica de 2015-2017 sobre o mercado de trabalho brasileiro 113  
*Lauro Mattei*

O Brasil em crise: choque recessivo, desmonte do Estado e a ‘recuperação precária’ 124  
*Guilherme Mello, Pedro Rossi, Ana Luíza Matos de Oliveira e Artur Welle*

### **3. O Brasil pós-crise**

Inserção externa decadente e estrutura produtiva dependente 137  
*Cristina Fróes de Borja Reis e Tatiana Berringer*

Política cambial, produtividade e crescimento sustentado no Brasil pós-crise 149  
*Fabício Missio, Frederico Gonzaga Jr., Lúcio Barbosa e Hugo Carcanholo*

A economia brasileira em marcha lenta 160  
*Giuliano Contento de Oliveira*

A economia brasileira e o discurso de austeridade fiscal: onde a crise nos levará? 170  
*Karla Vanessa Leite e Ricardo Schmidt Filho*

Política econômica e desenvolvimento 179  
*Antônio Corrêa de Lacerda*

Uma proposta de extinção da indexação financeira na dívida pública no Brasil 188  
*Luiz Fernando de Paula e Nelson Marconi*

O puzzle dos juros flat nos EUA e suas consequências para o Brasil 199  
*André Perfeito, Camila de Caso e Fábio Terra*

# PARTE 1 – O BRASIL PRÉ-CRISE

# DERIVATIVOS DE CÂMBIO E RELAÇÃO BANCO CENTRAL-TESOURO: O CASO DO BRASIL

Maryse Farhi<sup>1</sup>  
Daniela Magalhães Prates<sup>2</sup>  
Saulo Abouhedid<sup>3</sup>

**Resumo:** O uso dos contratos de swaps cambiais (tradicionais e reversos) pelo Banco Central do Brasil (BCB) se iniciou em 2002, no contexto de um forte ataque especulativo contra a moeda brasileira, e se intensificou após a Crise Financeira Global (CFG) de 2008. A contabilização dessas operações – e das intervenções cambiais no mercado à vista – evidencia a relação anacrônica entre o Tesouro Nacional e o Banco Central do Brasil BCB, que impacta, por sua vez, a gestão das políticas monetária e fiscal. Partindo dessa constatação, este artigo possui dois objetivos: detalhar os problemas de coordenação de política macroeconômica gerados pelas intervenções via swaps cambiais após a CFG e apontar possíveis alternativas de política monetária e cambial que se adequem às especificidades brasileiras. Conclui-se que os swaps cambiais, embora relativamente efetivos na contenção da volatilidade cambial, não são suficientes para mitigar os riscos decorrentes do alto grau de abertura financeira da economia brasileira, além de contaminarem as políticas monetária e de dívida pública.

**Palavras-chave:** Swaps Cambiais; Brasil; Banco Central; Tesouro Nacional.

**Abstract:** The use of cross-currency swaps (“*swaps cambiais*”) by the Central Bank of Brazil (BCB) began in 2002, in the context of a strong speculative attack against the Brazilian currency and it was intensified after the Global Financial Crisis (GFC) of 2008. The accounting of these operations (as well as of foreign exchange interventions in the spot market) shows the anachronistic relationship between the National Treasury and the BCB, which in turn affects the management of monetary and fiscal policies. Considering those issues, this paper has two goals. First, it aims to detail the macroeconomic coordination problems generated by interventions through the “*swaps cambiais*” after the GFC. Secondly, it points out monetary and exchange rate policy alternatives that takes into account the Brazilian specificities. The paper finds that, although effective in curbing exchange rate volatility, the “*swaps cambiais*” are not sufficient to mitigate the risks arising from the high degree of financial openness in Brazil and cause a negative impact on monetary policy and public debt.

**Keywords:** Cross-Currency Swaps; Brazil; Central Bank; National Treasury.

## 1. Introdução

O reduzido grau de liquidez das moedas emitidas pelas economias periféricas no plano internacional torna suas respectivas taxas de câmbio, num ambiente de elevada mobilidade de capitais, sujeitas ao comportamento do ciclo de liquidez internacional e, portanto, mais voláteis do que aquelas das economias centrais (Prates, 2002). Nos países emissores dessas “moedas periféricas” (De Conti, 2011), os derivativos cambiais têm o potencial de permitir cobertura de riscos, mitigar a crise ou agravar sua profundidade devido

---

<sup>1</sup> Professora do Instituto de Economia da Unicamp, e-mail: maryse.farhi@gmail.com

<sup>2</sup> Professora do Instituto de Economia da Unicamp e Pesquisadora do CNPq, e-mail: prates@unicamp.br

<sup>3</sup> Doutor pelo Instituto de Economia da Unicamp e Professor da Facamp, e-mail: saulo.ab7@gmail.com

a apostas alavancadas que podem gerar elevadas perdas (Prates, 2015; Rossi, 2016). Para as autoridades monetárias, operar no mercado de derivativos de câmbio não é fato comum ou corriqueiro (Moreno, 2016).

No caso dos países emergentes, as intervenções dos bancos centrais nos mercados de derivativos de câmbio tendem a ser restritas àqueles que dispõem de um mercado de derivativos local relativamente líquido e profundo, dentre os quais o Brasil. As operações com derivativos de câmbio BCB se notabilizam por terem sido praticadas em todas circunstâncias: regimes de câmbio administrado e de flutuação “suja”, com ou sem reservas em divisas no mínimo equivalentes às suas posições em derivativos e visando amortecer a apreciação ou depreciação da moeda.

A partir de 2002, a intervenção do BCB no mercado de derivativos cambiais passou a ocorrer mediante swaps cambiais<sup>4</sup> que, juntamente com a compra de dólares no mercado à vista, tornou-se o principal instrumento da política cambial brasileira. Esse tipo de contrato possui uma vantagem principal: por ser um instrumento liquidado em reais (*non-deliverable*)<sup>5</sup>, portanto, não exige o uso das reservas internacionais. Os swaps cambiais (tradicionais e reversos) são adequados às especificidades institucionais e regulatórias do mercado de câmbio e ampliaram o raio de manobra da política cambial na contenção da volatilidade cambial e na manutenção de uma trajetória da taxa de câmbio condizente com objetivos domésticos (em alguns momentos, redução da inflação, em outros, aumento da competitividade externa). Mas, em contrapartida, esses instrumentos têm efeitos colaterais negativos sobre a vulnerabilidade externa e contaminam a gestão da política monetária e da dívida pública.

O objetivo deste artigo é analisar as implicações do uso dos swaps cambiais para a política cambial, bem como seu impacto na relação BCB-Tesouro. Um olhar especial será dado às implicações da apuração dos resultados das operações com esses instrumentos sobre a gestão das políticas monetária e de dívida pública e, portanto, sobre a coordenação das políticas macroeconômicas. Para tanto, após apresentar na primeira seção uma perspectiva histórica do uso dos swaps cambiais no Brasil, a segunda seção dedica-se à análise dessas implicações. Seguem-se algumas conclusões.

## **2. Swaps cambiais: perspectiva histórica e interação com a institucionalidade do mercado de câmbio**

Para compreender a importância dos swaps cambiais como instrumento da política cambial brasileira, é importante apresentar as características institucionais do mercado de câmbio brasileiro que o distinguem das demais economias emergentes. Destaca-se o fato que o Brasil dispõe de um mercado de derivativos muito líquido e profundo, que negocia essencialmente no segmento organizado (Bolsa de Mercadorias e Futuros, BM&F). O volume de derivativos de câmbio é especialmente elevado, tanto em comparação com os volumes do mercado à vista quanto do mercado de balcão. Acresce-se o fato que existe um mercado

---

<sup>4</sup> Por definição, um *swap* é um contrato de troca entre duas partes que se comprometem a intercambiar ativos ou fluxos financeiros num prazo predeterminado.

<sup>5</sup> Essa característica decorre da proibição de transações em moeda estrangeira no mercado financeiro brasileiro, como detalhado na próxima seção.

*offshore* líquido da taxa de câmbio do real que provê estímulo à realização de operações de arbitragem entre ambas as praças por parte de instituições financeiras e investidores não residentes. Essa característica faz com que, nos momentos de elevada aversão aos riscos, os investidores internacionais usem o mercado brasileiro de derivativos de câmbio como uma *proxy* das moedas do conjunto das economias emergentes (Prates, 2015; Rossi, 2016)

O particular quadro institucional e regulatório dos mercados cambiais no Brasil também condiciona o raio de manobra da autoridade monetária na política cambial, em particular quando lança mão de derivativos. Quatro dessas características atraem atenção especial:

- i) A assimetria regulatória entre os segmentos à vista e de derivativos do mercado de câmbio decorrente da proibição de depósitos em moeda estrangeira no sistema monetário e financeiro brasileiro, com raríssimas exceções. Conseqüentemente, os residentes não-bancários e os não-residentes não podem deter posições em divisas no mercado à vista. Somente os bancos autorizados pelo BCB a ter carteiras de câmbio podem manter essas posições (em contas no exterior). Essa mesma característica institucional está subjacente ao caráter *non deliverable* dos mercados de derivativos de câmbio, ou seja, lucros ou perdas neste mercado são liquidados exclusivamente na moeda nacional (Prates, 2015; Rossi, 2016). Dado que apenas os bancos podem deter posições de câmbio no mercado à vista, a participação de outras instituições nesse mercado não é possível. Não obstante, o mercado de derivativos de câmbio permite que qualquer instituição financeira (autorizada pelo BCB) e todos os demais agentes possam deter posições compradas e/ou vendidas. A maior diversidade de agentes atuando no segmento de derivativos de câmbio, por sua vez, é um dos principais determinantes da maior liquidez desse segmento relativamente ao segmento à vista.
- ii) Transformações institucionais no sistema financeiro brasileiro, dentre as quais o aumento da internacionalização bancária no Brasil desde meados da década de 1990, também contribuíram para o crescimento do mercado de derivativos de câmbio. Após a crise bancária em 1995, o governo promoveu a entrada de bancos estrangeiros, com experiência em negociação de derivativos. A atuação desses bancos levou ao crescimento dos mercados secundário de títulos do governo, das ações (bolsas de valores), e especialmente dos derivativos, atuando como corretores (em nome dos clientes) e para sua própria conta. No entanto, apesar do seu “*savoir-faire*”, sua entrada não levou a um aprofundamento do mercado de capitais doméstico como fonte de financiamento comercial, sejam títulos ou ações.
- iii) Outra mudança regulatória importante foi o aumento da abertura financeira em janeiro de 2000, quando foi permitido o acesso irrestrito de investidores estrangeiros a todos segmentos do mercado financeiro doméstico, inclusive o de derivativos de câmbio. No contexto do regime de câmbio flutuante adotado em janeiro de 1999, que ampliou tanto a demanda por *hedge* cambial, como as

oportunidades de lucros especulativos e de arbitragem por meio de derivativos, o aumento da participação desses agentes foi fundamental para o aumento da liquidez do mercado futuro de câmbio.

iv) A regulação do mercado de derivativos doméstico obriga os agentes a registrarem todas as operações de derivativos realizadas no mercado *onshore*, incluindo os mercados de balcão. Essa especificidade reduziu a opacidade das operações de mercados de balcão, o que contribuiu para respostas de política macroeconômica mais rápidas em tempos de crise.

Segundo o relatório final da *Comissão* Parlamentar de Inquérito (CPI) dos Bancos de 1999 no Senado Federal<sup>6</sup>, as intervenções do BCB no mercado de derivativos de câmbio da BM&F tiveram início em 1997, baseadas em um parecer do Departamento Jurídico da instituição, que considerava que, com base na Lei n.º 4.595 de 31/12/1994, o BCB estava autorizado a atuar nesse mercado. Essas operações iniciais da autoridade monetária nesse mercado faziam parte das tentativas de defender o regime de câmbio administrado (bandas cambiais) em meio a um ataque especulativo contra o real no contexto da crise asiática de 1997 e da crise russa de 1998. Todavia, as intervenções da autoridade monetária envolvendo derivativos cambiais (na BM&F bem como no mercado de balcão) foram proibidas pelo FMI no acordo firmado com o governo brasileiro em novembro de 1998.

Entre a mudança de regime cambial em janeiro de 1999 e 2002, o BCB efetuou apenas escassas e pouco volumosas intervenções no mercado à vista e se ausentou totalmente do mercado de derivativos de câmbio, cumprindo, assim, à risca o acordado com o FMI. Contudo, em 2002, ocorreu o primeiro ataque especulativo contra o Real num regime de câmbio flutuante, que resultou em forte depreciação do real e queda nos preços dos ativos brasileiros (ao contrário do observado durante o regime de câmbio administrado, quando a demanda por divisas e a fuga de capitais implicavam perda de reservas internacionais). Neste contexto, a autoridade monetária sentiu-se pressionada a oferecer instrumentos de *hedge* cambial que não pressionassem a parcela da dívida pública indexada à taxa de câmbio (os títulos do Tesouro denominados NTN-cambiais). Para tanto, após difícil negociação, obteve a autorização do FMI de lançar novo instrumento incluído na categoria de derivativos financeiros, os swaps cambiais à condição que estes estivessem vinculados às Letras Financeiras do Tesouro (LFTs).

Por meio deste derivativo, o BCB ficava comprado em taxa de juros prefixada em reais e vendido na variação da taxa de câmbio nominal. Esta vinculação com títulos prefixados mostrou ser um erro de formato do novo instrumento e acabou provocando reações em cadeia nos mercados secundários. Os agentes estavam interessados apenas nos swaps que garantiam a correção pela taxa de câmbio e não tinham o menor interesse em manter títulos prefixados em carteira, no contexto de instabilidade financeira. As vendas de LFTs no mercado secundário levaram a fortes quedas de seus preços, o que equivale a uma elevação de sua taxa de

---

<sup>6</sup> Disponível em <http://www2.senado.leg.br/bdsf/item/id/82020>. Todo o episódio da intervenção do BCB no mercado de derivativos de câmbio na década de 1990 ocorreu antes da adoção da resolução do BIS sobre transparência das reservas em divisas e posição da autoridade monetária em derivativos. Os dados referentes a ele nesse texto são todos provenientes do relatório do Senado da CPI dos bancos de 1999.



juros. Assim, a fuga das LFTs acabou contaminando toda a estrutura de preços dos títulos públicos. Um mês após seu lançamento, o BCB desistiu de vincular *swaps* cambiais às LFTs<sup>7</sup> e passou a negociar *swaps* “solteiros”, além de manter as colocações de NTN-cambiais.

A partir de 2003, o novo ciclo de liquidez internacional para economias emergentes levou à forte entrada de recursos no país pela conta financeira do balanço de pagamentos. O governo brasileiro passou a atuar no mercado de câmbio à vista, comprando divisas seja para amortização da dívida externa do governo central (Tesouro), seja para recompor e ampliar as reservas de divisas (BCB), além de não renovar os títulos da dívida pública indexados à taxa de câmbio. De US\$ 50 bilhões em 2004, as reservas atingiram R\$ 373,1 bilhões em dezembro de 2012. Desde então, seu patamar manteve-se relativamente estável.

A constituição dessas reservas permitiu que o governo reembolsasse o FMI e demais compromissos externos e passasse a ser credor líquido em dólar. A mesma estratégia precaucional de acumulação de um estoque de moeda estrangeira foi adotada por outras economias emergentes após as crises cambiais da década de 1990. Com efeito, reservas na divisa-chave ou outras divisas líquidas (como o euro, a libra e o iene) servem como espécie de seguro contra os efeitos de interrupções inesperadas dos ingressos de capitais externos (e/ou de saída de recursos do país) que afetam negativamente o conjunto da economia. Mas, ao contrário dos seguros usuais, as reservas não atuam apenas depois que ocorrem crises no balanço de pagamentos, blindando o país dos seus efeitos perniciosos. Elas servem também para evitar que as próprias crises ocorram, ao informar aos agentes econômicos que o país está suficientemente protegido contra relevantes e imprevistos acontecimentos externos.

No início de 2005, reconhecendo que a pressão pela apreciação do real provinha igualmente de operações financeiras<sup>8</sup> e que essas operações estavam dificultando a elevação da taxa de juros projetada para prazos mais longos, o BCB decidiu ofertar derivativos de câmbio, denominados de *swaps* reversos com características opostas às dos *swaps* cambiais emitidos em 2002. Ou seja, os novos *swaps* tinham o propósito de conter a pressão de apreciação do real, proporcionando aos investidores um retorno semelhante à compra de reais contra dólares e sua aplicação à taxa dos Certificados de Depósitos Interbancários (CDI). Para o BCB, a operação tem resultado equivalente ao de uma compra futura de dólares, pagando os juros do CDI. Neste sentido, este derivativo de câmbio continha todos os ingredientes buscados pelos investidores, por meio de complexas operações de engenharia financeira, nos períodos de otimismo e baixa aversão aos riscos.

A partir de então, as operações da autoridade monetária com derivativos de câmbio alternaram-se entre *swaps* cambiais e *swaps* reversos, atuando de forma contracíclica em função das oscilações da taxa de câmbio. Assim, nos momentos de intensa apreciação do real entre 2009 e 2011, o BCB atuou por meio de leilões de *swaps* reversos; em contrapartida, no período de maior depreciação, após o *tapering talk* em maio

---

<sup>7</sup> No boletim *Focus* de 27 de junho de 2002, o BCB reconhece que “os leilões de LFT conjugados com *swaps* cambiais foram interrompidos em maio de forma a reduzir pressão potencial sobre o preço das LFT negociadas no mercado secundário”.

<sup>8</sup> Tais operações se caracterizavam, em sua maioria, por uma venda de dólar no mercado futuro de câmbio e pela posição comprada em taxa de juros de longo prazo no mercado de derivativos de juros, pressionando as taxas de juros de longo prazo para baixo.

de 2013, fez uso dos swaps tradicionais, por meio de programas de leilões diários<sup>9</sup> que perduraram até março de 2015.

Assim, em linhas gerais, pode-se afirmar que os swaps são coerentes com as características institucionais do mercado de câmbio brasileiro. É um instrumento *non-deliverable*, assim como os demais contratos de derivativos cambiais, em consequência da restrição aos depósitos em moeda estrangeira no sistema monetário e financeiro brasileiro (Prates, 2015). Ademais, ainda que sejam instrumentos de balcão, os swaps impactam indiretamente o mercado futuro – espaço de formação da taxa de câmbio no Brasil – alterando as condições de arbitragem entre esse mercado e o mercado à vista via cupom cambial<sup>10</sup> (Rossi, 2016). Em outras palavras, tal instrumento atua de forma coerente com as assimetrias regulatória e de liquidez entre os dois segmentos do mercado de câmbio brasileiro (mencionadas na seção anterior), ou seja, busca impactar o segmento menos líquido (à vista) do mercado de câmbio por meio da atuação no segmento mais líquido (futuro).

Porém, o uso de tal instrumento representa uma postura passiva (ou reativa) por parte do BCB em relação às posições dos agentes no mercado de câmbio, já que, mediante a oferta de swaps cambiais ou reversos, a autoridade monetária busca apenas contrabalançar eventuais movimentos unidirecionais nas posições em dólar no mercado futuro, sem, no entanto, limitá-las (Abouchedid, 2018; Prates, 2015; Rossi, 2016), além de oferecer possibilidades de ganho aos agentes privados (cuja contrapartida são os prejuízos do BCB).

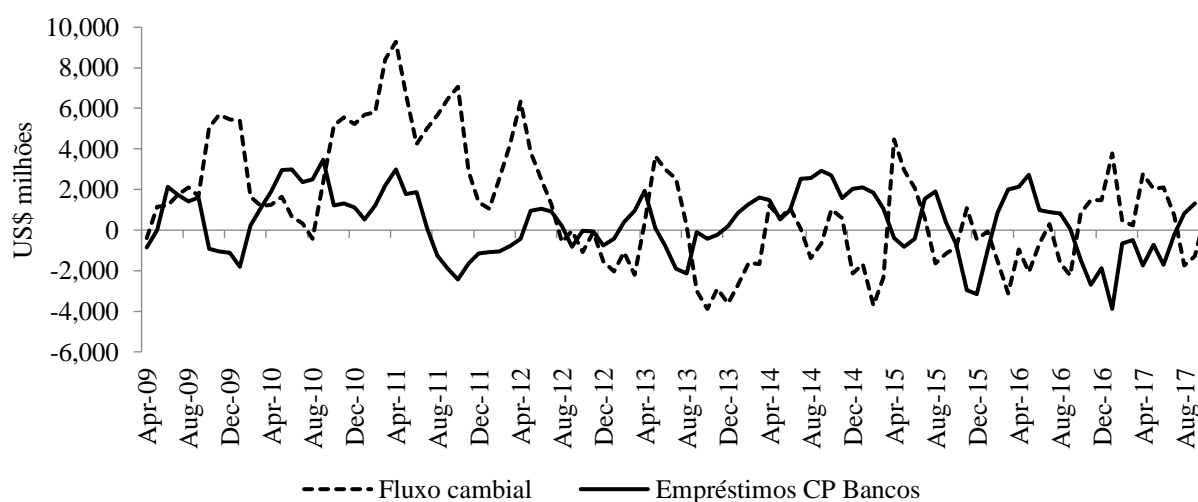
No caso das intervenções via swaps tradicionais, há também os impactos negativos sobre a vulnerabilidade externa, que ficaram mais evidentes entre 2013 e 2015. Neste período, o aumento do estoque de swaps cambiais contribuiu para a manutenção do cupom cambial num nível relativamente elevado em relação ao custo de captação externa, estimulando a contratação de empréstimos de curto prazo pelos bancos para as operações de arbitragem. Embora tais operações tenham sido importantes para compensar o saldo negativo do movimento de câmbio no período, evitando, assim, a intensificação da depreciação do real como mostra o Gráfico 1 (Rossi, 2016; Garcia, 2014), elas pioraram o perfil do passivo externo devido ao aumento da participação de empréstimos de curto prazo. Além disso, neste contexto, a política monetária se vincula ainda mais com a política cambial, já que a necessidade de manutenção do cupom cambial elevado e das condições de *carry trade* podem exercer pressões altistas sobre a taxa básica de juros.

---

<sup>9</sup> O programa diário introduziu leilões de swaps todas as segundas, terças, quarta e quintas-feiras, com oferta inicialmente de US\$ 500 milhões por dia. Tais ofertas diárias foram reduzidas a partir da renovação dos programas de swaps em 2014 e 2015 – para US\$ 200 milhões e US\$ 100 milhões respectivamente. O estoque nominal desse instrumento teve seu pico em 2015, quando atingiu US\$ 114 bilhões

<sup>10</sup> Conforme Rossi (2016), o cupom cambial refere-se à taxa de juros em dólar no mercado *onshore*.

Gráfico 1 - Fluxo cambial e empréstimos de curto prazo dos bancos, 2009 a 2017 (mensal em US\$ milhões)



Fonte: Banco Central do Brasil (2018a)

### 3. Swaps cambiais e a relação Banco Central-Tesouro: implicações para a coordenação da política macroeconômica

O uso dos swaps cambiais também tem implicações sobre a gestão das políticas monetária e fiscal. Em primeiro lugar, destaca-se o fato de que a aquisição de reservas em divisas não foi resultante da transformação de receitas, por exemplo, de um fundo soberano, mas se deu por meio da emissão monetária pelo BCB. Proibido desde maio de 2002 por determinação da Lei de Responsabilidade Fiscal, de emitir títulos próprios, o BCB procedeu à esterilização dessas aquisições mediante a expansão das operações compromissadas com títulos do Tesouro Nacional (os *reverse repos*). Assim, a esterilização da compra de reservas internacionais implicou notável expansão dos títulos do Tesouro no balanço do BCB (Gobetti & Schettini, 2010; Kawall, 2016). A maior parte dessa expansão aconteceu entre 2005 e 2012, quando as reservas internacionais brasileiras saltaram de pouco mais de US\$ 50 bilhões para quase US\$ 380 bilhões.

A expansão simultânea de ativos e de passivos do setor público provocou forte aumento da dívida pública bruta, mas não da dívida líquida. Essa relação Tesouro-BCB é peculiar visto que, em vários países, para reduzir a massa monetária em circulação, a autoridade monetária pode emitir títulos próprios e/ou a oferecer depósitos voluntários remunerados aos bancos. Em ambos casos, esses movimentos ligados à execução da política monetária não têm impacto no montante da dívida pública do governo federal.

Outra particularidade é a operação de equalização cambial, instituída por meio da Lei nº 11.803, de 5 de novembro de 2008, que determina que todo ganho líquido, em R\$, obtido das operações com reservas internacionais<sup>11</sup> mantidas pelo BCB e com derivativos de câmbio seja repassada, semestralmente em dinheiro, para o caixa do Tesouro (Conta Única no BCB), mesmo que esse “lucro” não tenha sido realizado. Ainda nessa sistemática, quando o BCB tem prejuízo nas suas operações no mercado de câmbio (perda de

<sup>11</sup> Conforme a Lei 11.803, parágrafo 6º inciso 1º, “(...) considera-se resultado financeiro das operações com reservas cambiais depositadas no Banco Central do Brasil: o produto entre o estoque de reservas cambiais, apurado em reais, e a diferença entre sua taxa média ponderada de rentabilidade, em reais, e a taxa média ponderada do passivo do Banco Central do Brasil, nele incluído seu patrimônio líquido”.

valor, em R\$, das reservas e/ou perdas financeiras com operações com derivativos), o Tesouro capitaliza a autoridade monetária com títulos. Esse mesmo mecanismo também é aplicado para as “demais contas” do resultado do BCB, porém a compensação junto ao Tesouro é feita de forma separada.

Mendes (*apud* Kawall, 2016) chama a atenção para três características da lei supracitada. A primeira refere-se à assimetria da equalização cambial, já que a forma de pagamento é distinta nos casos de lucro ou prejuízo do BCB. O lucro é transferido em dinheiro à conta única do Tesouro, enquanto que o prejuízo é coberto por emissão de títulos do Tesouro, elevando a dívida pública bruta. A segunda consiste na equalização cambial dos lucros/prejuízos não realizados (ou dos ganhos/perdas com variação cambial das reservas). Tais “ganhos de capital” são os principais responsáveis pelo resultado positivo das operações cambiais nos momentos de depreciação do real – principalmente entre 2013 e 2015 (Tabela 1). Por fim, a terceira refere-se à compensação separada junto ao Tesouro da equalização cambial e do resultado das demais contas, que intensificou as transferências de reservas/título entre BCB e o Tesouro. Por exemplo, em 2017, o Tesouro emitiu R\$ 46.422 milhões em títulos públicos, por conta do resultado negativo (de mesmo montante) das operações cambiais, e o BCB depositou R\$ 25.981 milhões na Conta Única do Tesouro Nacional por conta do resultado positivo (de mesmo montante) das demais contas. Se houvesse a unificação dos resultados supracitados, o Tesouro Nacional teria que emitir apenas R\$ 20.441 milhões em títulos públicos. Neste caso hipotético, o BCB não teria que criar reservas para depositar na Conta única.

Tabela 1 - Resultado do Banco Central: operações cambiais e demais contas, 2008-2017 (anual em R\$ milhões)

Período	Swaps cambiais <sup>1</sup>	Reservas		Resultado das operações cambiais	Resultado do BCB, exceto das operações cambiais <sup>4</sup>	Variação anual da taxa de câmbio R\$/US\$
		Rentabilidade <sup>2</sup>	Resultado Líquido <sup>3</sup>			
		a	b			
2008	5.328	155.681	121.290	126.618	13.345	31,9
2009	2.281	-119.637	-150.000	-147.719	5.609	-25,5
2010	-	-13.283	-48.530	-48.530	15.730	-4,3
2011	694	93.605	43.346	44.041	23.471	12,6
2012	1.124	76.539	21.185	22.309	24.615	8,9
2013	-2.382	95.535	34.068	31.685	31.956	14,6
2014	-10.681	108.165	24.630	13.950	30.927	13,4
2015	-102.628	443.664	259.973	157.345	76.706	47,??
2016	83.803	-235.597	-324.123	-240.320	-9.528	-16,5
2017	6.283	47.864	-52.705	-46.422	25.981	1,9

Notas: (1) O resultado das operações de swap cambial por competência inclui ganhos e perdas ocorridos no mês, independentemente da data de sua liquidação financeira. (2) Engloba ganhos/perdas com a correção cambial, a marcação a mercado e os juros. (3) Corresponde à Rentabilidade das Reservas menos o custo de captação, representado pela taxa média de captação do passivo total do BCB multiplicada pelo montante das Reservas. (4) Resultado apurado nas demonstrações financeiras do BCB. (5) (+) resultado favorável ao BCB e (-) resultado desfavorável ao BCB.

Fonte: Banco Central do Brasil (2018b); Macalós (2018).

Sob o ponto de vista dos swaps cambiais, a compensação do resultado das operações cambiais junto ao Tesouro tem uma importante implicação. O mecanismo de equalização cambial escamoteia o fato de que, no limite do volume das reservas em divisas, quando o real se deprecia (e o dólar se aprecia), os prejuízos com posições vendidas em dólar em derivativos de câmbio são compensados pelos ganhos no estoque de reservas, como ocorre em todas as operações de cobertura de riscos do conjunto dos agentes (Farhi, 1999). Essa situação é muito distinta daquela vigente na segunda metade dos anos 1990, quando o BCB vendia divisas por meio de derivativos de câmbio e o Tesouro emitia títulos públicos indexados ao dólar, mas o estoque de reservas em divisas era muito pequeno. Atualmente, nos momentos de depreciação do real, os prejuízos da autoridade monetária na venda de divisas mediante swaps cambiais tradicionais são compensados pelo lucro obtido na valorização do estoque de reservas. Na situação anterior, o prejuízo, sem sombra de dúvida, implicava numa despesa fiscal dificilmente mensurável *ex ante* e num aumento do risco cambial já que essas emissões não eram cobertas por ativos em divisas.

Por fim, o aumento do volume de compromissadas gerado pelos instrumentos de política cambial impacta também a gestão da dívida pública, já que provoca um aumento da dívida bruta do governo federal – indicador relevante para o mercado financeiro – e reforça, em última instância, o horizonte de curto-prazo do sistema financeiro brasileiro. Ademais, a apuração separada dos resultados cambiais e das demais contas e a consideração de lucros/prejuízos não realizados pode gerar emissão de títulos públicos num montante acima do necessário para a gestão da política monetária.

Portanto, ainda que o uso dos swaps cambiais se adeque à institucionalidade do mercado de câmbio brasileiro, seus efeitos sobre a gestão da política monetária impactam negativamente a coordenação da política macroeconômica. Em outras palavras, as características do regime macroeconômico brasileiro implicam que o uso de swaps (e/ou a acumulação de reservas) afete a operacionalização das políticas monetária e fiscal – respectivamente, o gerenciamento da liquidez e da dívida pública.

## **Conclusão**

A principal característica do swap cambial é o seu perfil *market-friendly*: se adequa à institucionalidade do mercado de câmbio brasileiro, não limita as operações de hedge, especulação e arbitragem dos investidores e, ao mesmo tempo, atenua a volatilidade e as trajetórias de apreciação/depreciação da taxa de câmbio (quando desejado pelo BCB). Em contrapartida, suas consequências negativas sobre a vulnerabilidade externa e sobre a gestão da política monetária e da dívida pública colocam em xeque a centralidade desse instrumento de política cambial.

A partir desse diagnóstico, há duas soluções possíveis (e não excludentes). A primeira seria o uso de instrumentos de gestão dos fluxos de capitais e de regulação no mercado de derivativos cambiais que, como ressalta Abouhedid (2018), atuariam de forma ativa (e não passiva como os swaps) sobre o mercado de câmbio brasileiro, contendo a assunção de posições abertas excessivas (vendidas ou compradas) pelos

agentes nos segmentos à vista e de derivativos. A segunda solução seria a mudança nos instrumentos de política monetária para atenuar os efeitos colaterais da política cambial sobre as políticas monetária e de dívida pública e, assim, possibilitar uma maior coordenação entre essas três políticas e, conseqüentemente, uma maior autonomia da política macroeconômica, num contexto de ampla abertura financeira e de mercados de derivativos cambiais líquidos e profundos.

Nesse sentido, em novembro de 2017 foi enviado ao Congresso Nacional um projeto de lei permitindo que o BCB acolha depósitos voluntários a prazo das instituições financeiras, o que possibilitaria o enxugamento de liquidez no sistema financeiro sem necessidade de uso de títulos públicos. Caso seja aprovado, esse instrumento permitirá a paulatina substituição das operações compromissadas para esterilização das reservas em divisas e, por conseguinte, a devolução dos títulos públicos na carteira do BCB ao Tesouro, reduzindo a dívida bruta do país. Mas, por enquanto, o mecanismo de equalização cambial permanece intocado.

## Referências bibliográficas

- Abouchedid, S. C. 2018. Política cambial nos países emergentes: uma perspectiva keynesiana- estruturalista. Campinas, SP: [s.n.].
- Banco Central do Brasil. 2018a. *Séries Temporais*. Brasília: Banco Central do Brasil. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>, acesso em maio de 2018.
- Banco Central do Brasil. 2018b. *Notas para imprensa janeiro 2018 - estatísticas fiscais*. Brasília: Banco Central do Brasil. Disponível em: <http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/notas.asp?idioma=p>, acesso em maio de 2018.
- De Conti, Bruno Martarello. 2011. Políticas cambial e monetária: os dilemas enfrentados por países emissores de moedas periféricas. Campinas: Instituto de Economia, Universidade de Campinas (Tese doutoramento em Economia).
- Domanski, Dietrich; Kohlscheen, Emanuel; Moreno, Ramon. 2016. Foreign exchange market intervention in EMEs: what has changed? *Bis Quarterly Review*.
- Farhi, M.. 1999. Derivativos financeiros: hedge, especulação e arbitragem. 1999. *Economia e Sociedade*, vol. 13, 2.
- Garcia, MGP (2014) Intervenções cambiais do BC. *Valor Econômico* (25/07/2014). Último acesso: 25/12/2014. <http://www.valor.com.br/opiniao/3626048/intervencoes-cambiais-do-bc>.
- Gobetti, Sérgio Wulff; Schettini, Bernardo Patta. 2010. Dívida Líquida e Dívida Bruta: uma abordagem integrada para analisar a trajetória e o custo do endividamento brasileiro. Texto para Discussão, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEA), 2010.
- Kawall, C. A dinâmica da dívida bruta e a relação Tesouro-Banco Central. Instituto de Estudos de Política Econômica/Casa das Garças, Rio de Janeiro, 2016.
- Macalós, J.P.S. A relação entre as políticas cambiais de mercado do Banco Central do Brasil e os ciclos globais de liquidez entre 2003 e 2016. Campinas, SP: [s.n.], 2018.
- Mendes, M. J. A Lei 11.803/2008 e a Relação Financeira Tesouro – Banco Central. Brasília: Núcleo de Estudos e Pesquisas/CONLEG/Senado, Texto para Discussão n. 189. Disponível em: [www.senado.leg.br/estudos](http://www.senado.leg.br/estudos).
- Prates, D. M. 2002. Crises financeiras nos países “emergentes”: uma interpretação heterodoxa. Campinas: Instituto de Economia, Universidade de Campinas (Tese doutoramento em Economia), dezembro 2002.
- \_\_\_\_\_. 2015 O regime de câmbio flutuante no Brasil: 1999-2012: especificidades e dilemas. IPEA: 2015.

Rossi, Pedro Linhares. 2016. Taxa de câmbio e política cambial no Brasil: teoria, institucionalidade, papel da arbitragem e da especulação. FGV Editora, 2016.

# OS ANTECEDENTES POLÍTICOS E ECONÔMICOS DA GRANDE RECESSÃO BRASILEIRA E O PAPEL DA POLÍTICA MACROECONÔMICA

Marcelo Milan<sup>12</sup>

*Par là le délire s'est reconstitué dans la position même qui prétend  
le combattre.*

Guy Debord, La Société du Spectacle, thèse 220

*[Minsky] is attempting to explain the recurrent crises in the domestic  
economy and in the international financial system, as well as the failure of  
economic policy either to prevent the outbreak of these crises or to eliminate  
them in reasonably short order.*

James Crotty, 1986.

**Resumo:** Esse trabalho avalia a trajetória macroeconômica brasileira de médio e curto prazo com base na evolução de indicadores econômicos agregados antes e durante a Grande Recessão Brasileira (GRB). O objetivo é mapear, em primeiro lugar, os desenvolvimentos econômicos agregados que caracterizaram o ciclo econômico brasileiro e assim identificar os fatores relevantes para explicações realistas da GRB. Em segundo lugar, qualificar a hipótese que confere centralidade à política macroeconômica na *débâcle* de 2015-2016. Como essa é a resposta padrão da ortodoxia liberal às manifestações cíclicas da instabilidade das economias monetárias de produção, trata-se, por óbvio, de uma perspectiva essencialmente anti-Keynesiana, que desvia o foco dos elementos fundamentais da regularidade das flutuações macroeconômicas, além de não encontrar suporte nas evidências. Assim, argumenta-se que as crises são intrínsecas às economias monetárias de produção e independem relativamente das políticas de gerenciamento macroeconômico, ainda que as últimas possam influenciar, com intensidade variável, mas sem determinar, a dinâmica macroeconômica em termos de amplitude e duração dos ciclos.

**Palavras-chave:** Política Macroeconômica; Crises Econômicas; Economia Keynesiana; Economia Brasileira.

**Abstract:** This paper evaluates the Brazilian medium- and short-run macroeconomic trajectory, based on the evolution of aggregate economic indicators, before and during the Great Brazilian Recession (GRB). The objective is to map, first, the aggregate economic developments that characterized the Brazilian business cycle and thus identify the relevant factors for realistic explanations of the GRB. Second, to qualify the hypothesis that gives centrality to macroeconomic policies in the debacle of 2015-2016. Since this is the standard response of the liberal orthodoxy to the cyclical manifestations of the instability of monetary economies of production, it is obviously an essentially anti-Keynesian perspective, which shifts the focus from the fundamental elements of the regularity of macroeconomic fluctuations, in addition to finding no empirical support whatsoever. Thus, it is argued that crises are intrinsic to monetary economies of production, and are relatively independent of macroeconomic management policies, although the latter may influence, with varying intensity, but without determining it, the macroeconomic dynamics in terms of the depth and length of the cycles.

**Keywords:** Macroeconomic Policy; Economic Crisis; Keynesian Economics; Brazilian Economy.

---

<sup>12</sup> O autor agradece às observações de Fábio Terra, sem implicá-lo pelos eventuais erros remanescentes. Professor da UFRGS, e-mail: milan.econ@gmail.com



## 1. Introdução

Esse trabalho avalia a trajetória macroeconômica brasileira com base na evolução dos principais indicadores econômicos agregados para o período anterior à, e durante a, Grande Recessão Brasileira (GRB). O objetivo é destacar, em primeiro lugar, os mais importantes desenvolvimentos econômicos agregados de curto e médio prazos que caracterizaram o ciclo econômico brasileiro nesse período e, dessa forma, identificar os possíveis fatores que não podem ser ignorados em qualquer explicação realista do colapso econômico. Em segundo lugar, o trabalho qualifica o argumento que confere centralidade à política macroeconômica na *débâcle* de 2015-2016. Como essa tem sido a resposta padrão da ortodoxia liberal às manifestações cíclicas da instabilidade das economias monetárias de produção nas últimas décadas, trata-se obviamente de uma perspectiva essencialmente anti-Keynesiana, que desvia o foco dos elementos fundamentais da regularidade das flutuações e das crises, abrindo espaço para a implementação de políticas que modifiquem a distribuição de renda, sem que ela apresente um crescimento necessariamente mais rápido, do trabalho para o capital.

Não obstante, os dados apresentados a seguir não permitem afirmar peremptoriamente, como sempre é o caso nas ciências sociais, que há razões apriorísticas para restringir as observações empíricas exclusivamente às variáveis de política macroeconômica, principalmente à política fiscal, para explicar as flutuações macroeconômicas. Ou seja, a evidência disponibilizada nesse trabalho não permite assumir como pressuposto que as decisões privadas de gastos, principalmente aquelas relacionadas ao investimento das firmas, são sempre, e em todo lugar, convergentes de forma unívoca com a execução das políticas macroeconômicas, de forma que apenas as últimas precisam ser analisadas para entender plenamente os períodos de declínio econômico. Esse é o argumento, por exemplo, mas como motivações opostas, de Barbosa-Filho (2017) e Serrano e Summa (2012 e 2015). Essa hipótese da convergência política-privada pode ser denominada ‘comportamento de busca pelo interesse particular, mas dirigido exclusivamente pela política macroeconômica’, e implica uma análise do ciclo econômico centrada exclusivamente na avaliação das políticas macroeconômicas, já que as últimas, se supostamente concebidas e implementadas de forma correta, conduziriam a economia ao estado ‘canceroso’ do crescimento perpétuo e ao encontro do Santo Graal da abolição do ciclo econômico. O trabalho argumenta que esta hipótese parece não se sustentar diante da evolução macroeconômica brasileira pós-Grande Crise Global (GCG).

O trabalho está organizado em cinco seções, incluindo essa introdução e a conclusão. Na próxima seção é apresentada a hipótese do ‘comportamento de busca pelo interesse particular, mas dirigido exclusivamente pela política macroeconômica’, por meio da identificação de alguns trabalhos que, às vezes de forma inconsciente, a esposam. A terceira seção apresenta os principais indicadores macroeconômicos e industriais brasileiros desde o ano anterior à eclosão da GCG. A quarta seção interpreta os dados e avalia a hipótese de convergência entre decisão privada-decisão política. A quinta seção conclui.

## 2. O ciclo econômico e a hipótese da centralidade da política macroeconômica

A tese de que economias monetárias de produção são intrinsecamente estáveis na ausência de ações públicas remonta, no período moderno, à contrarrevolução monetarista nos anos 1950 e 1960. O argumento, porém, é anterior à tentativa de gestão macroeconômica dos ciclos econômicos e data das críticas fisiocráticas às políticas mercantilistas. Segundo essa visão, a ampla liberdade econômica sempre conduz ao melhor quadro econômico possível, de forma a garantir uma prosperidade perpétua. As políticas econômicas introduzem imperfeições diversas ao *Tableau Economique* e reduzem o bem-estar ao promover instabilidade e flutuações. Logo, devem ser eliminadas ou pelo menos limitadas, e o *laissez-faire* fisiocrático é ressuscitado sempre que intervenções de cunho ‘mercantilista’ ressurgem nas ações do Estado contemporâneo. Os ciclos econômicos, na ausência de políticas econômicas, seriam meros epifenômenos do funcionamento das economias de mercado, sem maiores repercussões. É importante observar que as ideias de Keynes sobre a necessidade de políticas de estabilização da renda e do emprego sobreviveram por um longo período sob ataque neofisiocrata, com o ressurgimento regular das críticas baseadas no *laissez-faire*. Por exemplo, Samuelson chegou mesmo a afirmar, nos anos de 1970, que o ciclo econômico havia acabado pela adoção de políticas macroeconômicas de sintonia fina para o gerenciamento da demanda agregada. A resposta ‘neofisiocrática’ exigiu nesse período uma nova contrarrevolução, a das expectativas racionais. Novamente o ciclo econômico foi eliminado pela rejeição da adoção de políticas fiscais de ‘desestabilização’ e pela amarração da política monetária à taxa ‘natural’ de juros Wickselliana. Assim, Lucas, no lustro imediatamente anterior à GCG, reafirmava o fim do ciclo econômico, agora devido às ‘políticas macroeconômicas corretas’ inspiradas na Velha Matriz Liberal (VML) fisiocrática complementada pelas expectativas racionais.

Essa visão está presente na interpretação do colapso econômico ocorrido no Brasil em 2015-2016. Por exemplo, Barbosa-Filho (2017, p. 52, minha ênfase) afirma categoricamente que “Os diversos dos (sic) choques de oferta e de demanda que atingiram a economia brasileira *foram ocasionados por erros de política econômica* cometidos principalmente no período em que foram adotadas políticas que formaram a “Nova Matriz Econômica” (NME)”. Segundo a figura 2 na página 55 do artigo de Barbosa-Filho, a suposta NME começou em maio de 2012. Ainda, o autor sustenta que o giro no sentido da austeridade de Levy-Barbosa Filho em 2015 não explica a desaceleração econômica subsequente, até porque a austeridade é sempre a política macroeconômica correta.

A interpretação, contudo, não fica restrita às reformulações modernas da fisiocracia. Por alguma conexão Quesnay-Smith-Ricardo, ela também está presente nos trabalhos heterodoxos. Por exemplo, Serrano e Summa (2012) explicam a desaceleração rudimentar da economia brasileira no período anterior à GRB pela inflexão da política macroeconômica no sentido da maior austeridade e mudanças no mix da política fiscal. Segundo os autores, “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.” (op. cit., p. 167, minha ênfase). Continuam os autores, de forma mais assertiva: “A análise dos dados da economia brasileira mostra que *a política macroeconômica interna tanto monetária quanto fiscal foram responsáveis (sic) por uma boa parte da forte desaceleração do crescimento do produto no Brasil a partir de 2011.*” (Serrano e Summa, 2012, p. 199-200). Mas não fica claro o quanto ‘uma boa parte’ representa. O mesmo argumento é estendido para o período até 2014, isto é, véspera da GRB em outro trabalho (Serrano e Summa, 2015).

Serrano e Summa (2012) argumentam que o objetivo da reversão da política macroeconômica foi controlar o acirramento do conflito distributivo. De fato, houve uma ampliação da participação dos salários na renda nacional, no período anterior à GRB, em detrimento dos lucros. Em que medida a política macroeconômica causou uma crise profunda para reverter esse quadro e restaurar a concentração funcional de renda nos patamares anteriores, é uma questão em aberto. Do ponto de vista teórico, a tese tem respaldo. Boddy e Crotty (1975) inauguraram a análise do ciclo econômico de origem política, em que as políticas macroeconômicas refletem os conflitos de classe, principalmente os interesses do capital. Mas do ponto de vista empírico, a implicação é forte e mais difícil de comprovar: se o governo federal tivesse mantido os investimentos públicos, supostamente não haveria uma fase recessiva do ciclo e a economia manteria a prosperidade perpétua. De qualquer forma, a implicação é que os capitalistas sempre tomam a política macroeconômica como parâmetro central para suas decisões de acumulação e só ampliam a produção e a capacidade produtiva se as políticas forem, *ex post*, as corretas. Ou seja, a correção da política é avaliada pelos seus resultados, não existindo uma formulação *ex ante* para previsão e subsequente verificação.

Muitas vezes a centralidade da política macroeconômica nas decisões de acumulação é tratada de forma mais difusa, mesmo reconhecendo que elas podem fracassar. Nesse sentido, Arestis et al. (2016, p. 168, itálicos adicionados) argumentam que a política contracíclica não impediu a desaceleração dos componentes privados da demanda agregada no Brasil: “Consumption, investment and exports have decelerated, *despite anti-cyclical macroeconomic policies.*” Por outro lado, de uma perspectiva mais estrutural, afirmam que “(...) Brazil was not able to sustain manufacturing and economic growth *without a more active government policy to stimulate productive investment.*” (Arestis et al., 2016, p. 158, itálicos adicionados). Ou seja, a economia brasileira depende basicamente de políticas macroeconômicas para acumular capital. Sem as últimas os capitalistas não investem o suficiente e a economia não cresce de forma sustentada, ocasionando flutuações e crises.

Mas para entender a evolução da economia e a ocorrência das crises, qual a questão apropriada do ponto de vista científico? Há duas alternativas. A primeira questiona: O que aconteceu? Como aconteceu? Por que aconteceu? A segunda condena: o que o governo fez de errado? A primeira parte do pressuposto de que em uma economia monetária de produção, e mesmo a natureza desse tipo de economia é objeto de controvérsias que por sua vez se refletem nas próprias questões, a instabilidade é a norma e, seguindo

Minsky, a estabilidade passageira conduz necessariamente à instabilidade. Crotty (1994) mostra que decisões de investimento não são tomadas com todas as informações importantes, o que pressupõe também os *resultados* das políticas macroeconômicas, sendo a incerteza inescapável, mas também compatível com períodos de estabilidade condicional. A crise é recorrente, mas não permanente. Na segunda alternativa, só há uma única fonte de instabilidade: o governo (ou sindicatos, nas versões fisiocráticas mais extremas). Dado o diagnóstico usual, o tratamento é sempre o mesmo. O contrafactual, porém, é de difícil verificação: sem as medidas equivocadas de política, não haveria crise (no máximo um leve soluço). Trata-se nesse caso de mera projeção da tendência anterior às mudanças na orientação da política, uma característica psicológica que Keynes atribuiu aos capitalistas, mas que cabe também aos cientistas sociais. É preciso enfatizar que a explicação Keynesiana padrão para as questões colocadas pela primeira alternativa é a insuficiência de gastos em função da existência do dinheiro como riqueza. Mas há espaço para variações dentro da heterodoxia, como mudanças na distribuição da renda e no efeito multiplicador (Kalecki), o descasamento entre estoques de passivos e fluxos de renda gerados por ativos financiados por aquelas obrigações (Minsky) ou a queda tendencial na taxa de lucro (Marx).

Assumindo que a interpretação honesta da centralidade da política macroeconômica adotada pela segunda alternativa esteja correta, surge outra questão: como saber qual a política correta que conduz ao crescimento contínuo e não causa instabilidade *ex ante*? Aquela que, *ex post*, não causa instabilidade? *Post hoc ergo propter hoc*? Dado que o ciclo econômico não foi abolido como defendiam Samuelson e Lucas, haveria períodos sem instabilidade *ex ante*, e logo políticas corretas *ex post*? E ainda mais importante: os capitalistas, em particular os capitalistas do sistema monetário e financeiro com possibilidade de deslocamento rápido de seus capitais e logo de variações em importantes preços macroeconômicos, como a taxa de câmbio, aceitariam essa política correta caso ela ‘maximizasse o bem-estar líquido social’, mas com perdas localizadas concentradas nessas frações de capitalistas? Isso é, se as políticas corretas que permitiriam estabilizar a economia, fazê-la crescer de modo sustentável e melhor distribuir os resultados desse crescimento estável e sustentável fossem vetadas por parte dos capitalistas, principalmente das frações rentistas, a eutanásia das últimas não seriam também uma política correta a ser perseguida? Por outro lado, no caso brasileiro, as políticas *ex post* ou *post hoc ergo propter hoc* caracterizadas como incorretas pela simples existência de instabilidade *ex ante*, geraram fugas reativas de capitais das frações rentistas ou mudanças na percepção sobre o crescimento da economia brasileira em antecipação à sua implementação, ou mesmo imediatamente após a sua adoção?

Essas questões são complexas. Mas existem questões mais simples de se responder. Por exemplo: a hipótese do ‘comportamento de busca pelo interesse particular, mas dirigido exclusivamente pela política macroeconômica’, derivado da segunda alternativa, teria suporte empírico? A próxima seção apresenta os principais indicadores macroeconômicos, divididos por setores institucionais, e alguns indicadores industriais para tentar respondê-la.

### 3. Indicadores macroeconômicos e industriais

Tabela 1 – Indicadores macroeconômicos selecionados: produção, emprego, despesa e distribuição, 2007-2016 (anual)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Crescimento real do PIB (preços de mercado) (ref. 2010) (1)	6,07%	5,09%	-0,13%	7,53%	3,97%	1,92%	3,00%	0,50%	-3,77%	-3,46%
Varição real consumo das famílias (ref. 2010) (1)	6,70%	6,53%	4,38%	6,24%	5,01%	3,49%	3,57%	2,28%	-3,20%	-
Varição real consumo do governo (ref. 2010) (1)	4,07%	2,05%	2,95%	3,92%	2,20%	2,28%	1,51%	0,81%	-1,44%	-0,06%
Varição real do consumo Total (ref. 2010)	10,77%	8,58%	7,33%	10,16%	7,21%	5,77%	5,08%	3,09%	-4,64%	-
Varição real FBKF (ref. 2010) (1)	11,95%	12,29%	-2,13%	17,85%	6,83%	0,78%	5,83%	-4,22%	-13,95%	-10,27%
Taxa de desemprego – PME (2)	9,32%	7,90%	8,01%	6,72%	5,93%	5,50%	5,40%	4,82%	6,83%	7,90%(*)
Inflação acumulada em 12 meses – IPCA (1)	4,46%	5,90%	4,31%	5,91%	6,50%	5,84%	5,91%	6,41%	10,67%	6,29%
Razão Excedente Operacional Bruto/Remuneração dos Empregados (3) (**)	1,09	1,05	0,98	0,81	0,80	0,77	0,75	0,76	0,72	-

(1) Fonte: IPEADATA (2018).

(2) Média mensal. Fonte: Elaborada pelo autor com base nos dados do IPEADATA (2018).

(\*) Média para janeiro e fevereiro. A PME foi substituída pela PNAD-Contínua a partir de março de 2016.

(3) Fonte: Elaborado pelo autor com base nos dados do IPEADATA (2018).

(\*\*) EOB inclui rendimento misto.

Tabela 2 – Indicadores macroeconômicos selecionados: setor externo, 2007-2016 (anual)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Varição do investimento em Carteira – Passivo (1)	-59,58%	68,24%	130,64%	40,31%	-133,71%	-80,44%	-30,33%	-445,35%	267,20%	-142,66%
Varição do IDP (1)	123,43%	64,04%	20,24%	45,02%	4,32%	13,46%	13,39%	17,97%	14,57%	274,10%
Embi+ Risco-Brasil (2)	180,55	300,77	305,99	203,48	192,68	183,93	205,32	230,31	345,17	379,87
Fitch (3)	BB/BB+	BBB-	BBB-	BBB-	BBB	BBB	BBB	BBB	BBB/BBB- /BB+	BB
S&P (3)	BB+	BBB-	BBB-	BBB-	BBB-/BBB	BBB	BBB	BBB-	BBB-/BB+	BB
Moody's (3)	Ba2/Ba1	Ba1	Ba1/Baa3	Baa3	Baa3	Baa2	Baa2	Baa2	Baa3	Ba2
Varição nos termos de Troca (4)	2,10%	3,71%	-2,56%	16,01%	7,80%	-5,84%	-2,04%	-3,39%	-11,0%	3,04%
Crescimento da importação de bens e serviços (ref. 2010) (5)	19,56%	17,03%	-7,60%	33,64%	9,42%	0,73%	7,24%	-1,91%	-14,19%	-10,16%
Crescimento da exportação de bens e serviços (ref. 2010) (5)	6,18%	0,41%	-9,25%	11,72%	4,79%	0,27%	2,39%	-1,13%	6,82%	1,92%

(1) Líquido (receitas – despesas ou ingressos - saídas). Variação mensal média. Fonte: Calculado pelo autor dados do Banco Central do Brasil (BCB) (2018)

(2) Variação diária média. Fonte: Calculado pelo autor com dados do IPEADATA (2018).

(3) Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (2018).

(4) Fonte: Elaborado pelo autor com dados do IPEADATA (Funcex) (2018).

(5) Variação real. Fonte: IPEADATA (2018).

Tabela 3 – Indicadores macroeconômicos selecionados: aspectos monetários, 2007-2016 (anual)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Taxa nominal de juros (meta SELIC) (1)	12,04%	12,45%	10,14%	9,90%	11,76%	8,63%	8,29%	10,96%	13,47%	14,18%
Taxa real de juros (meta SELIC) (2)	7,58%	6,55%	5,83%	3,99%	5,26%	2,79%	2,38%	4,55%	2,80%	7,80%
Saldo carteira crédito/PIB (3)	31,97%	37,23%	40,84%	42,84%	44,63%	47,29%	49,66%	50,75%	52,63%	51,22%
Saldo carteira crédito pessoa jurídica/PIB (3) (*)	17,37%	20,49%	22,84%	23,61%	24,27%	25,63%	26,81%	27%	27,8%	26,18%
Estoque de crédito - variação nominal (3)	24,40%	32,01%	19,94%	18,82%	19,59%	17,33%	15,80%	12,32%	9,52%	0,80%
Base monetária – variação nominal (3) (**)	21,56%	13,87%	4,61%	19,50%	9,29%	8,31%	7,61%	7,25%	3,37%	1,93%
M1 – variação nominal	21,78%	13,07%	7,05%	17,03%	6,23%	5,34%	11,23%	5,02%	-1,48%	-0,48%
M2 – variação nominal (***)	14,26%	30,19%	22,03%	11,05%	20,74%	13,30%	9,26%	11,73%	6,78%	4,94%
M3 – variação nominal (***)	17,67%	17,30%	16,29%	14,69%	18,73%	19,63%	11,29%	9,91%	10,93%	11,02%
M4 – variação nominal (***)	21,14%	18,92%	15,98%	16,80%	17,45%	17,87%	10,36%	10,62%	11,68%	11,08%
Inflação acumulada em 12 meses – IPCA (1)	4,46%	5,90%	4,31%	5,91%	6,50%	5,84%	5,91%	6,41%	10,67%	6,29%

(1) Fonte: Elaborado pelo autor com dados diários anualizados do BCB (2018).

(2) Fonte: Elaborado pelo autor, com dados do BCB (2018) e do IPEADATA (aproximação *ex post*) (2018).

(3) Fonte: Média mensal. Elaborado pelo autor com dados do BCB (2018). Expansão nominal com base na média mensal de cada ano.

(\*) Para 2007, a partir de março.

(\*\*) médias dos dias úteis do mês.

(\*\*\*) saldos em final do período.

Tabela 4 – Indicadores macroeconômicos selecionados: aspectos fiscais, 2007-2016 (anual)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Componente estrutural do déficit (setor público) (1)	2,92%	2,57%	2,66%	1,65%	2,03%	1,18%	-0,30%	-2,58%	-1,39%	-2,16%
Componente cíclico do déficit (setor público) (1)	0,23%	0,95%	-1,60%	-0,02%	0,45%	0,36%	1,08%	1,31%	0,00%	-1,34%
Componente não recorrente do déficit (setor público) (1)	0,08%	-0,19%	0,88%	0,99%	0,46%	0,64%	0,94%	0,70%	-0,47%	1,11%
Déficit primário do setor público/PIB (2)	3,2%	3,3%	1,9%	2,6%	2,9%	2,9%	1,7%	-0,6%	-1,9%	-2,5%
Déficit nominal do setor público/PIB (2)	- 2,75%	- 2,0%	- 3,2%	- 2,4%	- 2,5%	- 2,5%	- 3,0%	- 6,0%	- 10,2%	- 9,0%
Dívida bruta governo geral /PIB (3)	57,48%	55,87%	58,80%	55,81%	52,18%	53,38%	53,40%	53,58%	61,46%	68,40%
Dívida líquida setor público consolidado/PIB (3)	44,95%	41,39%	39,88%	38,85%	36,43%	33,16%	31,47%	31,44%	32,86%	41,03%
Carga tributária bruta/PIB (4)	33,7%	33,5%	32,3%	32,5%	33,4%	32,6%	32,6%	31,9%	32,1%	32,4%
Carga tributária líquida/PIB (4)	19,2%	19,5%	17,5%	18,2%	18,9%	18,2%	17,9%	16,5%	15,7%	15,0%

(1) Fonte: Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda (2018b).

(2) Fonte: Carta de Conjuntura 38, IPEA (2018, p. 3).

(3) Médias mensais. Fonte: BCB (2018).

(4) Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional do Ministério da Fazenda (2017a)



Tabela 5 – Indicadores industriais selecionados: 2007-2016 (anual)

	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Varição da produção industrial (quantum) – indústria geral (1)	5,92%	3,08%	-7,12%	10,22%	0,41%	-2,30%	2,07%	-3,02%	-8,25%	-6,41%
Índice de Confiança do Empresário Industrial – indústria de transformação (2) (*)	51,98	52,98	43,08	57,56	48,33	46,93	45,42	39,35	29,53	36,58
Utilização da Capacidade Instalada – indústria de transformação (2)	82,88%	83,34%	80,64%	83,3%	83,18%	82,17%	82,49%	81,23%	78,92%	77,02%
Estoques – indústria geral (**)	49,95	51,55	51,08	49,43	51,92	51,67	50,63	50,88	51,82	49,68

(1) Média mensal. Fonte: Elaborado pelo autor com dados do IPEADATA (2018).

(2) Média mensal. Fonte: Elaborado pelo autor com dados da Confederação Nacional da Indústria (CNI) (2018).

(\*) Dados trimestrais até 2009. Números acima de 50 indicam otimismo e, abaixo de 50, pessimismo.

(\*\*) Até 2009, Estoques de produtos finais: efetivo – planejado (descontinuada). De 2010 em diante, Índice de estoques de produtos finais efetivo – planejado. Números acima de 50 indicam estoques acima do planejado.

### *3.1. Interpretação da evidência empírica: a política macroeconômica causou a crise?*

O que mostram os indicadores acima? Com relação ao primeiro grupo, na Tabela 1, o crescimento real do PIB apresenta as características cíclicas esperadas de uma economia monetária da produção. Taxas elevadas de crescimento de 2007 a 2010, interrompidas apenas em 2009 em função das condições externas. O crescimento não foi baixo em 2011. Em 2012 houve queda, mas em 2013 a taxa de crescimento subiu. Apenas em 2014 houve estagnação, seguida pelo colapso de 2015 e 2016. É importante observar que as taxas de crescimento entre 2007 e 2010 foram relativamente altas para o padrão da economia brasileira depois dos anos 1980. Se a tendência histórica fosse mantida, essas taxas teriam de declinar, mesmo que pudessem contar com a contribuição de políticas de estímulo por alguns anos. Mas o rápido declínio em 2015 e 2016 representa uma inflexão muito rápida, não captada pela tendência estagnacionista de longo prazo.

Com relação à taxa de desemprego, houve declínio contínuo, com a já mencionada exceção de 2009, quando houve elevação marginal, até 2014. Em 2015, mesmo com a forte queda na produção, a taxa de desocupação ficou apenas marginalmente acima da de 2010, ano de maior expansão real do PIB para o período. A taxa (parcial) em 2016, fundo do poço da crise, foi idêntica à de 2008, e ainda menor que em 2007, dois anos de rápido crescimento econômico. A tendência, portanto, é de declínio das taxas de desemprego, mesmo com três anos de recessão na série. Essa trajetória afeta o conflito distributivo e se reflete nas taxas de inflação, que persistem elevadas durante o período, mas com variações consideráveis. Contudo, o comportamento da inflação não foi suficiente para modificar a tendência de declínio da relação lucros-salários, aproximada pela razão excedente operacional bruto mais rendas mistas sobre remuneração dos empregados. Essa razão declinou até 2015, com leve aumento apenas em 2014. Como se discute abaixo, esse pode ter sido um dos fatores desencadeadores do colapso. Com a crise começando em 2015, a taxa de inflação aumentou e permaneceu em patamar elevado em 2016. Em 2009, outro ano de declínio na produção, a inflação permaneceu acima de 4%. Mas a taxa em 2016 foi menor do que a taxa em 2011 ou em 2014. Em 2013 ela foi próxima à de 2010 ou 2008, período anterior à inflexão das políticas na visão dos adeptos da hipótese de convergência. A taxa de inflação em 2012 foi a terceira menor do período analisado.

Ainda sobre a Tabela 1, os componentes da absorção doméstica apresentam comportamentos díspares. A expansão do consumo tem uma tendência geral de declínio, revertida moderadamente em apenas dois anos. Mas a taxa de crescimento real anual se mantém acima de 2% até 2014, apresentando retração apenas já durante o colapso. O crescimento do gasto do governo apresenta um comportamento mais cíclico, alternando períodos de maior ou menor crescimento. A expansão da despesa pública é revertida apenas após o início da crise. As taxas de expansão do dispêndio público após 2012 são inferiores às taxas de crescimento do período anterior, mas permanecem positivas. Do ponto de vista do gasto público, portanto, não há expansionismo descontrolado, pelo contrário. Em

que medida esse arrefecimento contribuiu para o declínio da produção é difícil afirmar sem estudos econométricos. Os indicadores, todavia, fornecem pistas. Até 2010, o crescimento do consumo total (famílias mais governo) fica abaixo da taxa de crescimento da acumulação de capital, com exceção do ano de 2009, quando o investimento encolheu. Nesse ano tem-se um elemento importante. Mesmo com o consumo total se expandindo a uma taxa acima de 7% em termos reais, o crescimento do investimento foi negativo, assim como o crescimento real do PIB. A partir de 2011, com exceção de 2013, o investimento cresceu menos que o consumo total. O colapso do investimento em 2014-2016, assim como a experiência durante a recessão leve de 2009, dificilmente poderia ser compensando com uma expansão do consumo total sem dificuldades financeiras em termos de endividamento e renda, o que simplesmente postergaria a reversão cíclica e modificaria sua composição setorial. Portanto, a crise se explica fundamentalmente, nesse primeiro momento, pela contração no crescimento da acumulação de capital. De fato, Maldonado Filho et al. (2017) mostram que, no Brasil: (i) o crescimento real do investimento está fortemente associado à contribuição do investimento para o crescimento do PIB, ou seja, quanto mais rápida a acumulação de capital, maior é sua contribuição para o crescimento contemporâneo da produção, e (ii) o crescimento real do investimento está fortemente associado ao crescimento real contemporâneo do produto. A GRB se explica, preliminarmente, pela decisão dos capitalistas de cortarem seus investimentos. Seria tal decisão, contudo, explicada pelas políticas macroeconômicas?

A evolução macroeconômica segue uma trajetória complexa e outros elementos precisam ser considerados antes de uma avaliação das políticas macroeconômicas. A Tabela 2 apresenta dados sobre o setor externo da economia brasileira. A variação dos investimentos em carteira no país apresenta expansão das entradas líquidas apenas em quatro dos dez anos analisados, sendo dois deles, os maiores em termos relativos, de recessão (2009 e 2015). A maior expansão da entrada líquida ocorreu em 2015. A contração da entrada líquida em 2013 foi inferior à de 2011 ou 2007, não sugerindo fugas massivas de capitais em função de mudanças na orientação (ou choques) da política macroeconômica. Portanto, os fluxos especulativos de capital não parecem apontar para uma crise econômica iminente, apesar de uma variação negativa substancial das entradas líquidas em 2014, ano de estagnação econômica. Já a variação do investimento direto no país (IDP) é positiva durante todo o período. E a maior expansão também se deu em 2016. Apesar de incluir empréstimos intercompanhias, o IDP é associado com interesse duradouro no país. Assim, não houve retração dessas inversões, mesmo após o início da crise, apesar das menores taxas de expansão após 2011. O risco-país também oscilou bastante e atingiu os maiores valores da série apenas após a eclosão da crise. O índice em 2014 foi na realidade menor do que aqueles observados em 2008 e 2009. Em 2013 ficou próximo ao de 2010. Em 2012 ficou próximo ao mínimo da série, alcançado em 2007. Não há, portanto, aumento do risco-país como reflexo de mudanças na política macroeconômica em 2012 ou

2011. A deterioração na percepção de risco dos especuladores parece ser mais uma consequência, não uma causa, da crise. Isso é corroborado pelas classificações de crédito das três principais agências. O país melhorou suas avaliações, atingiu o grau de investimento entre 2008 e 2009 e assim permaneceu até o primeiro ano da crise, sendo rebaixada para o status de grau especulativo apenas no segundo ano da crise. Se houve alguma inflexão importante na condução da política macroeconômica, principalmente fiscal, três ou quatro anos antes da eclosão da crise, isto é, capaz de iniciar uma recessão profunda com perceptível antecedência, então ou as agências não foram capazes de perceber, ou demoraram muito para perceber, ou ainda não perceberam as vantagens dos silogismos fisiocráticos.

Ainda com relação à Tabela 2, os termos de troca se expandem até 2011, com exceção de 2009. A partir de 2012 eles decrescem e só voltam a crescer no segundo ano da GRB. Há estudos relacionando a variação nos termos de troca ao crescimento do PIB (Black, 2015) e esse parece ser outro fator relevante na explicação da crise e que não está sob controle das autoridades responsáveis pela condução da política macroeconômica. Contudo, os canais pelos quais a variação nos termos de troca afeta o ritmo de expansão da produção doméstica precisam de melhor tratamento teórico. O declínio, todavia, começa em 2012 e pode ser um indicador antecedente da crise, mas não explicado por inflexões de política (por mais que a reprimarização a exportação de primários reforce tentações fisiocráticas). Mais importante, a economia brasileira ainda é uma economia com reduzida contribuição do comércio internacional para o PIB. Apesar dessa tendência, o crescimento das importações seguiu de perto a dinâmica da produção doméstica, com exceção de 2012, porém de forma mais acentuada, reforçando a maldição das elasticidades. Houve uma redução nas taxas de crescimento a partir de 2011, o que pode refletir um menor dinamismo econômico. Alternativamente, haveria nesse caso a possibilidade de maior expansão da produção doméstica para manter estável a taxa de expansão da oferta global em níveis compatíveis com a demanda efetiva. Já as exportações encolheram em apenas dois anos (2009 e 2014) e estagnaram em 2012. Nos outros anos houve expansão, mesmo durante a crise (o que sugere que ela poderia ter sido ainda mais profunda). Esse comportamento reforça ainda mais a centralidade das decisões sobre a acumulação de capital para o colapso econômico. No período anterior à GRB não houve retração significativa dos demais componentes da demanda agregada, exceto em 2009, e o componente externo cresceu mesmo no período mais crítico da crise.

Passando aos elementos da política macroeconômica propriamente, com relação aos indicadores monetários e financeiros na Tabela 3, há uma tendência de declínio da meta estabelecida pelo BACEN para a taxa nominal de juros até 2013, com pequenas reversões em 2008 e 2011. A partir de 2014 a meta para a taxa nominal voltou a subir. Contudo, a meta média para 2014 foi menor do que as de 2007, 2008 e 2011, sendo os dois primeiros anos de rápido crescimento econômico. As

metas para 2015 e 2016 foram as maiores da série em termos nominais, mas a crise já havia eclodido nesses anos. Esse aperto da política monetária pode até ter contribuído para aprofundar a recessão, mas não está clara a relação entre a taxa SELIC e as demais taxas de juros de mercado para as operações de financiamento dos gastos na economia. Quando se consideram as metas para a taxa real de juros *ex post*, ela apresenta uma trajetória de declínio até 2013, interrompida apenas em 2011. Portanto, uma trajetória próxima à da meta nominal, sugerindo uma relação estável entre a última e a taxa de inflação. A meta real em 2014 não está entre as mais altas, superando apenas as de 2010, 2012 e 2013, mas abaixo das metas para anos em que houve rápido crescimento econômico. E a alta da inflação em 2015 reduziu fortemente a meta real. Para 2016 a meta real foi a maior da série analisada, mas a crise já estava instalada. Também em termos de política monetária não se nota uma inflexão clara e substancial que possa explicar a forte queda no crescimento econômico. Mais importante, a relação estoque de crédito/PIB cresceu continuamente até 2015 e apresentou ligeira queda apenas em 2016. O mesmo se verifica para o crédito para pessoa jurídica/PIB. O estoque nominal de crédito se expandiu acima da inflação em todos os anos, com exceção do período de crise. Não houve inflexão abrupta com relação a essas variáveis, portanto. Ou seja, não houve um aperto creditício que pudesse contribuir para a crise. O papel do sistema bancário privado e dos bancos com participação acionária do Estado, principalmente o BNDES, precisam ser melhor investigados, mas ambos em conjunto não parecem ter contribuído para a crise do ponto de vista de suas decisões de acomodação da demanda por empréstimos.

As condições de liquidez também foram favoráveis, não sendo possível identificar nelas uma contribuição para a crise. A base monetária se expandiu acima da inflação em todos os anos antes de GRB. Já os meios de pagamentos se expandiram acima da inflação até 2010 e em 2013. Nos demais anos houve contração em termos reais. Essa contração, decisão sobretudo dos bancos, já que os depósitos são o componente mais importante do agregado monetário M1, pode ter desempenhado um papel na precipitação da crise. Ademais, para os detentores de riqueza, a preferência pela liquidez que reduz a acumulação de capital e explica a crise de acordo com muitos teóricos da tradição Pós-Keynesiana, pode não ter sido direcionada para esses ativos (dinheiro manual e depósitos). Os meios de pagamentos expandidos mostram comportamento distinto. O estoque de M2 se expande acima da inflação até a crise. M3 e M4 crescem acima da inflação para todos os anos selecionados, inclusive os anos de crise, mas com o crescimento concentrado no M3. Assim, até a eclosão da crise os meios de pagamento expandidos podem ter servido como repositório da riqueza capitalista quando o capital produtivo se mostrou um ativo com menor expectativa de retorno ou mesmo de perda de capital (em função do conflito distributivo, por exemplo). E a oferta de títulos públicos, além das operações compromissadas do BACEN no caso dos bancos, podem ter contribuído para essa expansão dos ativos disponíveis para inversão da riqueza, mas a primeira não pode ser desvinculada da política fiscal.

Assim, é difícil identificar qualquer mudança explicada por uma reorientação substantiva da política monetária nos resultados avaliados. As taxas de expansão nominal da liquidez são menores a partir de 2013. Todavia, ainda são taxas de crescimento muito elevadas, e refletem principalmente decisões privadas mais que políticas.

A política fiscal tem recebido atenção especial na explicação da GRB. A Tabela 4 sugere que muita dessa atenção não se justifica. Em primeiro lugar, para avaliar o papel da política fiscal, é imprescindível isolar as decisões políticas dos efeitos da própria evolução macroeconômica, isso é, da dinâmica econômica privada motivada pelo lucro, criadora de instabilidade *ex ante*, e que não se reduz às determinações governamentais, fulcro do presente trabalho. As estatísticas fiscais que separam os componentes estruturais dos componentes cíclicos e não-recorrentes são, dessa forma, fundamentais. Esses conceitos, contudo, sofrem de problemas metodológicos significativos, sendo o conceito de PIB potencial um deles, com o PIB tendencial sendo um substituto melhor, mas ainda imperfeito (pois a própria tendência muda conforme a série de tempo é maior ou menor, o que é fundamental para entender o próprio conceito de ciclo como desvio da tendência: qual tendência?). Os dados da SPE parecem refletir algumas dessas dificuldades, pois no primeiro ano da GRB o componente cíclico não contribuiu para o déficit. Aceita a metodologia de cálculo adotada, a recessão reduziria a arrecadação e os gastos nominais cairiam (não subiriam) na mesma proporção! O componente cíclico não é um estabilizador ‘automático’ nesse caso. O mesmo vale para 2014, com a estagnação econômica se refletindo em um componente cíclico que gera um superávit, isto é, ou a estagnação reduz as receitas e os gastos nominais caem ainda mais, ou a estagnação aumenta as receitas acima da manutenção ou expansão dos gastos! De qualquer forma, o componente não recorrente parece ser continuamente importante, o que exige qualificar sua natureza não recorrente de uma perspectiva plurianual. E o componente estrutural foi o mais importante, com uma inflexão a partir de 2013 (e não 2012 ou 2011). Contudo, naquele ano o déficit estrutural foi mais que compensado pelo superávit cíclico e pelo superávit não recorrente. Em 2014 o déficit estrutural ficou levemente acima da soma dos superávits cíclico e não recorrente, com um impulso (‘choque’?) líquido muito pequeno em comparação ao PIB. Ainda, em nenhum dos anos o déficit total superou os limites impostos aos países da Zona do Euro pelo Tratado de Maastricht, por exemplo. Ou seja, a inversão do sinal do componente estrutural não aponta para uma extravagância fiscal na métrica fisiocrática capaz de proporcionar uma recessão da magnitude da ocorrida em 2015-2016, a menos que se crie uma nova mitologia fiscal, a da expansão fiscal contracionista. Já a comparação do resultado primário com o PIB mostra superávits até 2013, um pequeno déficit em 2014 e aumento da razão déficit/PIB durante a crise, como seria de se esperar. Os déficits primários, em seu componente cíclico, deveriam simplesmente ser reflexos dos ‘estabilizadores automáticos’. Ou seja, a GRB aconteceria de qualquer forma, mas poderia ser mais longa e profunda sem os déficits cíclicos e

estruturais. As políticas contracíclicas encontram respaldo na teoria Pós-Keynesiana e mesmo em muitas teorias ortodoxas. Não obstante, o programa de austeridade fiscal de Levy-Barbosa Filho não encontra suporte nem mesmo nos livros-texto básicos de macroeconomia. O único ‘respaldo’ teórico, a superstição da contração expansiva, foi rejeitada pelo próprio FMI (Guajardo et al., 2013 e Blanchard e Leigh, 2013).

Já os déficits nominais apresentam alternâncias nas taxas, sem qualquer tendência de expansão explosiva até 2013. Esses déficits são uma característica estrutural da economia brasileira, em função da elevada conta de juros do Tesouro. O rápido aumento a partir de 2014 é explicado apenas em parte pelo déficit primário, mas principalmente pela política monetária de elevação da taxa nominal de juros. Seria a política monetária então responsável pela GRB? A discussão sobre a Tabela 3 acima não permite validar essa conclusão, dado que taxas elevadas foram compatíveis com períodos de crescimento do PIB e também porque o crédito para pessoa jurídica cresceu mais rápido que o PIB. Por sua vez, a relação dívida bruta do governo geral/PIB não apresenta nenhuma tendência de crescimento, menos ainda explosivo, até 2014. Na verdade, a tendência é de leve declínio. O aumento, rápido, ocorreu em 2015 e 2016, tanto possivelmente em função da rápida queda no PIB como pela expansão da taxa de juros, que eleva os déficits nominais. A deterioração dessa variável durante o colapso é, portanto, explicada em parte pelos desdobramentos da própria crise, não havendo no período que antecede a GRB qualquer indício de mudanças significativas na trajetória da razão. Da mesma forma, a dívida líquida do setor público consolidado/PIB mostra uma tendência de declínio até 2014, aumentando apenas após o início da crise. A deterioração aqui também parece ser explicada pela crise, não se constituindo em sua causa por qualquer medida de precedência temporal. Por fim, a carga tributária bruta não sofreu qualquer modificação substancial no período, oscilando muito pouco. Mesmo a crise não modificou a trajetória. E a carga tributária líquida apresentou tendência geral de declínio, com algumas oscilações pontuais. Portanto, a carga tributária líquida diminuiu consideravelmente durante o período analisado. Aqui também não se notam grandes inflexões que resultem de mudanças estruturais na política fiscal que pudessem explicar a grande variação no produto e no emprego em 2015 e 2016.

Por fim, a Tabela 5 apresenta dados sobre a indústria. A desindustrialização tem retirado a importância desse setor na economia, e com ela a importância política dos capitalistas industriais. Mas dada a ênfase Kaldoriana a essa atividade, é possível extrair informações que podem auxiliar na compreensão da GRB. A variação do quantum produzido pela indústria em geral mostra contração em anos de crise ou estagnação, mas também em um ano de expansão econômica (2012). Não há nessa variável qualquer indicador antecedente de crise. Mas quando o colapso tem início, a produção industrial encolhe rapidamente. O índice de confiança lança luz ao comportamento dos capitalistas industriais no ramo de transformação e pode contribuir para o entendimento da crise se puder ser

generalizado para os demais ramos produtivos. Depois de 2010 houve um declínio permanente na confiança na indústria de transformação. De 2011 em diante os empresários nesse ramo permaneceram sempre pessimistas. Um dos fatores pode ser a contínua mudança na distribuição funcional da renda em favor do trabalho. Por sua vez, a utilização da capacidade instalada para a indústria de transformação oscila sem tendências claras de crescimento ou diminuição até o início da crise, quando diminui rapidamente. Mas antes da crise não havia indicador antecedente de crise por meio de redução tendencial na utilização. Finalmente, os estoques efetivos da indústria em geral se mostram elevados, acima do planejado, em sete dos dez anos analisados. Isso sugere problemas de insuficiência de demanda, ou, pelo menos, de exuberância expectacional dos capitalistas industriais. Mas a última é incompatível com as mudanças na distribuição de renda em favor dos trabalhadores. Como não houve declínio no consumo geral, resta o declínio no próprio investimento como explicação para a crise. Ainda que no caso dos estoques indesejados os números se situem próximos do limite de 50 (linha de corte), isso sugere que não houve mudanças significativas na tendência mais geral no período anterior à crise. Os estoques ficam abaixo do planejado no segundo ano da crise, provavelmente em função da forte queda na produção. Assim, nenhuma variável de política macroeconômica nas tabelas anteriores parece explicar cabalmente a evolução do setor industrial no Brasil no período imediatamente anterior à crise. As tendências são invertidas apenas após o início da crise em 2015.

A partir dos dados, como avaliar a hipótese da convergência? Os argumentos de Barbosa-Filho (2017) de uma NME responsável pela crise não encontram respaldo nos dados apresentados acima, tanto pela direção como pelo *timing*. Com relação à interpretação de Serrano e Summa (2012 e 2015), Gobetti e Orair (2017) também dão ênfase à mudança no mix de política fiscal, com a perda de importância dos investimentos públicos e ampliação do papel das desonerações da folha de pagamentos. E mostram, na linha dos dados agregados, que não houve expansionismo fiscal associado à deterioração do resultado primário, e que essa deterioração, com custo fiscal elevado, pode não ter sido eficaz em *sustentar o crescimento*, o que não implica afirmar que foi *eficaz em promover uma queda histórica na atividade econômica*, como sustentam Serrano e Summa (2012 e 2015). Os dados da tabela 4 mostram apenas agregados, não captando mudanças na composição dos indicadores. Seria preciso mostrar como as mudanças na composição, mantendo uma relativa estabilidade agregada antes do colapso, contribuiu para a forte queda nos indicadores de produção e investimento de forma tão rápida.

Sobre o conflito distributivo alegado pelos autores como motivação para a inversão na política fiscal, mudança essa não captada pelos dados acima, cabe lembrar que Kalecki (1943) argumenta que o conflito associado ao pleno emprego, e esse último fenômeno parece ter ocorrido no Brasil no período recente, como mostra a Tabela 1, pode ter suas tendências redistributivas modificadas pelos



próprios capitalistas por meio do veto econômico, isso é, greve de investimentos, às políticas de manutenção do pleno emprego, não por uma mudança na concepção macroeconômica dos tecnocratas. E as políticas de desoneração parecem ter contribuído justamente para esse quadro de baixo desemprego até a resposta dos capitalistas em termos de produção às mudanças na distribuição funcional da renda. Ou seja, a dinâmica da produção, e em grande medida do emprego, depende da decisão de acumulação dos capitalistas. Quando os capitalistas não investem, a crise irrompe. Rugistky (2015), retomando Kalecki (1943), sugere que houve retenção de investimentos na economia brasileira para reverter as mudanças distributivas ocorridas no período. A mudança na distribuição funcional da renda em detrimento do capital até o início da crise parece dar sustentação a essa tese. O que se vê *ex post* é sempre a crise, com os efeitos da política macroeconômica sobre o investimento sendo de difícil isolamento. Mas não parece que toda decisão de redução do investimento tenha sido influenciada por mudanças no mix de políticas fiscais de forma a defender as últimas como sendo a mais importante possibilidade explicativa, dado que a existência de ciclos nas economias monetárias de produção pode ser demonstrada sem qualquer apelo a políticas de estabilização, inclusive aos fracassos das mesmas.

Ou seja, a crise não parece ter origem no gerenciamento (ou falta de) macroeconômico, mas aconteceria mesmo se as políticas fossem aquelas consideradas, *ex post*, corretas pelo fato de não ter existido crise. Isso não deveria ser nenhuma surpresa para economistas de uma persuasão Pós-Keynesiana. Essa tradição considera as economias monetárias da produção inerentemente instáveis devido à incerteza fundamental que cerca a lucratividade futura dos investimentos e, logo, como a riqueza é criada e distribuída entre diferentes estruturas de ativos e passivos (preferindo ativos líquidos, por exemplo, como ilustrado pela expansão dos meios de pagamentos amplos). De fato, erros na condução da política econômica não foram, por um longo tempo, identificadas pelas diferentes teorias econômicas como um atributo regular e fundamental do ciclo econômico, se não por outra razão, pelo fato de a política macroeconômica ter se tornado importante apenas no século XX. E ciclos econômicos, crises, recessões e depressões são tão antigas quanto o próprio capitalismo, se não mesmo mais antigas. A ênfase na centralidade da política macroeconômica na gestão dos ciclos é derivada das contrarrevoluções fisiocráticas do século XX.

Isso não significa que as políticas econômicas em geral, e as políticas macroeconômicas em particular, devam ser totalmente ignoradas ao se analisarem as flutuações econômicas. As questões envolvendo a natureza pró-cíclica ou contracíclica das políticas macroeconômicas, no sentido de alongar e/ou aprofundar a recessão no primeiro caso, encurtar ou tornar menos profunda no segundo, são legítimas. Mas a recessão enquanto característica intrínseca das economias monetárias de produção não é eliminada, e nem causada, pelas políticas macroeconômicas em primeiro lugar, ao contrário do que defendem Samuelson, Lucas, Barbosa-Filho, Serrano e Summa e muitos outros.

Nossa tese, esposada por outros autores de persuasão Pós-Keynesiana, é que as políticas não podem ser unicamente ou majoritariamente responsabilizadas pelas últimas. Pelo contrário, Keynes argumenta na *Teoria Geral* que decisões de investimento privado que influenciam a trajetória macroeconômica são instáveis, subtraindo da demanda efetiva que alimenta outras decisões de gastos de forma cumulativa (multiplicador), e a política macroeconômica deve ser empregada para estabilizá-la no curto prazo. Minsky complementou esse raciocínio, mostrando que o padrão de financiamento do investimento é a causa última da instabilidade, e que o *Big Government* e o *Big Bank* são instrumentos necessários, mas insuficientes, de estabilização.

Por outro lado, tanto quanto as políticas econômicas são inerentemente políticas e não apenas tecnocráticas, decisões econômicas importantes de negócios são igualmente políticas na medida em que as mesmas têm uma característica socialmente hierárquica e uma consequência distributiva, mesmo que descentralizadas ou difusas (Débord, 1967). Boddy e Crotty (1975) não se deram conta de que uma greve de investimentos é tão política quanto uma política macroeconômica de cunho recessivo ou uma greve trabalhista. Kalecki (1943) deixou claro justamente que resultados econômicos têm determinantes políticos moldados por interesses privados que não podem ser ignorados na avaliação das políticas voltadas ao pleno emprego. De outra forma não seria possível entender o poder de veto dos capitalistas sobre determinadas políticas macroeconômicas, principalmente aquelas compatíveis com o pleno emprego, e dessa forma suas falhas em manter a economia em estado de crescimento perpétuo. Essas falhas nesse caso são induzidas por uma greve de investimentos, não provocadas por um erro de concepção ou implementação. Essa característica não permitir derivar a hipótese oposta à tese do ‘comportamento de busca pelo interesse particular mas dirigido exclusivamente pela política macroeconômica’, de ‘comportamento de política macroeconômica guiado exclusivamente pela busca pelo lucro pelo setor privado’, como o fazem Boddy e Crotty (1975). Ou seja, a hipótese de que a política macroeconômica não possui nenhum grau de autonomia frente aos interesses capitalistas, e que é concebida e implementada para promovê-los. Mas nossa hipótese de convergência implica que expansões e retrações são inevitáveis, qualquer que seja a política macro adotada. *Mutatis Mutandis*, e mesmo considerando que o Brasil é uma economia subdesenvolvida, por que seria diferente aqui? Esse trabalho apresenta evidência de que não é. A crise parece ser melhor explicada pela decisão dos capitalistas de desacelerar e depois reduzir os investimentos, mantendo os estoques interindustriais em níveis elevados, em face do conflito distributivo, que elevou o pessimismo pela própria expansão anterior dos investimentos, que reduziu o desemprego e melhorou o poder de barganha dos trabalhadores. A trajetória das variáveis de política não permite identificar inflexões rápidas ou efeitos cumulativos que foram progressivamente minando a resposta dos capitalistas aos instrumentos de política.

## Conclusão

Fonseca (2010) argumenta que, para Keynes, o liberalismo era considerado uma proposta equivocada por não se adequar à realidade da época (primeira metade do século XX). Para uma análise heterodoxa e Keynesiana ser coerente com essa avaliação, então o *laissez-faire* fisiocrata deve ser rejeitado *in totum*, enquanto ideologia que fomenta um programa de pesquisa e um programa de ação. Do contrário, corre-se o risco de reconstituí-lo dentro das próprias concepções que pretendem combatê-lo. Políticas macroeconômicas, mesmo quando equivocadas com base em algum critério real e objetivo, não devem ser interpretadas como a fonte mais importante das flutuações agregadas em uma conjuntura de outra forma idealmente caracterizada sempre pela estabilidade. Isso não seria apropriado nem mesmo nos países europeus, como os escandinavos, em que o Estado responde por uma fração substancial da economia, do ponto de vista do controle dos recursos via arrecadação ou do dispêndio agregado. Esses países rejeitam o liberalismo e, *ex post*, não parecem ter adotado políticas ‘incorretas’.

A leitura da crise que atribui o descalabro econômico de 2015-2016 fundamentalmente às políticas macroeconômicas adotadas no pós-GCG representa nesse caso uma inversão (*umstülpen*), reconstituindo inadvertidamente o delírio do *laissez-faire*. Isso porque Keynes efetivamente argumentou que a estabilização cíclica de uma economia monetária de produção, sempre *ex post* no curto prazo, seria possível, não garantida, a partir da estabilização da demanda efetiva por agentes ‘externos’ aos circuitos domésticos de produção e dispêndio, circuitos esses movidos pela busca pelo lucro. No âmbito do capitalismo nacional, o único agente nessa posição é de fato o Estado. Isto é, os instrumentos de estabilização são manipulados por formuladores de políticas macroeconômicas de forma a sustentar a demanda necessária para validar as expectativas de lucratividade dos investimentos, evitando quedas em parte dos investimentos que por si só, via multiplicador, levariam à instabilidade na forma de recessões e depressões. Mas a importância dada à política de gerenciamento da demanda agregada para estabilizar a economia no curto prazo não implica que a instabilidade *ex ante* siga, necessariamente *ex post* pelo fato de o tempo histórico não retroceder no mundo real, inevitavelmente de fracassos de política econômica. Isso exigiria uma presença massiva do Estado na economia, e que, se não todos, pelo menos parte substancial de seus instrumentos e medidas sejam implementados integralmente e frequentemente de forma equivocada, pela própria escolha dos instrumentos ou pelo tempo de implementação deles (defasagens internas e externas). Há múltiplas políticas e instrumentos, variáveis no tempo e no espaço subnacional, que não devem ser agregados e sintetizados na expressão ‘política econômica’, como se fosse um bloco monolítico. Isso sugere que a análise das políticas econômicas não é tão simples quanto sugere a moderna fisiocracia.

Uma participação substancial do Estado na economia não caracteriza efetivamente o caso no Brasil. É suficiente considerar, por exemplo, a carga tributária líquida na Tabela 04, atingindo 15%

do PIB no auge da crise – sugerindo que 85% ou quase a totalidade do PIB estava efetivamente sob controle do setor privado. Ou ainda a forte expansão da liquidez dos ativos privados no caso dos meios de pagamentos ampliados). Ainda que erros no setor público existam, assim como no setor privado, em maior ou menor grau, mas não caracterizando *ex ante* toda e qualquer ação do governo, essência do delírio liberal, assumir que políticas contracíclicas vão sempre alcançar resultados desejáveis quando concebidas e implementadas de forma correta, e que nesse caso o ciclo é sempre amenizado, é uma postura fundamentalmente anti-Keynesiana. Da mesma forma, políticas que adquirem, intencionalmente ou não, como no caso do plano Levy-Barbosa Filho, uma natureza pró-cíclica por concepção, vão simplesmente reforçar, mas isso é difícil de se precisar, a instabilidade *ex ante* e que não depende da direção, instrumento ou escala da política econômica. Assumir que não haveria instabilidade se a política não fosse pró-cíclica, porque o ciclo seria modificado em sua amplitude e duração, mas não em sua existência, é um argumento essencialmente anti-Keynesiano. De fato, mesmo quando concebidas e implementadas de forma adequada, políticas de estabilização podem fracassar. Políticas contracíclicas apenas amenizariam, se tanto, os ciclos, sem os eliminar, como sugere Minsky na citação de Crotty na epígrafe. A alternativa nesse caso não é uma mudança no desenho ou na operacionalização no sentido do *laissez-faire* fisiocrático, mas a progressiva socialização do investimento (Brown-Collier e Collier, 1995) e a, espera-se, ainda mais rápida eutanásia do rentismo, que tem maior poder de veto sobre as políticas voltadas, nem sempre com sucesso, ao pleno emprego. Os gestores da política macroeconômica da VML no Brasil, após ocorrido o assalto ilegítimo ao poder, adotaram, não surpreendente, a não-alternativa, mesmo sem qualquer evidência clara de que uma inflexão na política macroeconômica pudesse ser completamente responsabilizada pela greve de investimentos. Dado o caráter cíclico do crescimento das economias monetárias de produção, tentarão assumir a responsabilidade pela fase de recuperação com base em suas políticas de cunho fisiocrático. No próximo descenso cíclico a limitação dessa opção ficará clara, vingando a tradição Keynesiana.

### Referências bibliográficas

- Arestis, Philip, Carolina T. Baltar, and Daniela M. Prates. 2016. Brazilian economic performance since the emergence of the great recession: The effects of income distribution on consumption. *Panoeconomicus* 63(2)(Special Issue): 157-174.
- Banco Central do Brasil. 2018. Sistema gerenciador de séries temporais. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>
- Barbosa-Filho, Fernando H. 2017. A crise econômica de 2014/2017. *Estudos Avançados* 31(89): 51-60.
- Black, Clarissa. 2015. Preços de commodities, termos de troca e crescimento econômico brasileiro nos anos 2000. *Indicadores Econômicos FEE* 42(3):27-44.
- Blanchard, Olivier, and Daniel Leigh. 2013. Growth forecast errors and fiscal multipliers. *IMF Working Paper*, WP 13/1.

- Boddy, Rafford, and James Crotty. 1975. Class conflict and macro-policy: The political business cycle. *Review of Radical Political Economics*, 7(1):1–19.
- Brown-Collier, Elba K., and Bruce E. Collier. 1995. What Keynes really said about deficit spending. *Journal of Post Keynesian Economics*, 17 (3):341-355.
- Crotty, J. R. 1986. Marx, Keynes and Minsky on the instability of the capitalist growth process and the nature of government economic policy. In *Marx, Keynes and Schumpeter: A centenary celebration of dissent*, ed. D. Bramhall, and D. Helburn, 297-324, Armonk, NY: M. E. Sharpe.
- \_\_\_\_\_. 1994. Are Keynesian uncertainty and macrotheory compatible? Conventional decision making, institutional structures, and conditional stability in Keynesian macromodels. In *New perspectives in monetary macroeconomics*, ed. G. Dymski, and R. Pollin, Ann Arbor, University of Michigan Press.
- Débord, Guy. 1967. *La Société du Spectacle*. Paris: Buchet/Chastel.
- Fonseca, Pedro. C. D. 2010. Keynes: o liberalismo econômico como mito. *Economia e Sociedade*, 19 (40): 425-447.
- Gobetti, Sérgio W., Rodrigo Orair. 2017. Resultado primário e contabilidade criativa: reconstruindo as estatísticas fiscais “acima da linha” do governo geral, *Texto para Discussão 2288*, Brasília: IPEA.
- Guajardo, Jaime, Daniel Leigh, and Andrea Pescatori. 2013. Expansionary Austerity: New International Evidence. *IMF Working Paper*, WP 11/158.
- IPEA. 2018. *Carta de Conjuntura* 38.
- Ipeadata. 2018. Disponível em: <http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>
- Kalecki, Michal. 1943. Political Aspects of Full-Employment. *Political Quarterly*, 14(4):322-331.
- Ministério da Fazenda (2018a). Secretaria do Tesouro Nacional. Estatísticas Fiscais. Disponível em: <https://www.tesouro.fazenda.gov.br/-/area-tematica-5-estatisticas-fiscais>
- Ministério da Fazenda (2018b). Secretaria de Política Econômica. Política Fiscal. Disponível em: <http://www.spe.fazenda.gov.br/conjuntura-economica/politica-fiscal>
- Maldonado Filho, Eduardo A., Fernando Ferrari Filho, e Marcelo, Milan. 2017. Toward the crisis: a Kaleckian-Keynesian interpretation of the instability of growth and capital accumulation in Brazil. *International Review of Applied Economics*, 31(5): 608-624.
- Rugistky, Fernando. 2015. Austerity reaches Brazil. *Jacobin Magazine*. Disponível em: <https://www.jacobinmag.com/2015/09/brazil-pt-austerity-dilma-rousseff-petrobras-real/>. Acesso em 06 de Maio de 2018.
- Serrano, Franklin, Numa Mazat. 2017. Quesnay and the analysis of surplus in the capitalist agriculture. *Contributions to Political Economy*, 36(1): 81–102.
- Serrano, Franklin, Ricardo Summa. 2015. Aggregate demand and the slowdown of Brazilian economic growth in 2011-2014. *Nova economia*, 25 (no. spe.): 803-833.
- Serrano, Franklin, Ricardo Summa. 2012. A desaceleração rudimentar da economia brasileira desde 2011. *Oikos*, 11(2): 166-202.

# AS POLÍTICAS MONETÁRIA E FISCAL BRASILEIRAS NO PERÍODO 2011-2017: UMA ANÁLISE A PARTIR DA NOÇÃO DE CONVENÇÕES

Fábio Terra<sup>13</sup>

Fernando Ferrari Filho<sup>14</sup>

Marco Flávio Resende<sup>15</sup>

**Resumo:** Convenções são crenças compartilhadas por um conjunto de indivíduos que as utilizam para ancorarem suas expectativas de futuro. O Estado, maior ente social e realizador das políticas econômicas, é ator central na formação de convenções sociais. Tendo isso em mente, o objetivo deste artigo é analisar, com base na noção keynesiana de convenções, as políticas monetária e fiscal brasileiras entre 2011 e 2017. Por um lado, mostrar-se-á como a política monetária do período 2011-2013 perdeu a oportunidade de consolidar juros básicos baixos no Brasil, ao que chamaremos de “erros do passado”. Por outro lado, argumentar-se-á que a política de austeridade fiscal implementada pós-2015 convencionou a ausência do investimento público como elemento de construção da infraestrutura necessária ao investimento produtivo privado, tornando ainda mais difícil a construção de expectativas favoráveis à iniciativa privada, o que denominamos de “a perda de oportunidades futuras”.

**Palavras-chave:** Políticas Monetária e Fiscal; Economia Brasileira; Convenções; Teoria Keynesiana.

**Abstract:** Conventions are a creed shared by a group of individuals who use them to ground their expectations of future. The State, the greatest social entity and responsible for making economic policies, plays a major role to elaborate social conventions. Given that, this paper analysis, departing from the Keynesian notion of conventions, the Brazilian fiscal and monetary policies over 2011-2017. On the one hand, we show how the monetary policy operationalized from 2011 to 2013 lost the opportunity of consolidating a lower base-rate of the Brazilian economy, what we call “the mistakes of the past”. On the other hand, we also argue that the austerity fiscal policy implemented after 2015 molded the convention of the public investment absence as an element to build the infrastructure that the private initiative needs to increase its investments. This idea we call “the loss of future chances”.

**Keywords:** Monetary and Fiscal Policies; Brazilian Economy; Conventions; Keynesian Theory.

## 1. Introdução

No capítulo 18 da *The General Theory of Employment, Interest and Money* (TG), Keynes (1964), ao sumarizar o “modelo” da TG, afirma que as três variáveis que explicam a dinâmica econômica no que diz respeito à criação do emprego, da renda e da riqueza são a propensão a consumir, as expectativas de investimento e a preferência pela liquidez. Dentre as referidas variáveis, as expectativas de investimento e a preferência pela liquidez são cruciais para dinamizar a economia e apresentam uma relação de causalidade entre elas – piores expectativas geram maior preferência pela liquidez e menores investimentos produtivos, e vice-versa. Ademais, sendo as expectativas e a preferência pela liquidez subjetivas, elas são o outro lado de algo imanente ao ser humano: a incerteza. Como a incerteza é inerente, então o que importa é compreender o fundamento da expectativa.

---

<sup>13</sup> Professor da UFABC e pesquisador do CNPq, e-mail: fhbterra@gmail.com.

<sup>14</sup> Professor aposentado da UFRGS e pesquisador do CNPq, e-mail: ferrari@ufrgs.br.

<sup>15</sup> Professor do CEDEPLAR/UFMG e pesquisador do CNPq, e-mail: resende@cedeplar.ufmg.br.

Segundo Keynes (1964, p. 147) expectativas se ancoram “parcialmente em fatos existentes que podemos assumir serem conhecidos com mais ou menos certeza e parcialmente em eventos futuros que podem ser apenas projetados com mais ou menos confiança”. Entre os elementos mais ou menos conhecidos, na TG Keynes chama a atenção para um em especial: as convenções, que são crenças compartilhadas pelos indivíduos que os ajudam a moldar esperanças de futuro. Dentre as convenções mais importantes estão aquelas acerca de como devem ser conduzidas as políticas econômicas, sobretudo as mais tradicionais e de amplo conhecimento público, quais sejam: políticas fiscal, monetária e cambial. Elas são responsáveis por constituir uma base às expectativas privadas e, não obstante, moldar uma estrutura institucional que crie um ambiente institucional favorável às decisões de investimento do setor privado, fundamental para a dinâmica econômica de longo prazo.

Pois bem, com este referencial em mente, objetivamos analisar a política econômica brasileira, sobretudo monetária e fiscal, no período 2011-2017. Neste contexto, duas análises em específico serão realizadas. Por um lado, mostra-se como a adoção de políticas econômicas dissonantes desgovernou as convenções entre 2011 e 2013, desperdiçando, assim, a oportunidade de se manter um patamar mais reduzido dos juros no País no período pós-2013, o que denominamos de “erros do passado”. Por outro lado, é apresentada e analisada a forma pela qual se estruturou a política fiscal pós-2015, ao estilo “contração expansionista”, tanto na busca do ajuste fiscal conjuntural quanto na proposição do Novo Regime Fiscal (NRF), chamada “PEC do Teto”, promulgada em fins de 2016, que constrangeram estruturalmente os gastos públicos na tentativa de uma consolidação fiscal a fórceps. A ideia é deixar claro que, caso houvesse ocorrido uma reforma fiscal nos moldes das proposições fiscais keynesianas, ter-se-ia a chance de se conformarem convenções mais otimistas de longo prazo, e não o que chamamos de “desperdício de oportunidades futuras”.

Para tanto, além desta Introdução, a próxima seção debate o papel das convenções na formação das expectativas, que servirá como referencial teórico do artigo para analisarmos a política econômica dos períodos 2011-2013 e pós-2015 para, respectivamente, apontarmos os “erros do passado” e o “desperdício de oportunidades futuras”. A seção 3 analisa as políticas econômicas, mormente a monetária e a fiscal, no período 2011-2013 visando mostrar os “erros do passado”, ao passo que a seção 4 apresenta o “desperdício de oportunidades futuras” como sendo o modo de consolidação fiscal adotado no Brasil pós-2015. A seção 5 apresenta as conclusões.

## 2. O papel das convenções na formação de expectativas

Em diversas ocasiões, Keynes deixa claro que a economia é uma Ciência Moral, decorrente, portanto, do comportamento humano.<sup>16</sup> Neste particular, Keynes apresenta, inclusive, um modelo epistemológico no *Treatise on Probability* (TP) (KEYNES, 1921) a partir do qual podemos compreender o comportamento humano ao menos no nível da tomada de decisão individual. É neste âmbito que as convenções efetivamente influenciam as expectativas.

No TP Keynes coloca-se diante de uma tarefa complexa, qual seja, mostrar que o pensamento que se prova incerto é racional tal qual o que se releva correto. Nessa direção, ele questiona: “é correto que Newton e Huyghens só foram razoáveis quando suas teorias eram verdades, e que seus erros eram fruto de uma desordenada fantasia?” (KEYNES, 1921, p. 284). Para alcançar tal tarefa, Keynes desenvolve um modelo epistemológico que serve para se compreender o “empresário keynesiano” da TG.

Pois bem, o conhecimento se inicia com o entendimento direto, isto é, a absorção de algum dado/evidência por meio da capacidade inata do ser humano de perceber fatos via experiência, compreender significados e usar seus sentidos. O entendimento direto oferece ao indivíduo um conjunto de dados que ele conhece com mais ou menos certeza, a que Keynes (1921) chama conhecimento direto. O conhecimento direto, por sua vez, é a base a partir da qual se lançam proposições, a que ele define conhecimento indireto no TP, ou seja, algo que vai necessariamente além do conjunto de dados do qual se formou.<sup>17</sup> Tais proposições são a expectativa de futuro na mente do empresário e este raciocínio indutivo de se partir de particulares (dados/evidências, o conhecimento direto) para se alcançar um argumento geral (proposição/conclusão, o conhecimento indireto) “compartilha a incerteza a que todas as induções são passíveis” (KEYNES, 1921, p. 108).

Dentre os dados que os indivíduos conhecem diretamente está a própria crença compartilhada pelos demais indivíduos, isto é, a convenção. Embora uma “convenção não seja enraizada em conhecimento seguro” (KEYNES, 1964, p. 204), ela é uma convicção prevalecente ainda que mutável no espaço e no tempo, que o agente econômico soma ao seu conhecimento direto, se não por tê-la como verdadeira, pelo menos por “ser melhor para a reputação falhar convencionalmente a bem-sucedido de forma não convencional” (KEYNES, 1964, p. 158). Ademais, visto que a convenção pode ser “um instrumento de coordenação de expectativas, de informação a cada um do que outros esperam resultar de um dado estímulo” (CARVALHO, 2014, p. 257), quanto maior for a adesão dos demais

---

<sup>16</sup> Para Keynes, a ideia de a economia ser uma Ciência Moral aparece em uma carta para Roy Harrod, em que ele escreve: “Eu gostaria de enfatizar que [E]conomia é uma [C]iência [M]oral [...] uma vez que está relacionada a motivos, expectativas e incertezas psicológicas.” (KEYNES, 1973, p.300).

<sup>17</sup> Por isso, inclusive, (i) não é por demais afirmar que a incerteza na TG é uma decorrência do modelo epistemológico de Keynes no TP e não uma hipótese *ad hoc* necessária ao modelo econômico do livro, e (ii) a incerteza fundamental, decorrente da inexistência de todos os dados relevantes à tomada de decisão, é oriunda do raciocínio indutivo, cujas proposições sempre vão além do conjunto de dados que lhes substanciam e criam *a priori* uma conclusão que existe unicamente para o tomador de decisão.



agentes para determinada convenção maior será a confiança de cada indivíduo na prevalência e acerto dela própria, uma vez que a convenção diminuiria a percepção individual de que os resultados de suas decisões particulares seriam anuladas pela falta de adesão dos outros.

Tendo como pano de fundo esta conceituação e trazendo-a para o mundo real, o governo tem papel central na formação de convenções e, por conseguinte, na consolidação de expectativas. Por isso, Keynes preocupou-se em propor formas de condução da política econômica.<sup>18</sup> Como mostram Arestis *et ali* (2018), para a política monetária Keynes pretendia que seu propósito fosse buscar o pleno emprego. Todavia, esta intenção deveria ser articulada com as demais políticas econômicas sendo a monetária, sozinha, incapaz de alcançá-la. Não obstante, Keynes (1982) descreve que a política monetária possui ainda cinco objetivos diretos sob seu cuidado: estabilidades de preço, do câmbio, de liquidez, do sistema financeiro e das expectativas. Para tanto, segundo Arestis *et ali* (2018), em seus diversos escritos, Keynes mostra que o banco central tem três instrumentos para atingir seus objetivos imediatos: a taxa de juros – “a [...] [protagonista] de todo o sistema” (KEYNES, 1971, p. 189) –, a regulação e a administração da dívida, que também atua sobre a curva de juros do sistema financeiro.

Na medida em que a taxa de juros, que é o principal instrumento da política monetária, atua sobre a preferência pela liquidez dos agentes econômicos, a qual, por um lado, depende de expectativas e, por outro lado, explica o motivo especulação por demanda por moeda e a taxa de juros de mercado, o banco central precisa construir convenções positivas acerca do modo pelo qual fará a administração da sua taxa de juros no tempo. Não por menos, na TG Keynes deixa claro que “uma política monetária que atinga opinião pública como sendo de caráter experimental ou facilmente alterável pode falhar [...] A mesma política [...] pode se provar facilmente bem-sucedida se ela aparece à opinião pública como razoável e praticável” (KEYNES, 1964, p. 203).

Para a política fiscal, Keynes (1980) propunha que a política tributária arrecadasse os recursos para o financiamento do gasto público via tributação progressiva, logo, promotora de distribuição de renda. Por sua vez, as despesas comporiam um orçamento segregado em dispêndios correntes e de capital. Os gastos correntes financiariam serviços públicos e deveriam ser tendencialmente superavitários. Os dispêndios de capital estabilizariam automaticamente o ciclo econômico via programas de investimentos públicos de longo prazo, isto é, construtores da infraestrutura sobre a qual a estrutura produtiva privada se constitui, mas que, se não for feita pelo Estado, ninguém fará. Portanto, não cabe ao Estado competir com o setor privado, mas, sim, atuar em cooperação com ele.

É importante ressaltar que o orçamento de capital deveria ser financiado por impostos, bem como pelo superávit do orçamento corrente e deveria ser contracíclico, de modo que em contexto de

---

<sup>18</sup> Como se sabe, a agenda de política econômica proposta por Keynes está relacionada tanto às questões fiscal, monetária, cambial e comercial quanto às mudanças estruturais.

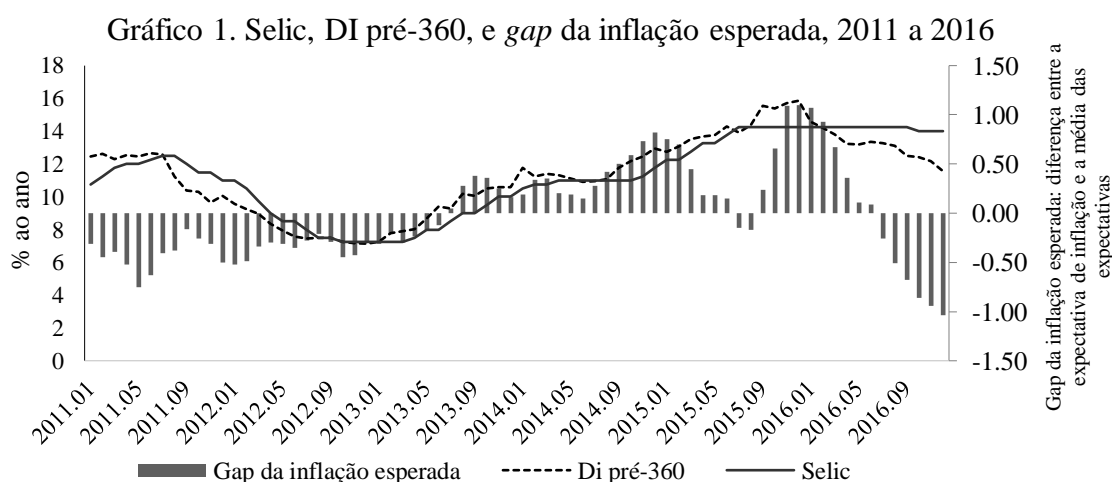
*boom* econômico os investimentos públicos tenderiam a ser reduzidos e, aos primeiros sinais de arrefecimento de demanda efetiva, eles se ampliariam e ocupariam a lacuna deixada pelo menor gasto privado. Desta forma, a política fiscal ancora convenções positivas sobre o futuro e busca promover o *crowding in* privado. Por isso Keynes (1980) se preocupava em não haver financiamento deficitário do orçamento público, pois isso poderia tanto gerar desconfiança sobre o financiamento futuro do Estado quanto pressões sobre os juros curtos e longos devido à demanda pública por liquidez no sistema financeiro.

Ademais, Ferrari Filho e Conceição (2005) apontam que o sentido de “socialização de investimentos” proposto por Keynes (1964) pode ser compreendido como o Estado construindo um ambiente institucional estável e favorável aos gastos privados. Assim, são necessárias regras claras e estáveis que fomentem convenções que criem na permanência do estado atual das coisas no futuro, algo fundamental para que o empresário invista.

### 3. A política econômica entre 2011 e 2014: “os erros do passado”

Os primeiros meses do governo Dilma Rousseff em 2011 buscaram ganhar credibilidade: o superávit primário foi anunciado superior a 3,0% do PIB (e foi cumprido) e os juros básicos (Selic) foram elevados pelo Banco Central do Brasil (BCB) a 12,5% em agosto de 2011 (BCB, 2018). Ainda na reunião de setembro de 2011, o Comitê de Política Monetária iniciou um processo de redução da Selic que, para surpresa geral, continuou até outubro de 2012 quando ela atingiu seu piso histórico até então, 7,25% ao ano.

A ação do BCB conseguiu conduzir as convenções e expectativas de mercado, como mostra o Gráfico 1. Embora a inflação de 2010 houvesse se aproximado do teto da meta, 5,91% (BCB, 2018), as convenções de mercado eram positivas quanto à política monetária. Por isso, a taxa de mercado DI pré-360, que precifica no presente a taxa esperada de juros de um ano, previa uma Selic futura cada vez mais baixa, como mostra a linha tracejada no referido Gráfico.



Fonte: BCB (2018).

Desta forma, os agentes – não apenas os operadores do mercado financeiro, mas todos os que têm posição ativa em taxas de juros, como famílias e empresas que compõem carteiras de ativos financeiros e de cadernetas de poupanças a títulos de longa maturidade – compraram taxas de juros, nominal e real, mais baixas e apostaram, a partir de então, na continuidade deste cenário no futuro. Uma das razões centrais para tanto foi o *gap* da inflação esperada, isto é, os agentes econômicos acreditavam que a inflação se reduziria, como mostram as barras negativas referenciadas no eixo secundário do Gráfico. Como a inflação é um risco de corrosão do valor dos ativos, sobretudo prefixados, quanto menor for a expectativa futura dela, pede-se um prêmio mais baixo para a preferência pela liquidez, ou seja, juros menores. Em suma, entre 2011 e meados de 2013 a redução da Selic foi bem-sucedida e convencionou menores juros futuros.

Por que as convenções mudaram? A partir de meados de 2013 se percebe no Gráfico 1 que os juros futuros começaram a embutir um prêmio de risco maior, ou seja, convenções de um futuro pior passaram a contaminar as expectativas e, então, o *gap* de inflação esperada migrou para o campo positivo. O que acontecia? Desgoverno de convenções, em diversos âmbitos. No campo monetário, o governo passou a usar a banda superior da meta como alvo de inflação, com variações de 6,5% em 2011, 5,84% em 2012, 5,91% em 2013 e 6,41% em 2014 (BCB, 2018), o que gerou uma inflação acumulada de 27,0% em quatro anos. Obviamente, nessa situação, qualquer “abrir mão” de liquidez pediria maior prêmio de liquidez face a tal risco de corrosão de riqueza pela inflação.

As razões por detrás deste comportamento da inflação encontram-se, por um lado, na desvalorização cambial controlada pelo BCB, em que o dólar norte-americano acumulou 42,0% de valorização entre janeiro de 2011 e dezembro de 2013 (BCB, 2018). Neste mesmo tempo, por exemplo, houve um crescimento de 11 p.p. (BCB, 2018) no custo das *commodities*, o que pressionou os custos de produção e, assim, os preços finais. Por outro lado, o Governo, após 2013, expandiu a sua própria demanda, sobretudo na forma de consumo público. Como mostra a SPE (2018), em 2012 e 2013 o Governo deu um impulso fiscal equivalente a 0,6% do PIB em 2012 e 1,0% em 2013, com uma taxa trimestral média de crescimento do consumo público da ordem de 2,7% entre 2011 e 2013. Porém, neste período a iniciativa privada estava, devido à expansão do consumo das famílias – uma média de crescimento trimestral de 4,0% –, aumentando a formação bruta de capital fixo ao redor de 4,5%, média trimestral. Ou seja, o Governo pisou no acelerador fiscal em um momento em que a iniciativa privada também acelerava. As exportações, por fim, também se ampliavam à taxa média trimestral de 3,1% no período. Portanto, o País não enfrentava problemas de demanda; pelo contrário, as restrições enfrentadas eram de oferta, como mostra a expansão média trimestral de 7,5% das importações (IBGE, 2018).

A aceleração da demanda, por sua vez, deparou-se com um mercado de trabalho bastante aquecido, cuja taxa de desocupação caiu, conforme os dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD), de 7,9% no trimestre janeiro-março de 2012 para 6,2% em outubro-dezembro de 2013, e a taxa de desemprego, pela antiga Pesquisa Mensal de Emprego, foi reduzida de 6,0% em janeiro de 2011 para 4,3% em dezembro de 2013 (IBGE, 2018). Ademais, as estatísticas mostram que a capacidade instalada média da indústria alcançou 82,0% em média no período, o que significa pouca elasticidade de oferta, para uma demanda em aceleração (BCB, 2018).

As pressões inflacionárias vieram, assim, de custos crescentes por conta do câmbio e da pouca elasticidade do mercado de trabalho face à demanda agregada que resultou em aumentos salariais (houve expansão da renda real de todos os trabalhos de 2,1% em média móvel em 2012 e de 3,7% em 2013 (IBGE, 2018)) repassados aos preços. Se a intenção do BCB, que julgamos correta, era reduzir a Selic para níveis historicamente baixos enquanto desvalorizava o câmbio, o Governo não deveria ter acelerado o lado fiscal. O investimento privado estava fazendo sua parte, com taxas de crescimento, médias trimestrais, de 6,9% em 2011, 0,8% em 2012 e 5,8% em 2013.

Não obstante o acelerador fiscal, outros três “erros do passado” se somaram para a perda da oportunidade de se convencionarem e manterem os juros baixos: (i) a expansão fiscal foi feita de modo pouco crível, via uso de artifícios que inspiravam desconfiança, como a chamada *operação quadrangular*, ou o uso de recursos não recorrentes, como o refinanciamento de dívidas; sobretudo, a política fiscal foi mal comunicada à opinião pública, insistindo no anúncio de metas irrealistas de expansão das receitas e de superávit primário; (ii) a política fiscal emitiu sinais contraditórios, uma vez que a política de isenção tributária foi implantada entre 2011 e 2013 em paralelo a um amplo programa de investimentos públicos (Plano de Aceleração do Crescimento), bem como houve elevadas despesas financeiras do governo central com o pagamento de juros – aproximadamente 5,0% do PIB (RESENDE e TERRA, 2017, p. 263-264). Portanto, os gastos com investimentos públicos e as isenções tributárias eram incompatíveis com a meta de superávit primário requerida para sustentar os elevados desembolsos com os encargos da dívida pública; e (iii) houve controle da inflação por um método no qual o brasileiro é muito sensível e desconfiado em decorrência dos anos 1980 e 1990: congelamento de preços.

Inicialmente, a redução dos juros entre 2011 e 2013 foi exitosa, uma vez que conseguiu conduzir convenções que geraram expectativas favoráveis sobre a permanência de juros futuros menores. Todavia, como os juros são o preço da preferência pela liquidez e dependem das relações convencionais e do estado de expectativas, houve, com o passar do tempo, uma reversão das expectativas dos agentes econômicos, pois as Autoridades Econômicas resolveram acelerar a demanda do País em busca de altos níveis de crescimento econômico, em um momento no qual não

era a demanda que se mostrava insuficiente, não precisando, assim, ser acelerada, mas apenas ser mantida.

Como mostra Keynes (1964) impulsos de demanda efetiva repercutem sobre produção e preços e, no Brasil de 2011 a 2013, a primeira era bastante inelástica, de forma que o segundo respondeu mais intensamente, implicando aumento da percepção de risco de inflação para os agentes econômicos. No momento em que isso se tornou convenção e os agentes passaram a precificar inflação nos prêmios para “abrir mão” da liquidez que possuíam, os juros de mercado aumentaram (veja Gráfico 1), obrigando o BCB a retomar aumentos na Selic em meados de 2013, pois, se não o fizesse, ele não mais conseguiria controlar a ponta curta da curva de juros, o que seria ainda mais grave para o investimento privado.

Por fim, cabe destacar que, ainda em 2014, outro fato, não decorrente de política econômica, mas relevante economicamente, se somou aos “erros do passado” para deteriorar as expectativas e estimular convenções pessimistas e a preferência pela liquidez, explicando, em alguma parte, o caráter abrupto e profundo da recessão do biênio 2015-2016: a operação Lava-Jato. Ela afetou diretamente a maior empresa do País, a Petrobras (que foi, sozinha, responsável por 8,9% do investimento agregado no Brasil em 2013 (LOURAL, 2016)), e grandes empreiteiras responsáveis por investimentos em infraestrutura. Assim, o investimento agregado teve um decréscimo real de 13,9% em 2015 e de 10,3% em 2016 (IPEADATA, 2018).

#### **4. A política fiscal pós-2015: o “desperdício de oportunidades futuras”**

Os descontroles fiscais do governo Dilma Rousseff ocasionaram déficits primários a partir de 2014 (SPE, 2018, mostra que houve déficit estrutural a partir de 2013), elevação do endividamento público, forte aumento dos juros pagos nos títulos do Tesouro Nacional (TN) e, por fim, austeridade fiscal, inicialmente conjuntural, em um programa de redução ampla de gastos públicos, e, posteriormente estrutural, pela imposição da regra constitucional de limitação das expansões de gastos públicos assegurada pelo NRF. Porém, diferente do momento dos “erros do passado”, o que entrou em cena pós-2015 foi justamente o avesso do que se tinha antes, insuficiência de demanda. Todavia, nesta situação em que a ação estatal era necessária, não foi ela que se teve.

O que chamamos de ajuste conjuntural, 2015-2016, foi feito com base no contingenciamento de gastos públicos que, em 2015, não conseguiu surtir resultados, pois as despesas totais reais subiram, ao passo que, em 2016, elas se reduziram, em termos reais, para níveis próximos aos de 2014 (TN, 2018). Em fins de 2016, a consolidação fiscal entrou em uma fase estrutural a fórceps, uma vez que o NRF limitou a expansão dos gastos à inflação medida pelo IPCA acumulada até junho do ano da proposta de orçamento público. Desta forma, o NRF deixou clara a sua intenção: a redução da participação do Estado na economia. Se o ajuste conjuntural de 2015-2016 havia sido nocivo à

capacidade de o Estado dinamizar a economia, o ajuste estrutural consolidou a compressão dos investimentos públicos.

Decerto que 2015 e 2016 foram anos em que o governo federal precisava reordenar suas finanças, pois as convenções dos agentes econômicos sobre a sustentabilidade fiscal federal eram bastante negativas, implicando prêmios de risco que chegaram a pedir juros anuais de 15,7% ao ano em janeiro de 2016 contra 10,5% ao ano em dezembro de 2017, ajudando a elevar o pagamento de juros de 3,5% do PIB em dezembro de 2013 para 7,2% em janeiro de 2016 (IPEADATA, 2018). Embora a austeridade de gastos públicos pudesse até fazer com que convenções de reorganização fiscal surgissem, ela dificilmente faria com que convenções de expansão da dinâmica econômica prevalecessem. Ainda assim, a tese de que a austeridade fiscal estimularia convenções otimistas sobre o ajuste das contas públicas é questionável, uma vez que ao contribuir para a contração da demanda efetiva e, portanto, do PIB, o corte de gastos públicos em cenário de recessão econômica levaria à queda da arrecadação do Governo. Novamente, a política fiscal adotada foi pró-cíclica, o que estimulou convenções negativas sobre o desajuste fiscal e a capacidade do governo federal de promover a superação da recessão que se aprofundava ao longo de 2015.

Desta forma, dado o grau de rigidez orçamentária do Brasil, o ajuste fiscal deveria ter sido proposto com ampliação emergencial das desvinculações de receitas para, em parte, compor o resultado primário, mesmo diante da maior demanda por seguridade social com o aumento do desemprego em 2015 e 2016, e, em parte, suplementar o crédito em investimento público. Com efeito, o espaço político para que o Congresso Nacional apoiasse tais medidas era pequeno, mas sequer propostas neste sentido vieram dos debates parlamentares, sem constituir convenções de alternativas que não a nociva austeridade.<sup>19</sup>

No que toca ao ajuste estrutural via NRF, aprovado em dezembro de 2016, a convenção firmada desde então é a de que o governo não mais realizará investimentos públicos. Em nosso ponto de vista, um novo regime fiscal, de fato, deveria ter olhando para ambos os lados de qualquer política fiscal: a arrecadação e o gasto de recursos públicos. Todavia, este se ateve a limitar dispêndios primários, sem qualquer racionalidade que não a de diminuir o tamanho do Estado na economia e ser completamente desvinculado do comportamento das receitas públicas ou do PIB, dada a correção dos gastos somente pela inflação. Tendo começado o NRF pelo teto, limitando as despesas globais e sem qualquer aprovação de medidas subsequentes que viabilizassem o cumprimento da regra, restou ao

---

<sup>19</sup> Havendo espaço político, a necessária correção de desequilíbrios fiscais deveria ser feita também por meio de aumento da arrecadação do Governo em contexto de desaceleração ou recessão, visando não deteriorar ainda mais a deficiência de demanda, via tributação dos mais abastados. Porém, propostas como a tributação de lucros e dividendos – que, segundo (GOBETTI e ORAIR, 2016), constituiria reforço importante para o ajuste fiscal – imposto sobre herança e regulamentação de imposto sobre grandes fortunas, entre outras, não foram consideradas.

Governo de imediato, e não gradualmente, comprimir os investimentos públicos, despesa discricionária usada como válvula de escape para cumprir-se a regra do teto.

O NRF foi um desperdício de oportunidade, pois, além de não se preocupar com a tributação, perdeu a chance de criar no País um orçamento que utilizasse efetivamente os investimentos públicos como estabilizadores do ciclo econômico, com administração contracíclica e sem qualquer necessidade de incursão em déficits fiscais para tanto. Se o processo de ajuste fiscal tivesse sido amplamente discutido com a opinião pública e se houvesse o comprometimento do Estado, e não meramente do governo federal, com o equilíbrio do setor público, convenções positivas poderiam surgir, contribuindo, assim, para a formação de expectativas favoráveis à tomada de decisões de investimentos privados.

Ao invés de apostar em uma contração fiscal expansionista, a lógica de Keynes (1980) pediria uma responsabilidade fiscal expansionista através da reestruturação de um regime fiscal com orçamento corrente mais enxuto, menos rígido e com metas de superávit primário que têm como finalidade financiar investimentos. De fato, o debate sobre uma consolidação fiscal no Brasil é estrutural, não tanto no sentido de que o Estado é grande demais, mas na lógica de que os gastos públicos são pouco promotores de convenções pró-investimento. Poderíamos ter dado uma guinada nesta direção, mas, infelizmente, com o NRF desperdiçamos a chance.

## **Conclusão**

Convenções são crenças compartilhadas que, embora tão subjetivas quanto as próprias expectativas, têm como base elas mesmas. A ação da política econômica em muito depende do seu sucesso em construir (ou não atrapalhar) convenções dos agentes econômicos e as manter no tempo. Neste sentido, as análises da política econômica adotada entre 2011 e 2013 e no período pós-2015 mostram a relevância de se administrarem as convenções dos agentes econômicos, seja para não transformar uma política inicialmente bem-sucedida em desastre, como a redução dos juros básicos entre 2011 e 2013, seja para não desperdiçar a oportunidade de se criar um orçamento público efetivamente ancoradouro e complementar aos investimentos privados, ao contrário do que foi o ajuste fiscal conjuntural de 2015 e 2016 e o estrutural, via NRF, pós-dezembro de 2016.

A convenção pós-NRF é a de que não mais haverá investimento público para balizar os investimentos privados – como mencionado anteriormente, isso não está relacionado à desoneração fiscal, aos subsídios ou às barreiras comerciais, que só geram privilégios e distorções e não fazem parte da prescrição de Keynes. O Brasil tem escassa infraestrutura sobre a qual a estrutura privada pode se erigir. Portanto, com o NRF não há espaço para o setor público dinamizá-la e dificilmente a taxa interna de retorno desses investimentos animará suas realizações privadas.

Para concluir, uma reflexão final a partir da “convecção” do NRF: qual país avançado e similar ao Brasil construiu nível razoável de renda *per capita* na ausência de infraestrutura? Sendo esse um dos principais problemas do Brasil, no período pós-NRF há uma boa chance dele continuar.

## Referências bibliográficas

- Arestis, P.; Terra, F.H.B.; Ferrari Filho, F. 2018. Keynesian Macroeconomic Policy: theoretical analysis and empirical evidence. *Panoeconomicus*, 65 (1), 1-20.
- Banco Central do Brasil (BCB). 2018. *Séries Temporais*. Brasília: Banco Central do Brasil. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/n/SERIESTEMPORAIS>, acesso em 16 de abril.
- Carvalho, F.J.C. 2014. Expectativas, Incerteza e Convenções. In: Monteiro Filha, D.C.; Prado, L.C.D.; Lastres, H.M.M. (Orgs.). *Estratégias de Desenvolvimento, Política Industrial e Inovação: ensaios em memória de Fabio Erber*. Rio de Janeiro: Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social, 235-262.
- Ferrari-Filho, F.; Conceição, O.A.C. 2005. The Concept of Uncertainty in Post Keynesian Theory and in Institutional Economics. *Journal of Economic Issues*, 39(3), 579-594.
- Gobetti, S.W.; Orair, R.O. 2016. Progressividade Tributária: a agenda negligenciada. *IPEA, Texto para Discussão, n.2190*, abril.
- Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). 2018. *Séries Históricas e Estatísticas*. Rio de Janeiro: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. <https://www.ibge.gov.br/estatisticas-novportal/economicas/>, acesso em 16 de abril.
- IPEADATA. 2018. *Séries Históricas*. Brasília: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. <http://www.ipeadata.gov.br>, acesso em 16 de abril.
- Keynes, John M. 1921. *Treatise on Probability*. Londres: MacMillan.
- \_\_\_\_\_. 1964. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. HBS: Nova York.
- \_\_\_\_\_. 1971. *A Treatise on Money: the applied theory of money (The Collected Writings of John Maynard Keynes, volume VI)*. Londres: MacMillan/Royal Economic Society.
- \_\_\_\_\_. 1973. *The General theory and After: defence and development (The Collected Writings of John Maynard Keynes, volume XIV)*. Londres: McMillan/Royal Economic Society.
- \_\_\_\_\_. 1980. *Activities 1940-1946: Shaping the Post-War world – employment and commodities (The Collected Writings of John Maynard Keynes, volume XXVII)*. Londres: McMillan/Royal Economic Society.
- \_\_\_\_\_. 1982. *The Monetary Policy of the Labour Party (The Collected Writings of John Maynard Keynes, volume XXI)*. Londres: McMillan/Royal Economic Society.
- Loural, M.S. 2016. *Investimentos Industriais no Brasil: uma análise setorial do período 1999-2013*. Tese de doutorado/IE-Unicamp.
- Resende, M.F.; Terra, F.H.B. 2017. Economic and Social Policies Inconsistency, Conventions and Crisis in The Brazilian Economy, 2011-2016. In: Arestis, P.; Prates, D.M.; Baltar, C.T. (Eds.). *The Brazilian Economy since the Great Financial Crisis of 2007/08*. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 245-272.
- Secretaria de Política Econômica (SPE). 2018. *Resultado Primário Estrutural: Boletim*. Brasília: Ministério da Fazenda/Secretaria de Política econômica.
- Tesouro Nacional (TN). 2018. *Estatísticas Fiscais*. Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional.



# RECESSÃO E CRISE: O QUE LEVOU À DESACELERAÇÃO DO INVESTIMENTO NO BRASIL NOS ANOS 2010?

Rafael Cattan<sup>20</sup>  
Lílian Rolim<sup>21</sup>

**Resumo:** Este trabalho tem como objetivo investigar as causas da queda do investimento privado no Brasil entre 2011 e 2015. Com base no referencial teórico pós-keynesiano, estima-se uma função de investimento privado para o período entre 1996 e 2015 através do modelo de vetor autoregressivo estrutural (SVAR). A partir das elasticidades encontradas, calcula-se a contribuição de cada variável explicativa à queda do investimento neste período. As evidências sugerem que a redução no investimento público foi responsável pela maior parte do declínio no nível de investimentos neste período, seguido pela redução da utilização da capacidade instalada. Além disso, o próprio movimento cíclico do investimento contribuiu à compreensão de sua queda, dada sua forte dependência temporal.

**Palavras-chave:** Investimento, Recessão; Economia Pós-Keynesiana.

**Abstract:** This paper's aim is to investigate the causes of private investment downturn in Brazil between 2011 and 2015. Based on the post-Keynesian theoretical foundations, we estimate a private investment function through a SVAR model. From the estimated elasticities, the impact of each variable on the reduction of investment in this period is calculated. The evidence suggests that the reduction of public investment was the main driver of the private investment drop during this period, followed by the reduction in capacity utilization. Moreover, the cyclical dynamics of private investment aids the understanding of its reduction, given its expressive dependence on its own previous values.

**Keywords:** Investment; Recession; Post Keynesian Economics.

## 1. Introdução: Investimento e PIB no ciclo recessivo

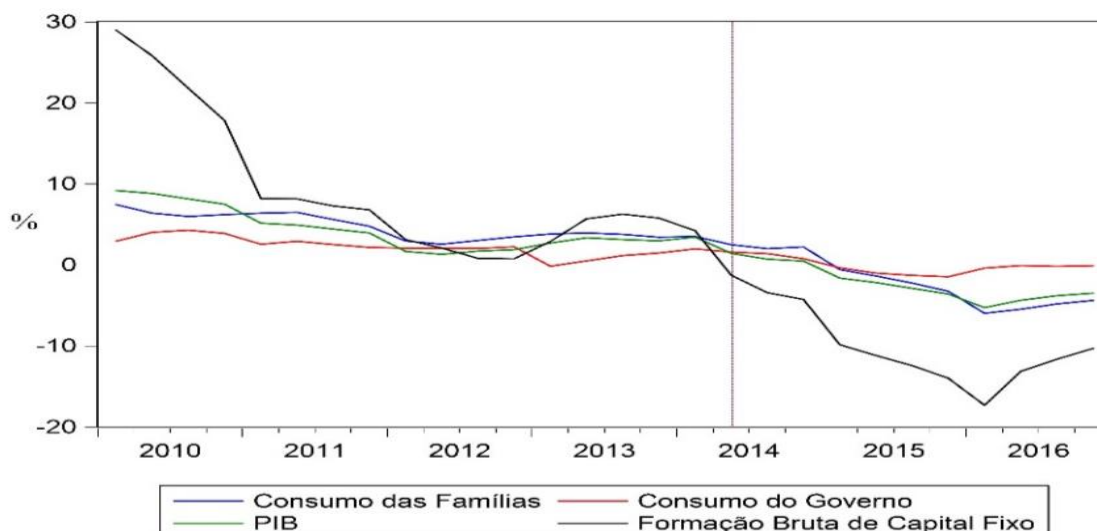
Entre 2011 e 2016, o Brasil vivenciou um período de desaceleração do crescimento que culminou numa das mais graves recessões econômicas vivenciadas no país. Dentre os componentes da demanda agregada, o investimento (formação bruta de capital fixo, FBKF) apresentou uma queda relativa de aproximadamente 20% entre o último trimestre de 2010 e o último trimestre de 2016, o decréscimo mais significativo dentre as variáveis de gasto. No biênio recessivo (2015-2016), esta tendência foi ainda mais acentuada: se o PIB caiu aproximadamente 8% entre o final de 2014 e o final de 2016, o investimento apresentou queda real de cerca de 23% no mesmo período (Gráfico 1).

---

<sup>20</sup> Doutorando em Ciência Econômica na Unicamp, e-mail: rsocattan@gmail.com

<sup>21</sup> Doutoranda em Ciência Econômica na Unicamp, e-mail: lilian.rolim@gmail.com

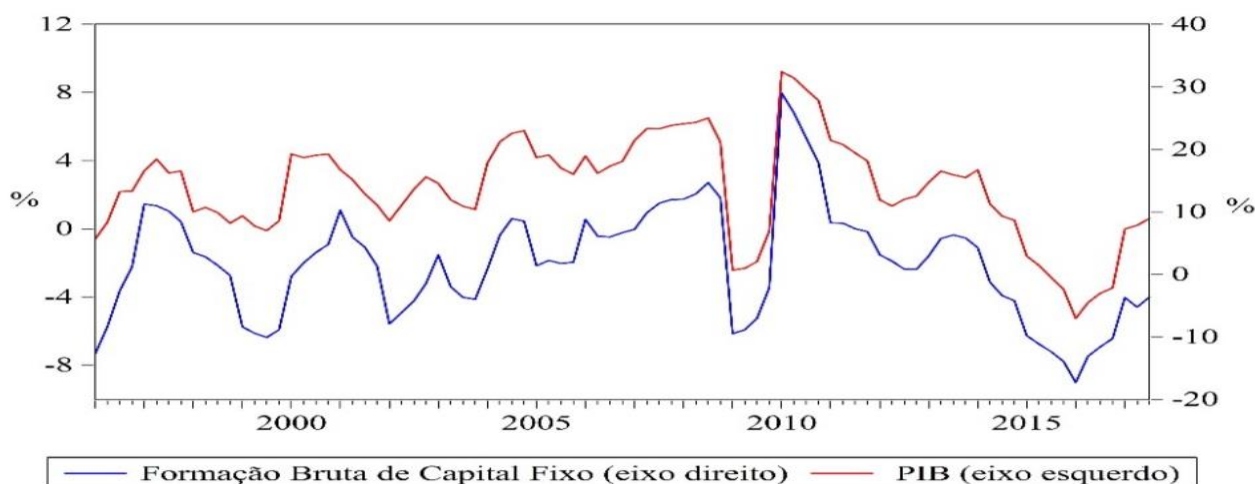
Gráfico 1 – Taxa de crescimento de variáveis selecionadas, 2010-2016 (trimestral, em taxa acumulada ao longo do ano em relação ao mesmo período do ano anterior)



Fonte: IBGE. Elaboração própria.

Percebe-se que, ao mesmo tempo em que o investimento apresentou as taxas de crescimento mais elevadas até o primeiro trimestre de 2012, foi também a variável que registrou as reduções mais expressivas nessa taxa de crescimento no momento da reversão cíclica observado a partir de 2011. Além disso, a forte correlação observada entre a dinâmica do investimento e do PIB desde 1996 (Gráfico 2) sugere que a queda nos níveis de investimento a partir de 2011 exerceu impacto deletério sobre o crescimento do produto, indicando que este seria um dos principais fatores explicativos da desaceleração após 2011 e da recessão ocorrida entre 2015 e 2016.

Gráfico 2 – Taxa de crescimento PIB e FBKF, 1996-2016 (trimestral, taxa acumulada ao longo do ano em relação ao mesmo período do ano anterior)



Fonte: IBGE. Elaboração própria.

Isto posto, o que pode explicar a queda abrupta do investimento entre 2011 e 2016 no Brasil? Para responder a esta questão, este trabalho estima uma função de investimento inspirada na teoria pós-keynesiana. O trabalho divide-se em outras quatro sessões. Na primeira seção busca-se compreender os determinantes do investimento segundo a teoria econômica pós-keynesiana (Seção 2). Em seguida, a partir da metodologia indicada (Seção 3) estima-se uma função investimento para o Brasil e, a partir dos parâmetros estimados, calcula-se a contribuição de cada uma das variáveis à queda do investimento (Seção 4). Conclusões são tecidas ao final do texto (Seção 5).

## 2. Uma interpretação pós-keynesiana

Como indicado por Dos Santos et al. (2015), a importância do investimento na teoria econômica parece ser diretamente proporcional à diversidade de interpretações a respeito de sua determinação. Neste trabalho, nos baseamos na teoria pós-keynesiana do investimento. Em contraste com a teoria neoclássica, essa teoria compreende o investimento não apenas como importante à acumulação de estoques de capital - cujos efeitos de longo-prazo são enfatizados pela teoria neoclássica - mas também como fundamental à manutenção do nível de emprego e renda no curto prazo (Fazzari, 1992). Além da importância do investimento no ciclo econômico, outra característica fundamental da teoria pós-keynesiana do investimento é sua independência *vis-à-vis* as decisões de poupar dos agentes. Seguindo-se o princípio da demanda efetiva, como exposto em Keynes (1936) e Kalecki (1954), os gastos com investimento são autônomos com relação à renda e, portanto, não dependem de poupança prévia. Seu financiamento, assim, é dado primordialmente por crédito bancário ou riqueza previamente acumulada, invertendo-se a ordem de causalidade neoclássica. Sob este princípio, o investimento determina o nível de renda (e, portanto, de poupança) da economia a partir do efeito multiplicador.

Dentre as formalizações que partem do princípio da demanda efetiva, está a equação do investimento de Bhaduri e Marglin (1990), que enfatiza dois determinantes básicos do investimento: a) a distribuição funcional da renda (captada pela parcela dos lucros na renda); b) a utilização da capacidade produtiva. Segundo os autores, a importância da distribuição funcional da renda se dá porque aumentos na parcela dos lucros podem indicar menores custos trabalhistas e, assim, aumentos na rentabilidade do investimento, o que estimularia este gasto. Em contrapartida, as reduções da parcela dos salários que seguem um aumento da parcela dos lucros na renda podem levar a reduções no consumo agregado, impactando negativamente o investimento por intermédio de seu efeito na utilização da capacidade. Desse modo, sob esta perspectiva, a taxa de investimento (regime de

acumulação) pode ser liderada pela lucros ou pelos salários.<sup>22</sup> Em relação à utilização da capacidade, assume-se que esta capta aumentos na demanda agregada, que estimulam o investimento. Desta forma, a equação de investimento ( $I$ ) proposta pelos autores pode ser descrita da seguinte forma:

$$I = f(u, \pi) \quad (1)$$

na qual  $u$  é a utilização da capacidade e  $\pi$  é a parcela dos lucros na renda, sendo positivas as derivadas do investimento com relação a ambas as variáveis.

Além da importância da distribuição da renda e da utilização da capacidade para a dinâmica do investimento, autores pós-keynesianos também elencam outros determinantes desse componente fundamental da demanda efetiva. Nesse sentido, alguns autores colocam ênfase especial na importância da taxa de juros para a dinâmica do investimento no Brasil (Amado e Mollo, 2015, Sicsú, 2015), o que tem aderência à teoria do investimento proposta na *Teoria Geral* de Keynes (1936). O argumento, neste caso, é de que mudanças nesta variável afetam as decisões de alocação de portfólio dos agentes, influenciando a demanda por bens de capital e, assim, o nível de investimento.

Ademais, alguns autores enfatizam a importância do investimento público enquanto um gasto autônomo que estimula o investimento privado. Isso se dá porque o investimento público pode criar um ambiente mais seguro que estimula o investimento privado, além de poder compensar as flutuações de demanda agregada (Paula, Modenesi e Pires, 2015). De fato, Serrano e Summa (2012) indicam a importância do investimento público no período de crescimento econômico brasileiro durante os anos 2000. Além disso, Mello e Rossi (2017) sugerem que o corte no investimento público desde 2011 comprometeu o potencial expansionista da política fiscal no Brasil, intensificando o processo de desaceleração da economia a partir de 2013.

Assim, a análise segundo a teoria pós-Keynesiana indica que, a partir de 2010 a queda na utilização da capacidade, as variações da parcela dos lucros, a redução do investimento público e as variações positivas da taxa real de juros são potencialmente relevantes para explicar a desaceleração observada do investimento privado. Para verificar a validade desta hipótese, as próximas seções exploram como estas variáveis afetam o investimento no Brasil e de que forma contribuíram para sua desaceleração e redução entre 2011 e 2015.

### 3. Metodologia

As estimativas econométricas deste trabalho se baseiam na teoria pós-Keynesiana resumida na seção anterior, incluindo as variáveis-chave de determinação do investimento segundo essa

---

<sup>22</sup> Em suma, a taxa de investimento será liderada pelos salários caso o aumento da parcela dos salários estimule a utilização da capacidade o suficiente para compensar o efeito negativo de uma menor parcela dos lucros sobre o investimento. Caso isto não ocorra, a taxa de investimento será liderada pelos lucros.

perspectiva teórica. As variáveis selecionadas, cobrindo o período do primeiro trimestre de 1996 ao último trimestre de 2015 (80 observações),<sup>23</sup> estão descritas na Tabela 1.<sup>24</sup>

Tabela 1 – Base de dados

Variável	Descrição	Deflator	Fonte	Observações
FBKF_apu	Investimento público	Deflator implícito da FBKF	Orair (2016)	Desconta-se o investimento público
FBKF_priv	Investimento privado	Deflator implícito da FBKF	IBGE	
U	Utilização da capacidade		IPEADATA	
Ws	Parcela dos salários no valor agregado		Pesquisa Mensal do Emprego e Contas Nacionais (IBGE)	Interpolação de Denton (1971)
TJLP_acum	Taxa de juros de longo prazo	IPCA (IBGE)	IPEADATA	Acumulada nos últimos quatro trimestres

Fonte: Elaboração própria

Algumas observações cabem em relação à escolha destas séries. Em primeiro lugar, este trabalho desagrega a formação bruta de capital fixo (doravante investimento) entre a parcela referente ao investimento público<sup>25</sup> e investimento privado. Assume-se, portanto, que a determinação destes gastos tem motivações distintas e, portanto, que seus tratamentos devem ser diferenciados. Em segundo lugar, a desagregação do investimento público permite a utilização desse gasto como variável explicativa do investimento privado, fato que se mostra importante à compreensão da dinâmica econômica, conforme apontado pela literatura aplicada tanto a países desenvolvidos (Abiad et al., 2015) quanto ao Brasil (Pires, 2014). Ademais, cabe notar que medidas de oferta de crédito, apesar de presentes na literatura (ver Dos Santos et al., 2015), não foram consideradas. A justificativa para tal reside na ideia de que é a demanda por crédito, por exemplo, associada ao investimento, que determina a oferta de crédito sob o prisma da moeda endógena (Lavoie, 2014, cap. 4).

Em relação ao método empregado, utiliza-se o modelo de vetor autoregressivo estrutural (SVAR). Esse modelo apresenta a vantagem de tratar as variáveis como endógenas, eliminando possíveis vieses de endogeneidade, bem como de basear a decomposição estrutural na teoria econômica, evitando a utilização de pressupostos *ad hoc*<sup>26</sup> (Enders, 2015).

Os testes de raiz unitária das variáveis incluídas no modelo indicam que o logaritmo da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) e o logaritmo da parcela dos salários são séries estacionárias e as

<sup>23</sup> O período foi definido de acordo com a disponibilidade de dados.

<sup>24</sup> As variáveis foram deflacionadas, dessazonalizadas via ARIMA-X12 e estão em logaritmo natural.

<sup>25</sup> Inclui todas as esferas de governo, além das empresas públicas federais.

<sup>26</sup> Assumimos que o investimento público não responde contemporaneamente a nenhuma das variáveis; que o investimento privado responde contemporaneamente apenas ao investimento público; que a utilização da capacidade responde contemporaneamente a todas as variáveis e que a parcela dos salários responde contemporaneamente ao investimento público e ao investimento privado (devido a limitações matemáticas, não foi possível incluir uma resposta contemporânea da parcela dos salários à utilização da capacidade).

demais séries apresentam uma raiz unitária.<sup>27</sup> Assim, os logaritmos do investimento privado, do investimento público e da utilização da capacidade são tomados em primeira diferença para serem incluídos no modelo SVAR.

Para evitar a inclusão de muitas variáveis endógenas no modelo, a TJLP real foi incluída como variável exógena (com três defasagens). Em relação às demais variáveis, o modelo inclui quatro defasagens de modo a garantir ausência de autocorrelação residual e sua estabilidade.

A partir da função impulso resposta acumulada em 12 períodos e, no caso da TJLP, da soma dos coeficientes estimados, são calculadas as elasticidades do investimento privado em relação a cada uma das variáveis do modelo. A partir dessas elasticidades, calcula-se o efeito total da soma das variações trimestrais de cada variável entre o primeiro trimestre de 2011 e o último trimestre de 2015 sobre o investimento, conforme descrito na Equação 2:

$$\Sigma \Delta FBKFpriv_x = e_{FBKF,x} * \Sigma \Delta x \quad (2)$$

na qual,  $\Sigma \Delta FBKFpriv_x$  é a soma esperada das variações trimestrais do investimento privado dadas as variações na variável  $x$ ,  $e_{FBKF,x}$  é a elasticidade do investimento privado com relação à variável  $x$  e  $\Sigma \Delta x$  é a soma das variações trimestrais da variável  $x$ .

## 4. Resultados

A partir da metodologia apresentada, esta seção descreve os resultados do modelo estimado e analisa a contribuição de cada variável explicativa à dinâmica do investimento no período de desaceleração e recessão.

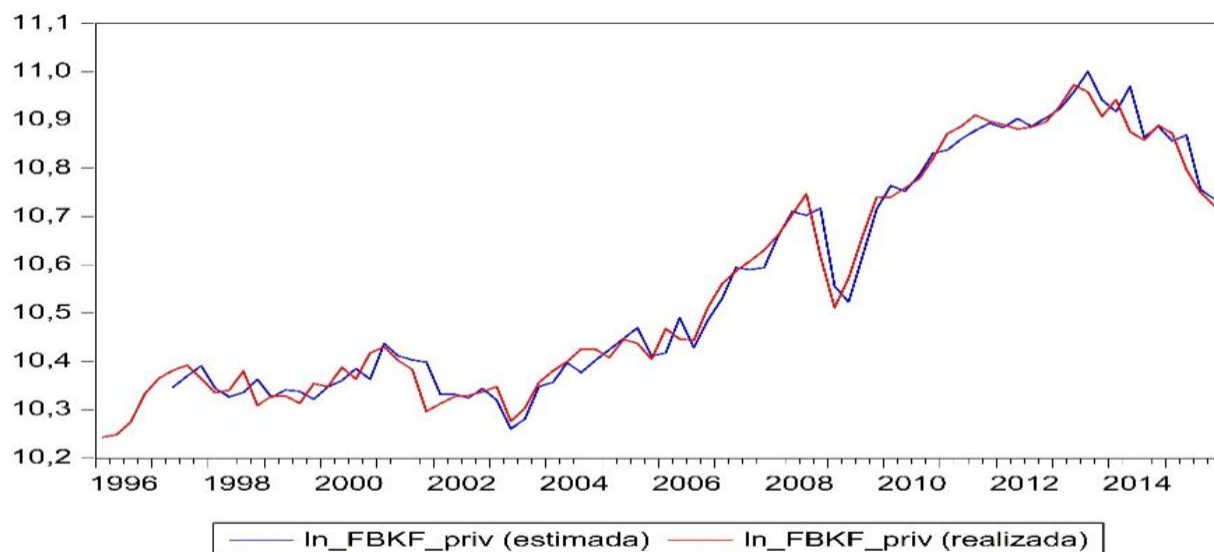
### 4.1. Ajuste do modelo

O modelo estimado conforme descrito na seção metodológica parece descrever de modo adequado a dinâmica do investimento privado. De fato, a Figura 3 indica que a série prevista pelo modelo segue a dinâmica da série realizada do investimento privado.

---

<sup>27</sup> Por limitações de espaço, os testes foram omitidos.

Gráfico 3 – Ajuste do modelo, 1996-2014 (trimestral)



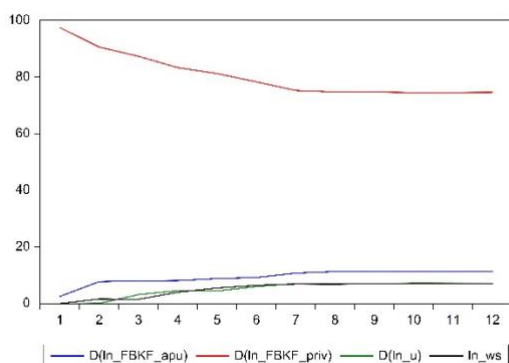
Fonte: IBGE e autores. Elaboração própria.

#### 4.2. Decomposição da variância e função impulso-resposta acumulada

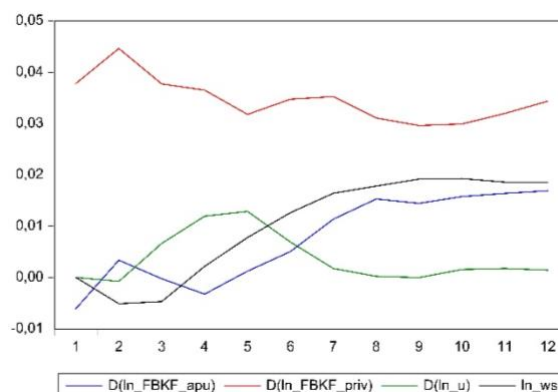
A decomposição da variância do investimento privado (Figura 4a) indica que, apesar de uma alta participação do investimento público (11,34% após 12 períodos), uma grande parte da variância do investimento privado decorre da sua própria dinâmica (74,63% após 12 períodos). Isso indica que há, na dinâmica do investimento, um forte componente cíclico, conforme sugerido por Kalecki (1954). De fato, observou-se um crescimento acelerado do investimento privado no ciclo de crescimento entre 2006 e 2011, quando o mesmo cresceu, em média, 2,2% por trimestre, o que pode ter influenciado negativamente seus valores futuros. Quanto às demais variáveis endógenas, elas explicam uma parcela pequena, mas relevante, da variância do investimento privado: 7,13% para a utilização da capacidade e 6,90% para a parcela dos salários (após 12 períodos).

Figura 1 – SVAR para o investimento privado

##### a. Decomposição da variância



##### b. Função impulso-resposta acumulada



Fonte: Elaboração própria.

As respostas acumuladas do investimento a choques em cada variável endógena são descritas pelas funções de impulso-resposta acumuladas, conforme Figura 4b, na qual os parâmetros representam elasticidades. Os resultados indicam que o investimento privado responde positivamente ao investimento público e à utilização da capacidade, conforme esperado. A resposta da variável também é positiva a variações na parcela dos salários, indicando um regime de acumulação liderado pelos salários. Como a taxa de juros foi incluída como variável exógena, não é possível incluí-la na Figura 4b, mas a resposta acumulada do investimento privado à taxa de juros indica uma elasticidade positiva, mas baixa (0,01).

#### 4.3. Contribuição para a desaceleração e crise

A partir dos parâmetros da Figura 4b, é possível calcular a elasticidade do investimento privado a alterações percentuais de cada uma das variáveis do modelo, como detalhado na metodologia. Dada a soma das variações percentuais de cada variável ao longo do período entre o primeiro trimestre de 2011 e o quarto trimestre de 2015, tem-se a soma da variação esperada do investimento, conforme apresentado na Tabela 2.

Tabela 2 –Elasticidades e variações, 2011-2015 (trimestral)

	Elasticidade	$\Sigma \Delta x$	$\Sigma \Delta FBKF_{priv_x}$
FBKF_apu	0,18	-52,74%	-9,76%
u	0,16	-11,42%	-1,82%
ws	0,95	0,52%	0,50%
TJLP_acum	0,01	9,46%	0,14%
$\Sigma \Delta FBKF_{priv_x}$ estimada			-10,94%
$\Sigma \Delta FBKF_{priv_x}$ observada			-8,60%

Fonte: Elaboração própria.

Dentre as variáveis incluídas no modelo, a forte redução no investimento público foi a variável que causou a maior redução do investimento privado, explicando boa parte de sua variação. A queda da utilização da capacidade, que capta o recuo na demanda agregada, foi a segunda variável com maior efeito negativo sobre o investimento. As demais variáveis apresentaram um efeito positivo, mas bastante reduzido, sobre a dinâmica do investimento. Dadas as variações observadas em cada variável, o modelo indica uma redução do investimento privado na ordem de 10,94% entre o primeiro trimestre de 2011 e o quarto trimestre de 2015. Visto que a redução observada no período foi de 8,6%, o modelo estima uma redução mais forte do que a efetivamente observada, o que pode ser explicado pelo efeito de outras variáveis explicativas do investimento privado que não estão incluídas no modelo, bem como pelo intervalo de confiança da estimativa.



## Conclusão

A economia brasileira passou por um forte processo de desaceleração e recessão entre 2011 e 2016. Dada a centralidade do investimento na determinação da dinâmica do produto, torna-se pertinente a avaliação dos determinantes deste componente de demanda agregada. O modelo estimado para o investimento privado indica que a queda do investimento público, determinada em larga medida por mudanças de ordem fiscal, e a queda da utilização da capacidade instalada foram as variáveis mais importantes para explicar a variação do investimento no período. Além disso, evidenciou-se um forte componente cíclico na desaceleração do investimento, oriundo da combinação da reversão de um ciclo de forte crescimento com a persistência observada no processo gerador da série temporal. Conclui-se, portanto, que a desaceleração do investimento no período analisado se deve, principalmente, a sua intensa resposta às variáveis de demanda, bem como a seu forte padrão cíclico.

## Referências bibliográficas

- Abiad, Abdul, Davide Furceri, e Petia Topalova. 2015. The macroeconomic effects of public investment: Evidence from advanced economies. *International Monetary Fund Working Paper* 15/95.
- Amado, Adriana Moreira, e Maria de Lourdes Rollemberg Mollo. 2015. The ‘developmentalism’ debate in Brazil: Some economic and political issues. *Review of Keynesian Economics* 3(1): 77-89.
- Bhaduri, Amit, e Stephen Marglin. 1990. Unemployment and the real wage: The economic basis for contesting political ideologies. *Cambridge Journal of Economics* 14(1): 375-393.
- Denton, Frank T. 1971. Adjustment of monthly or quarterly series to annual totals: An approach based on quadratic minimization. *Journal of the American Statistical Association* 66(333): 99-102.
- Dos Santos, Claudio Hamilton., et al. 2015. Revisitando a dinâmica trimestral do investimento no Brasil: 1996-2012. *Texto para discussão IE-UFRJ* 5.
- Enders, Walter. 2015. *Applied econometric time series*. 4ª ed. Hoboken, NJ: John Wiley.
- Fazzari, Steven. 1992. Keynesian theories of investment and finance: Neo, post, and new. In *Financial Condition and Macroeconomic Performance: Essays in Honour of Hyman P. Minsky*, ed. D. B. Papadimitriou e S. M. Fazzari, 121-132. New York: ME Sharpe, Inc. Armond.
- Kalecki, Michal. 1954. *Teoria da dinâmica capitalista*. São Paulo: Ed. Nova Cultural, Coleção Os Economistas.
- Keynes, John Maynard. [1936] 1973. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. New York: Harcourt, Inc.
- Lavoie, Marc. 2014. *Post-Keynesian economics: New foundations*. Cheltenham: Edward Elgar.
- Mello, Guilherme, e Pedro Rossi. 2017. Do industrialismo à austeridade: A política macro dos governos Dilma. *Texto para discussão IE/Unicamp* 309.
- Orair, Rodrigo Octávio. 2015. Notas sobre a trajetória do investimento público no Brasil. In *Dinâmica Macrossetorial Brasileira*. Brasília, ed. G. C. Squeff, 115-130. Brasília: IPEA.
- Paula, Luiz Fernando de, André de Melo Modenesi, e Manoel Carlos C. Pires. 2015. The tale of the contagion of two crises and policy responses in Brazil: A case of (Keynesian) policy coordination? *Journal of Post Keynesian Economics* 37(3): 408-435.
- Pires, Manoel Carlos de Castro. 2014. Política fiscal e ciclos econômicos no Brasil. *Economia Aplicada* 18(1): 69-90.
- Serrano, Franklin, e Ricardo Summa. 2012. Macroeconomic policy, growth and income distribution in the Brazilian economy in the 2000s. *Investigación económica* 71(282): 55-92.

Sicsú, João. 2005. Blindando a economia brasileira: Existe alternativa aos programas do FMI? In *Novo-desenvolvimentismo: um projeto nacional de crescimento com equidade social*, ed. J. Sicsú, L. F. de Paula e R Michel, 97-116. São Paulo: Editora Manole.

## Parte 2 - O Brasil durante a crise

# CRÉDITO HABITACIONAL: O CICLO RECENTE TERIA SIDO POSSÍVEL SEM O SISTEMA PÚBLICO DE FINANCIAMENTO?

Ana Rosa Ribeiro de Mendonça<sup>28</sup>

Simone Silva de Deos<sup>29</sup>

Brunno Henrique Sabin<sup>30</sup>

Marília Ceci Cubero<sup>31</sup>

**Resumo:** O ponto de partida deste trabalho é a centralidade do crédito e do arcabouço institucional em torno dele para o financiamento de decisões de gasto fundamentais para a determinação do emprego e da renda. Tal centralidade ganha contornos especiais na economia brasileira, em que, a despeito da presença de um sistema financeiro privado amplo e sofisticado, dominado por grandes instituições bancárias, parcela de segmentos econômicos e mercados, notadamente, mas não unicamente, os demandantes de recursos de longo prazo, têm sido atendidos, majoritariamente, pelo sistema público de financiamento. Esse se caracteriza pela presença de grandes bancos – universais e de desenvolvimento – e são fortemente amparados em mecanismos de direcionamento de crédito, sobretudo em fundos de poupança compulsória. O objetivo aqui colocado é apresentar o protagonismo assumido pela Caixa e o papel do FGTS no movimento recente do crédito habitacional, sua intensificação e desaceleração. Acredita-se que na ausência desta institucionalidade, tal crescimento não teria sido possível.

**Palavras-chave:** Crédito Habitacional; Bancos Públicos; Sistema Público de Financiamento.

**Abstract:** The starting point of this paper is the centrality of credit and its institutional framework for financing spending decisions which are key to employment and income creation. This centrality reaches special outlines in the Brazilian Economy. Even counting on a large and sophisticated private financial system, dominated by large banking institutions, a part of economic segments and markets is not attended. They are served, mostly, by the public financing system, which is formed by large banks, which are strongly supported by mechanisms of earmarked credit, especially formed by compulsory savings funds. The purpose of this paper is to present the role played by Caixa and FGTS in the recent housing credit cycle, its intensification and deceleration.

**Keywords:** Mortgages; State-Owned Banks; Public Financing System.

## 1. Crédito imobiliário e habitacional no Brasil: institucionalidade e movimento recente

O ponto de partida do presente trabalho é a centralidade do crédito e do arcabouço institucional em torno dele para o financiamento de decisões de gasto fundamentais para a determinação do emprego e da renda. Tal centralidade ganha contornos especiais na economia brasileira em que, a despeito da presença de um sistema financeiro privado amplo e sofisticado, dominado por grandes instituições bancárias, parcela de segmentos econômicos e mercados,

---

<sup>28</sup> Professora do Instituto de Economia da Unicamp, e-mail: anarosa.r.mendonca@gmail.com.

<sup>29</sup> Professora do Instituto de Economia da Unicamp, e-mail: simonededeosd@gmail.com.

<sup>30</sup> Doutorando em Teoria Econômica do Instituto de Economia da Unicamp, e-mail: bk.brunno@gmail.com.

<sup>31</sup> Mestranda em Desenvolvimento Econômico do Instituto de Economia da Unicamp, e-mail: mariliaceci@gmail.com.

notadamente, mas não unicamente, os demandantes de recursos de longo prazo, têm sido atendidos, majoritariamente, pelo sistema público de financiamento. Esse se caracteriza pela presença de grandes bancos, universais e de desenvolvimento, que são fortemente amparados em mecanismos de direcionamento de crédito, sobretudo em grandes fundos fiscais e parafiscais de poupança compulsória.<sup>32</sup>Esse sistema público de financiamento tem sido, em diferentes contextos e a despeito de problemas e desarranjos, essencial para o financiamento da habitação.<sup>33</sup>Posto isso, o objeto de análise deste artigo é o recente e intenso movimento do crédito habitacional vivenciado pela economia brasileira.<sup>34</sup>Sendo assim, o artigo analisa o papel da atuação da Caixa Econômica Federal (Caixa) e do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) nesse movimento, sua intensificação e desaceleração. A análise apontará a centralidade da atuação da Caixa, com o apoio do FGTS, instituições centrais no sistema público de financiamento no Brasil, no segmento em tela. Acredita-se que na ausência desta institucionalidade, tal crescimento não teria sido possível.

Os primeiros anos da década de 2000 foram marcados por um inédito crescimento do mercado de crédito no Brasil, em termos de intensidade observada, atingindo patamar nunca antes observado: a relação crédito sobre o PIB saltou de 21,8% no início de 2003, para 53,7% em seu auge, no final de 2015, chegando a 47,1 % ao final de 2017, após uma importante reversão do movimento em período marcado pela queda do PIB. O crédito imobiliário, sobretudo habitacional, após décadas de estagnação, voltou a apresentar crescimento contínuo, e muitas vezes intenso, a partir de meados de 2005.

Entre os fatores determinantes de tal crescimento, destacam-se: i) os macroeconômicos, como a consolidação da estabilidade de preços, a queda no patamar da taxa básica de juros e o

---

<sup>32</sup>O sistema de financiamento no Brasil conta com mecanismos de direcionamento de crédito de naturezas bastante distintas, tais como os fundos de poupança compulsória e as exigibilidades sobre depósitos. O financiamento imobiliário, em especial o habitacional, é fortemente pautado por ambos, mas também por poupança compulsória, o FGTS, e exigibilidades, com o direcionamento de recursos captados por meio de cadernetas de poupança. (Mendonça e Deos, 2016)

<sup>33</sup>Importante destacar a importância da existência de mecanismos e instrumentos de financiamento de longo prazo para tal tipo de financiamento, dados os valores relativos dos bens e da renda das famílias. Ademais, o setor da construção civil ocupa papel importante na composição do nível de atividades da economia, implicando importantes efeitos sobre emprego e renda.

<sup>34</sup>Cabe aqui uma qualificação de crédito imobiliário e habitacional. Segundo Mora (2011), o primeiro considera todas as operações com bens imóveis, destinados à moradia ou não, enquanto o segundo refere-se unicamente à moradia. Lundberg (2011) destaca que financiamentos habitacionais são operações realizadas com pessoas físicas e cooperativas habitacionais, não contemplando as operações habitacionais realizadas por pessoas jurídicas, que constam como créditos à “indústria”. No entanto, neste artigo, os termos imobiliário ou habitacional foram usados de forma quase indiscriminada, mas seguem a terminologia usada pelas instituições que publicam os dados usados então analisados, Banco Central do Brasil (BCB) e Caixa (Caixa). Vale notar que nos relatórios de administração dessa última, os termos são usados de forma indiscriminada. Em sua grande maioria, os dados disponíveis referem-se a pessoas físicas. Vale notar que, nos dados de crédito apresentados pela IF.data do BCB, que apresentam os dados por pessoa física e jurídica, os empréstimos à habitação para esses últimos representavam, em dezembro de 2017, 2,2%.

crescimento da renda;ii) os institucionais, entre os quais, mudanças na segurança jurídica de contratos, criação de novos instrumentos e mecanismos e, em menor grau, alterações nas regras de direcionamento em momentos específicos; e iii) o formato da política econômica, entendida a política de crédito como uma de suas ferramentas centrais. Este conjunto de fatores afetou, em algum grau, a postura dos bancos e de tomadores de crédito, inclusive as famílias. (Mendonça e Deos, 2016).

Nem mesmo a crise financeira internacional, que atingiu a economia brasileira em meio ao ciclo de crédito, foi capaz de reverter o seu movimento ascendente, apesar de ter levado a mudanças em seus fatores indutores: entre 2003 e 2007, o crescimento foi ditado por operações realizadas por bancos privados e no segmento de crédito com recursos livres, levando à queda da importância relativa dos créditos direcionados. Após a crise, o arrefecimento do ritmo de crescimento do crédito privado foi compensado pelo movimento dos públicos, com forte participação do crédito direcionado, dentro de um movimento mais largo e duradouro do que o internacionalmente observado de atuação anticíclica de bancos públicos, sobretudo de desenvolvimento. Em sua reversão, a partir do final de 2015, observa-se uma queda de ambos, crédito direcionado e livre, fornecido por bancos públicos e privados. No caso dos últimos, observou-se um agravamento da situação de queda já em curso.

## **2. Institucionalidade**

Entre os fatores determinantes do recente crescimento do crédito destacam-se os institucionais. No que concerne ao crédito imobiliário, objeto deste artigo, a institucionalidade e as inovações que ela vivenciou assumiram papel fundamental. O sistema de financiamento imobiliário encontrava-se estruturado sobre dois marcos regulatórios: Sistema Financeiro da Habitação (SFH) e Sistema Financeiro Imobiliário (SFI). O primeiro, composto pelo sistema brasileiro de poupança e empréstimo (SBPE) e pelo FGTS, foi estabelecido no bojo de grandes reformas após o golpe dos anos 1960. As operações estabelecidas no seu âmbito seguem regras claras, tais como limites máximos do valor do imóvel e percentual a ser financiado, assim como de taxas de juros. Assim, dentre suas características centrais encontram-se mecanismos de precificação e de direcionamento. Vale destacar que é no âmbito desse sistema que ocorre parte majoritária do financiamento habitacional no Brasil. O SFI, criado nos anos 1990, caracteriza-se por contratos mais flexíveis, livremente precificados e pactuados entre os agentes envolvidos, notadamente com a presença de instrumentos securitizados. Introduziu a alienação fiduciária, inovação institucional importante, posteriormente incorporada ao SFH e presente na grande maioria dos novos contratos de financiamento imobiliário. Tal instrumento, entre outras

inovações,<sup>35</sup> contribuiu para o aumento da segurança jurídica de emprestadores, ao facilitar a realização dos colaterais (Mendonça e Deos, 2016). Importante notar que, a despeito de seu crescimento e da compreensão fortemente alardeada quando de sua criação, de que possibilitaria a modernização e dinamização do financiamento imobiliário, o colateral ainda não ocupa papel expressivo no financiamento imobiliário. No ciclo recente observou-se, inclusive, um entrelaçamento dos instrumentos operantes nos dois marcos regulatórios, não só com a já citada incorporação da alienação fiduciária aos empréstimos no âmbito do SFH, mas também do uso de instrumentos securitizados para captações de recursos neste (Mendonça e Deos, 2016).

Entre outras mudanças na institucionalidade que contribuíram para o recente movimento destacam-se o tratamento do Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS), a adequação às regras de Basileia II e o FGTS.<sup>36</sup>No que concerne à política habitacional, que ocupou papel relevante na determinação do movimento do crédito habitacional no pós crise, sobretudo no financiamento à população de baixa renda – que concentra a quase totalidade do déficit habitacional<sup>37</sup> –, é relevante destacar a criação do Sistema e do Fundo Nacional de Habitação de Interesse Social (SNHIS e FNHIS) e a importância dos recursos orçamentários e fundos, como o FGTS, como mecanismos centrais de *funding* para tais operações. Ademais, o FGTS passou a prever, em suas peças orçamentárias, além dos recursos para o financiamento, a concessão de descontos para operações de financiamento de tal segmento.

### 3. Movimento recente do financiamento habitacional

O importante crescimento do crédito habitacional vivenciado pela economia brasileira a partir de 2005 resultou de mudanças no arcabouço institucional, de contexto macroeconômico mais propício e de decisões dos *policy makers* acerca da implementação de políticas anticíclicas e de crescimento do emprego e da renda.<sup>38</sup>Esse crescimento se estendeu até o início de 2015,

---

<sup>35</sup> Outras mudanças institucionais foram criadas com o mesmo propósito, garantir segurança jurídica aos contratos, a partir do diagnóstico de que estimulariam o financiamento imobiliário: patrimônio de afetação e novos instrumentos securitizados, como letras e cédulas de crédito imobiliário (LCI e CCI), que alargaram os potenciais instrumentos para a captação de recursos.

<sup>36</sup> As mudanças no tratamento dos esqueletos do FCVS, restringindo no tempo a utilização dos créditos do Fundo Novados para o cumprimento das exigibilidades de financiamento imobiliário, teriam sido fulcrais para a retomada do crescimento de tal modalidade crédito (Martins et al, 2011). Apesar de pouco discutida pela literatura que trata do movimento recente do crédito imobiliário, a introdução das regras de Basileia II possibilitou, dentro do modelo padronizado, a diminuição do nível de capital exigido para financiamento imobiliário – de 50% para 35%.

<sup>37</sup> Em 2007, segundo a Fundação João Pinheiro, 90% do déficit encontrava-se entre as famílias com renda de até três salários mínimos.

<sup>38</sup> Esse crescimento se deu após um forte enxugamento do volume de empréstimos habitacionais sofrido em 2001, quando do processo de transferência de empréstimos não performáticos da carteira da Caixa – resultado, sobretudo, da incorporação da carteira de empréstimos do Banco Nacional da Habitação (BNH) quando de sua extinção, em meados dos anos 1980 – para a Empresa Gestora de Ativos (Emgea), criada para tal propósito. Somente no início de 2005 voltou, em termos nominais, a ocupar o mesmo patamar de 2001.

apesar do arrefecimento das elevadas taxas de crescimento já a partir de 2013. Uma análise mais próxima do movimento possibilita sua compreensão a partir de três etapas, como proposto por Mendonça e Deos (2016).

Em uma primeira fase, o movimento foi impulsionado pelos bancos privados, que emprestaram em ritmo mais intenso do que os públicos, sobretudo entre 2006 e 2008. Este comportamento dos bancos certamente refletiu as alterações na estrutura institucional, sobretudo referentes à segurança jurídica dos contratos, no ambiente macro, assim como as mudanças nas exigibilidades.<sup>39</sup>

A situação se alterou em 2009, inaugurando uma segunda etapa, que se estendeu até o final de 2014. Nela o ritmo de expansão dos financiamentos habitacionais foi intensificado e determinado por bancos públicos, especialmente a Caixa, atuando a partir de recursos direcionados, originados pela captação por meio de depósitos de poupança e do FGTS.<sup>40</sup> Em um primeiro momento, assumiu um claro comportamento anticíclico, postura adotada por uma ampla gama de bancos públicos em diferentes países do planeta. No entanto, uma vez ultrapassado o período de maior gravidade, no Brasil marcado por um quase congelamento da concessão de crédito por bancos privados, as instituições públicas não apenas mantiveram, mas intensificaram o ritmo de concessões de empréstimos em geral, e deram início a uma intensificação de concessões de crédito habitacional, sobretudo, mas não unicamente, no bojo de sua atuação de programas específicos para o setor de habitação, como o Minha Casa Minha Vida (MCMV), como mostra o Gráfico 1 a seguir.

Uma terceira etapa, de reversão do crescimento do crédito habitacional, tomou corpo em 2015.<sup>41</sup> Tal reversão poderia ser vista como uma desaceleração esperada, após o intenso crescimento anterior, mas, dado seu vigor e o contexto então observado, parece ter sido mais amplado que isto. Como evidências, podem-se elencar i) a mudança no contexto macroeconômico, marcado por expressiva queda dos níveis de emprego e renda, variáveis fundamentais quando se consideram os empréstimos às famílias e as condições de demanda e oferta; ii) alterações nas estratégias adotadas pelas instituições financeiras públicas, motores do crescimento anterior, no contexto mais geral de enxugamento do papel de instituições públicas que tem marcado o governo que estranhamente se instalou em meados de 2016. Elucidativo deste novo momento foi que, a partir de 2016, diante do quadro de retração das

---

<sup>39</sup> Ademais, no que concerne ao volume de recursos, é importante notar o crescimento mais intenso dos depósitos de poupança em 2007.

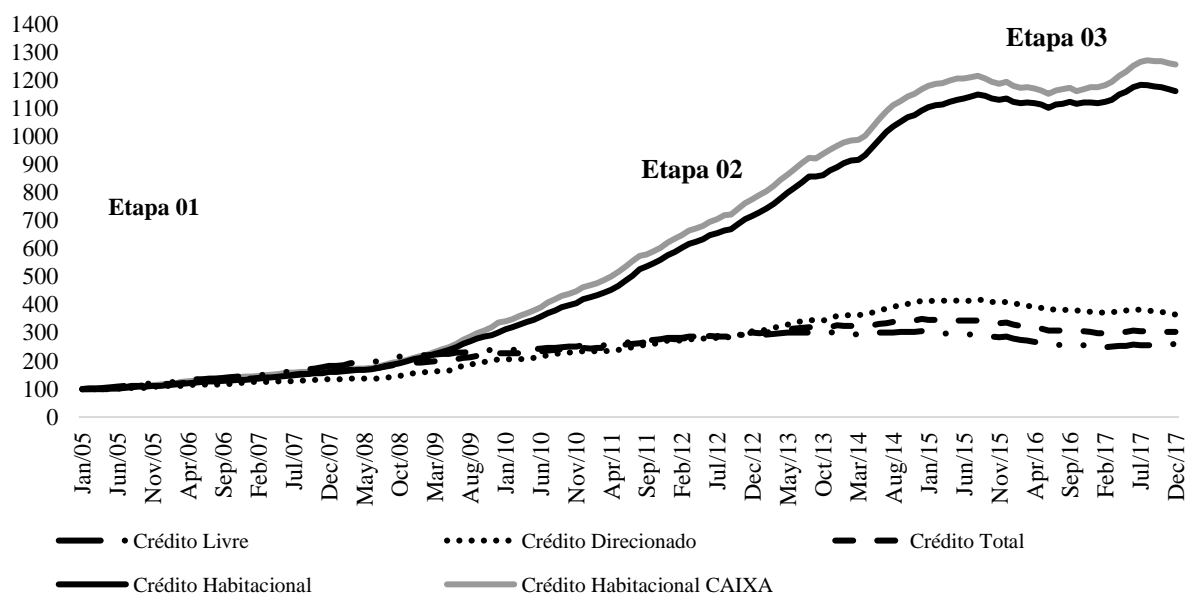
<sup>40</sup> Importante destacar que os bancos privados estão sujeitos às mesmas exigibilidades de direcionamento dos depósitos de poupança para empréstimos imobiliários e enquanto partícipes do sistema financeiro da habitação, têm acesso aos recursos do FGTS.

<sup>41</sup> O movimento de reversão fica mais claro a partir do comportamento das novas concessões do que dos saldos. No caso do crédito habitacional, segmento marcado por empréstimos de prazo mais longo, isto fica mais evidente.



concessões dos bancos privados, os públicos não somente não reagiram, como atuaram no mesmo sentido, contribuindo para uma queda da relação crédito sobre o PIB, e o resultante agravamento das condições adversas vividas pela economia brasileira.

Gráfico 1 – Taxa de crescimento de operações de crédito selecionadas, 2005-2017(mensal, em índice com base 100 em janeiro de 2005)



Fonte: BCB (2018).

#### 4. FGTS

O FGTS foi criado em 1966 e tem como duplo objetivo: i) atuar como seguridade social dos trabalhadores ao formar um pecúlio relativo ao seu tempo de serviço e ii) servir de *funding* para a realização de políticas públicas de habitação, saneamento e infraestrutura. É constituído por contribuições compulsórias, efetuadas por empregadores em contas vinculadas dos trabalhadores, em valores equivalentes a 8% das remunerações que lhes são pagas. Ademais, é regido por normas e diretrizes definidas pelo Conselho Curador e, desde 1986, gerenciado pela Caixa. Desde sua criação, tem sido a principal fonte para implementação de políticas sociais nos setores de habitação popular, saneamento ambiental e infraestrutura urbana. Além dos benefícios diretos proporcionados pela melhora da qualidade de vida da população, esses recursos financeiros geram um impacto importante na economia brasileira proporcionando a geração de emprego e renda.

Ao longo dos anos, o FGTS passou por muitas transformações. Aqui serão destacadas somente as implementadas em 2008, uma vez que contribuiram para o impressionante

crescimento dos recursos injetados na economia por meio, particularmente, do financiamento habitacional.<sup>42</sup>

Em 2008, o Conselho Curador aprovou a aquisição de debêntures, Certificados de Recebíveis Imobiliários (CRI) e cotas de Fundos de Investimento Imobiliário (FII) e Fundos de Investimento Creditórios (FIDC) que tenham como lastro operações em habitação. A medida permitiu que o FGTS passasse a atuar em novas estruturas do mercado financeiro, gerando uma linha de crédito para fomentar o setor da construção civil e do crédito imobiliário. De 2008 a 2016, as Carteiras Administradas permitiram a contratação de R\$ 22,6 bilhões em habitação, saneamento e infraestrutura (FGTS, vários anos).

Já a trajetória de expansão do crédito habitacional iniciada em 2007 teve, entre seus determinantes, a redução das taxas de juros e o alongamento dos prazos de financiamento dos vários recursos dos diferentes programas dos fundos, que passou a atrair um número maior mutuários por tornar os recursos do FGTS mais acessíveis. Todavia, a aprovação de orçamentos crescentes para programas como o “Carta de Crédito Individual” e “Apoio à Produção” esteve fortemente atrelada à criação do MCMV. Estes programas foram envolvidos pela política de concessão de descontos e subsídios do MCMV a famílias com renda até seis salários mínimos.

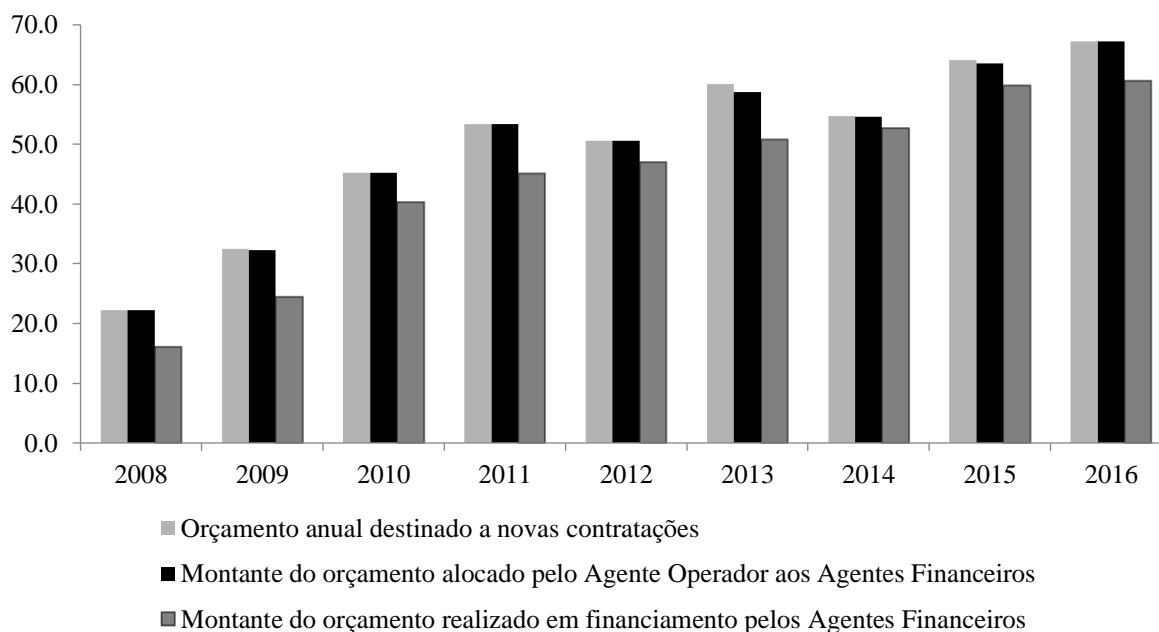
Um olhar mais próximo do comportamento de recursos destinados pelo Fundo alocados pela Caixa enquanto agente operador, e emprestados, sobretudo pela Caixa, enquanto agente financeiro, aponta crescimento a partir de 2005.<sup>43</sup> No entanto, fica muito clara a contínua intensificação do movimento dos montantes a partir de 2009, na segunda fase do ciclo de crédito. E após uma importante queda em 2014, apesar de um arrefecimento, não se observa uma reversão do ritmo a partir de 2015.

---

<sup>42</sup> Vale notar que uma importante inovação ocorreu com a institucionalização do FI-FGTS, em 2007. Ele atua como um agente investidor, buscando a valorização das cotas, integralizadas pela aplicação dos recursos do Patrimônio Líquido do FGTS, investindo em empreendimentos de infraestrutura ligados a rodovias, portos, hidrovias, ferrovias, aeroportos, energia e saneamento. Com o Fundo ampliaram-se as oportunidades e as formas de aplicação dos recursos do FGTS por meio da utilização de instrumentos do mercado financeiro, particularmente debêntures e ações. Entre 2007 e 2016, o Fundo Financeiro investiu perto de R\$ 44,5 bilhões.

<sup>43</sup> Um indicativo do papel da Caixa como agente financeiro: em 2016, era responsável por 77,1% dos saldos das operações de crédito com recursos do FGTS (FGTS, 2016).

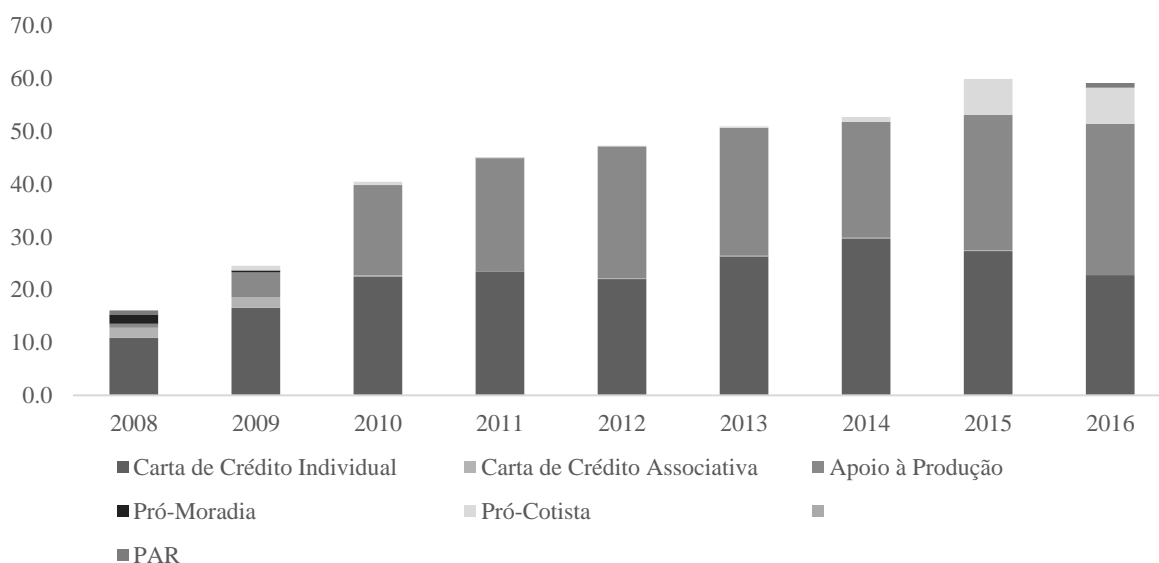
Gráfico 2 –FGTS: metas financeiras para habitação, 2008-2016 (anual em R\$ bilhões)



Fonte: FGTS, Relatórios de Gestão (Vários anos). Elaboração própria.

Nota: valores deflacionados pelo IGP-DI a preços de dezembro de 2017.

Gráfico 3 – Montante do orçamento realizado em financiamento habitacional, por programas, 2008-2016 (anual em R\$ bilhões)



Fonte: FGTS, Relatórios de Gestão (Vários anos). Elaboração própria

Notas: (i) valores deflacionados pelo IGP-DI a preços de dezembro de 2017 (ii) as operações especiais foram somadas aos respectivos programas.

Vale notar que, como consequência do forte estímulo para contratações de operações de crédito lastreadas nos recursos do FGTS, a partir do lançamento do MCMV o orçamento realizado pelo Programa Apoio a Produção atingiu o valor recorde em 2016 (R\$ 28,5 bilhões); o mesmo aconteceu com o Programa Carta de Crédito Individual cujo orçamento realizado

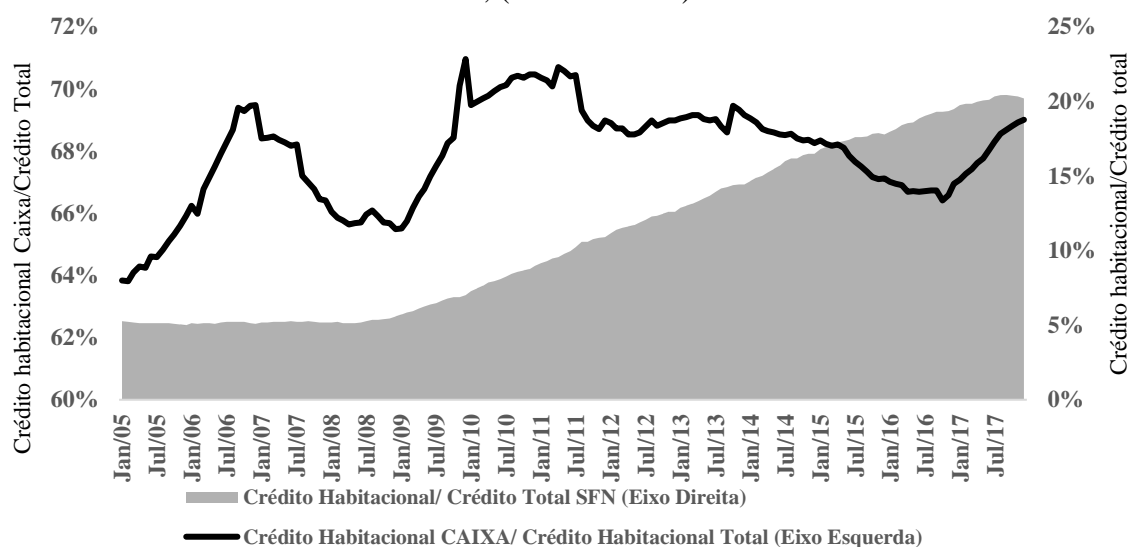
chegou ao seu máximo em 2014(Gráficos 2 e 3). A expansão do orçamento do FGTS realizado em financiamento habitacional como um todo é muito expressiva, tendo somado R\$ 60,6 bilhões só em 2016.

#### **4. Caixa Econômica Federal**

O recente ciclo de crédito habitacional, em especial em suas fases dois e três, não pode ser entendido sem um olhar mais próximo para a atuação da Caixa no período. De maneira mais ampla, essa instituição destaca-se por i) entre os bancos brasileiros – públicos e privados, que contam com elevada participação de títulos e valores mobiliários em suas carteiras de ativos – apresentar maior participação de operações de crédito em sua carteira de ativos; e ii) desde sua origem, ter atuado de forma importante no crédito habitacional, com desdobramentos internos, sobre sua carteira de crédito, e, mais recentemente, sistêmicos, dada sua participação e atuação no segmento. No início dos anos 2000, ela foi objeto de um amplo processo de reestruturação patrimonial, no âmbito do Programa de Fortalecimento das Instituições Financeiras Federais (Proef). O processo conformou-se pela venda de ativos – sobretudo, a já colocada transferência de empréstimos não performáticos à Emgea –, capitalização pelo Tesouro Nacional e engenharia financeira. Entre outros fatores, a reestruturação contribuiu para sua capacidade de atuação observada a partir de 2009.

O protagonismo assumido pela Caixa, sobretudo na fase dois, pode ser apreendido nas informações apresentadas (Gráficos 1 e 4). Se, no período em tela, observou-se um crescimento das operações de crédito em ritmo nunca antes visto na economia brasileira, a partir de 2009 sua intensificação foi impulsionada pelo forte crescimento do crédito habitacional, implicando a elevação da sua participação no crédito total, chegando a ultrapassar os 20%. Tal ritmo de crescimento foi ditado pelo comportamento da Caixa, o que refletiu em aumentos de sua já elevada participação no segmento, que em seu pico, passou dos 70% e tem se mantido acima dos 65%, mesmo após a reversão.

Gráfico 4 – Operações de crédito habitacional: Caixa e Sistema Financeiro Nacional, 2005-2017, (mensal em %)

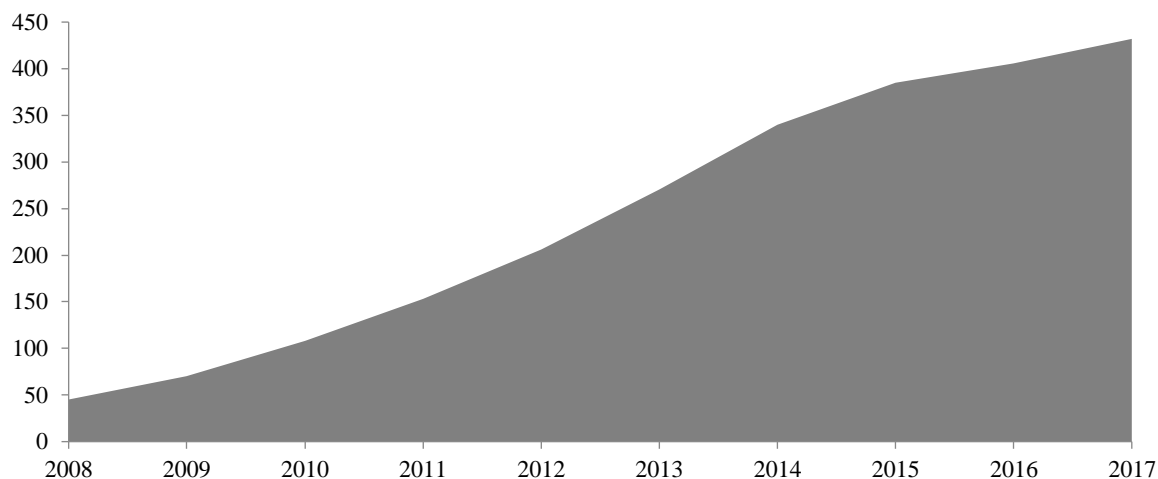


Fonte: BCB (2018)

A evolução e a composição do crédito habitacional da Caixa, observados a partir de dados de saldo e concessões, explicitam seu comportamento. Os saldos apresentaram crescimento contínuo e intenso até 2014, quando houve um arrefecimento em seu ritmo, mas a manutenção do sentido do movimento. A observação das concessões é mais elucidativa, uma vez que as mudanças dos saldos são mais lentas, pois os empréstimos são de prazos mais longos. Em 2009, mais que dobram com relação a 2008, inaugurando um movimento que atingiu seu auge no biênio 2013/2014. Importante destacar que tal esforço foi possibilitado pelo uso de recursos captados por meio repasses do FGTS e de recursos do SBPE. Nos anos de pico, o uso de recursos do SBPE intensificou-se, o que foi possibilitado não somente pelo crescimento da captação por meio de depósitos de poupança, como também por mudanças nas regras de cálculo das exigibilidades no que concerne aos descontos do FCVS e pela incorporação de instrumentos típicos do SFI, como letras imobiliárias, que refletiram uma combinação de mecanismos regulatórios e estratégias da Caixa para potencializar seus instrumentos de captação.

No que concerne aos recursos de repasses do FGTS, é também possível observar estratégias combinadas: o esforço de concessões da Caixa foi possibilitado pela elevação contínua dos recursos disponibilizados pelo Fundo para empréstimos em habitação, lembrando ser a Caixa o principal agente financeiro dos recursos do Fundo, responsável por perto de 80% desses, como mostra o Gráfico 6. Vale notar que nas operações com repasses do FGTS estão contabilizados não somente empréstimos, como também subsídios. Ademais, na etapa 3, após a reversão, o uso de recursos FGTS não foi mantido, mas acentuado, compensando a drástica queda do uso dos recursos do SBPE.

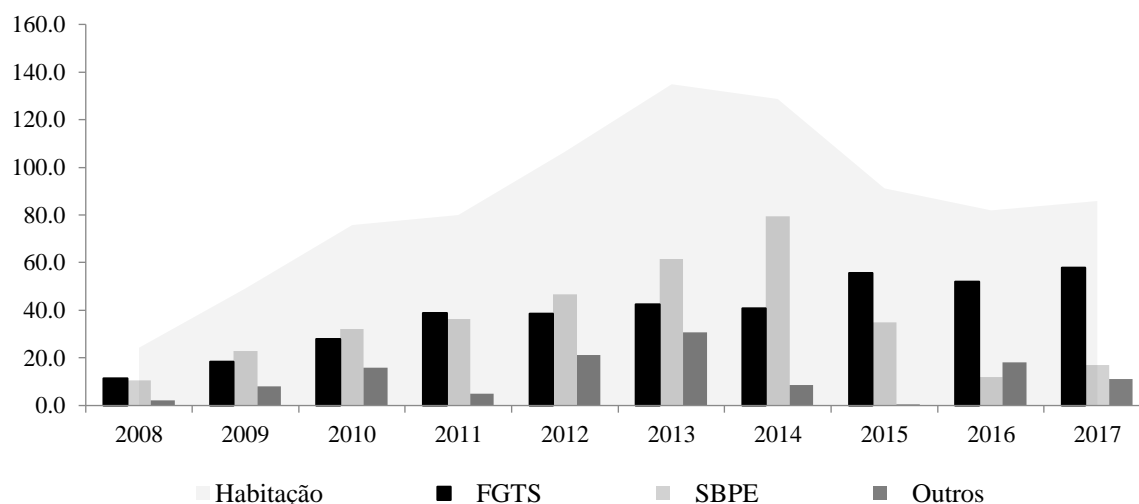
Gráfico 5 – Crédito para habitação – saldos, 2008 a 2017 (anual em R\$ bilhões)



Fonte: Caixa, Relatórios da Administração (Vários anos).

Nota: a preços constantes de dezembro de 2017.

Gráfico 6 – Crédito para habitação – Concessões, 2008-2017 (anual em R\$ bilhões)



Fonte: Caixa, Relatórios da Administração (Vários anos).

Nota: a preços constantes de dezembro de 2017

## Conclusão

Os primeiros anos dos 2000 foram marcados por intenso crescimento do crédito, nunca antes vivenciado pela economia brasileira. Vale lembrar a baixa relação crédito/PIB historicamente observada. Nesse contexto, de crescimento com aumento da alavancagem dos agentes, a economia foi atingida pelos efeitos da crise financeira internacional que esprou do mercado norte-americano em 2008/2009, o que acabou por gerar uma forte retração das decisões de emprestar dos bancos privados e, como reação, uma intensificação das decisões dos bancos públicos, que se mostrou mais ampla e longa do que atuações anticíclicas observadas em outros países, dando corpo ao que se convencionou aqui chamar de fase/etapa dois do ciclo de crédito. O comportamento da Caixa, não unicamente, mas, sobretudo, no mercado de crédito habitacional é elucidativo de tal reação.

A institucionalidade do mercado de crédito habitacional foi fundamental para tal comportamento. A presença de mecanismos de direcionamento – exigibilidades de instrumentos de captação e aplicação, e um grande fundo de poupança compulsória – condicionaram a atuação, seja no que se refere a volumes, preços e prazos dos recursos, seja no atendimento a segmentos com maior dificuldade de acesso, como a população de baixa renda. E vale lembrar, mesmo que em grau muito menor, observou-se a incorporação de instrumentos de mercado. O que aqui se depreende é que o vigoroso crescimento do crédito habitacional só foi possível pela existência do sistema público de financiamento e da atuação combinada, coordenada de Caixa e FGTS.

### **Referências bibliográficas**

- Banco Central do Brasil (BCB). Séries Temporais. Brasília: Banco Central do Brasil. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries>. Acesso em Maio de 2018.
- Cagnin, Rafael Fagundes. 2012. A evolução do financiamento habitacional no Brasil entre 2005 e 2011 e o desempenho dos novos instrumentos financeiros. Boletim de economia da FUNDAP, n. 11. Caixa. Demonstrações Contábeis Consolidadas do Conglomerado Prudencial, vários anos.
- Costa, Ana Carla Abrão e Eduardo Luis Lundberg. 2004. Direcionamentos de Crédito no Brasil: Uma Avaliação das Aplicações Obrigatórias em Crédito Rural e Habitacional. Relatório de Economia Bancária e Crédito. Banco Central do Brasil: 49-60.
- Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS). Relatório de Gestão do Exercício de 2016. Brasília – DF, agosto de 2017. Disponível em: <<http://www.fgts.gov.br/Pages/sobre-fgts/relatorio-demonstracao.aspx#section13>>.
- \_\_\_\_\_. Relatório de Gestão do Exercício de 2015. Brasília – DF, julho de 2016.
- \_\_\_\_\_. Relatório de Gestão do Exercício de 2014. Brasília – DF, 2015.
- \_\_\_\_\_. Relatório de Gestão do Exercício de 2013. Brasília – DF, julho de 2014.
- \_\_\_\_\_. Relatório de Gestão do Exercício de 2012. Brasília – DF, julho de 2013.
- \_\_\_\_\_. Relatório de Gestão do Exercício de 2011. Brasília – DF, julho de 2012.
- \_\_\_\_\_. Relatório de Gestão do Exercício de 2010. Brasília – DF, junho de 2011.
- \_\_\_\_\_. Relatório de Gestão do Exercício de 2009. Brasília – DF, junho de 2010.
- \_\_\_\_\_. Relatório de Gestão do Exercício de 2008. Brasília – DF, 2009.
- \_\_\_\_\_. Relatório de Gestão do Exercício de 2007. Brasília – DF, 2008.
- \_\_\_\_\_. Relatório de Gestão do Exercício de 2006. Brasília – DF, 2007.
- \_\_\_\_\_. Relatório de Gestão do Exercício de 2005. Brasília – DF, 2006.
- Lundberg, Eduardo Luis. 2011. Bancos oficiais e crédito direcionado: o que diferencia o mercado brasileiro? Texto para Discussão. Banco Central do Brasil, n. 258: 1-39.
- Martins, Bruno Silva; Eduardo Luis Lundberg e Tony Takeda. 2008. Crédito Habitacional no Brasil: aperfeiçoamentos institucionais e avaliação da evolução recente. Relatório de Economia Bancária. Banco Central do Brasil. 79-103.
- Mendonça, Ana Rosa Ribeiro e Simone Silva de Deos. 2016. Há fragilidade financeira no mercado de crédito no Brasil? Uma contribuição para a discussão a partir da análise do segmento de crédito imobiliário. Encontro Nacional de Economia Política, São Bernardo do Campo.
- Mendonça, A.R.R e Sibin, B.H. 2017. Public Banks and Recent Anticyclical Policies: A Comparative Study of the Experiences of Brazil and Chile. In: Public Banks in the Age of Financialization: A Comparative Analysis, Ed. C.Scherrer, 83-99. Cheltenham: Edward Elgar.
- Mora, Mônica. 2015. A evolução do crédito no Brasil entre 2003 e 2010. Texto Para Discussão 2022. IPEA. Rio de Janeiro, janeiro, 2015.

# O CICLO ECONÔMICO RECENTE DA ECONOMIA BRASILEIRA: UMA INTERPRETAÇÃO MINSKYANA

Carmem Feijó<sup>44</sup>  
Mariana Finello Corrêa<sup>45</sup>  
Pedro de Medeiros Lemos<sup>46</sup>

**Resumo:** A contribuição deste artigo é argumentar que para o entendimento da recente recessão brasileira é necessário considerar como a crise financeira internacional de 2008 e a recessão mundial que a seguiu impactaram a economia brasileira. A principal hipótese é que a crise financeira internacional de 2007-2008 atingiu a economia brasileira na fase ascendente de um ciclo de investimento. Embora as taxas de crescimento tenham se recuperado em 2010, a crise europeia de 2010-2012 aprofundou o grau de incerteza na economia doméstica. Seguindo a hipótese da fragilidade financeira de Minsky, essa mudança negativa nas expectativas empresariais impactou a estratégia de financiamento das firmas não-financeiras no Brasil.

**Palavras-chave:** Ciclo de Investimento Minskyano; Economia Brasileira; Crise Financeira Internacional.

**Abstract:** The contribution of this short paper is to argue that the understanding of the recent sharp downturn of Brazilian aggregate output should consider how the 2008 international financial crisis and the world recession in the following years impacted on the Brazilian economy. The main hypothesis is that the 2007-2008 international financial crisis hit the Brazilian economy in the ascending phase of a Minskyan investment cycle. Although growth rates had recovered in 2010, the 2010-2012 European crisis deepened the degree of uncertainty in the domestic economy. Following Minsky financial fragility hypothesis this negative change in entrepreneurial expectations impacted on the financing strategy of non-financial firms in Brazil.

**Keywords:** Minskyan Business Cycle; Brazilian Economy; International Financial Crisis.

## 1. Introdução

A crise *subprime* americana em 2007-2008, que rapidamente se espalhou para o resto do mundo e se tornou uma crise global, trouxe a hipótese da fragilidade financeira (HFF) desenvolvida por Minsky para a frente do debate acadêmico sobre as causas e os efeitos dos seus desdobramentos subsequentes. Segundo Minsky (1986), a única maneira de restringir o ciclo *boom-bust* financeiro, que é recorrente nas economias monetárias modernas, depende do nível da intervenção do governo em regulamentar os mercados. Na verdade, a crise *subprime* norte americana avançou em um ambiente desregulado e financeirizado. Embora a crise tenha começado em um país desenvolvido, ela também atingiu as economias em desenvolvimento, principalmente aquelas mais abertas aos fluxos de capitais. Isso ocorreu porque o processo de financeirização nessas economias está intimamente associado ao processo de liberalização da conta de capital, que teve força na década de 1990.

---

<sup>44</sup> Professora da UFF, Pesquisadora do CNPq e Vice-Presidenta da AKB, e-mail: cbfeijo@gmail.com

<sup>45</sup> Doutoranda na UFF, e-mail: finello.mari@gmail.com

<sup>46</sup> Mestrando na UFF, e-mail: pedropedroml@hotmail.com



Este é o caso da economia brasileira. Outrora uma das economias que mais cresceram no mundo, ela perdeu o vigor no início da década de 1980, superada pela crise da dívida externa e pelo regime de alta inflação que durou até meados da década seguinte. O Brasil aderiu ao Plano Brady para resolver o problema da dívida externa em 1992 e adotou a maioria das recomendações do Consenso de Washington. Entre todas as reformas econômicas adotadas pelo país na década de 1990, a abertura da conta de capital foi provavelmente a que mais contribuiu para aumentar a exposição brasileira à instabilidade da economia mundial. De fato, desde a abertura econômica, apenas a partir de meados dos anos 2000 a economia brasileira apresentou um cenário macroeconômico favorável. Esse período de crescimento ocorreu em uma condição externa favorável: um fluxo estável de capital estrangeiro, termos de troca favoráveis e inflação baixa. No entanto, esse período foi abruptamente interrompido pela crise de 2008. Embora, desde a crise, a liquidez internacional tenha sido abundante, as expectativas favoráveis sobre a recuperação das economias desenvolvidas ainda são frágeis. No caso brasileiro, de 2008 a 2016, o PIB apresentou um padrão *stop-and-go*, refletindo amplamente a incerteza externa e, a partir de 2015, também a incerteza decorrente da crise política interna. Desde 2015, a economia brasileira recuou, acumulando queda histórica de 7,2% em 2015 e 2016.

A contribuição deste artigo é argumentar que para o entendimento da recessão brasileira deve-se levar em conta como a crise financeira internacional de 2008 e suas consequências nos anos seguintes impactaram a economia brasileira. Nesse sentido, este artigo explicita um dos mecanismos de transmissão da crise financeira de 2008 para a economia brasileira. A principal hipótese desse artigo é que a crise financeira internacional de 2008 atingiu a economia brasileira na fase ascendente do ciclo de negócios descrito por Minsky (1986). Apesar da recuperação da taxa de crescimento em 2010, a crise europeia de 2010-2012 e depois a crise política doméstica a partir de 2015 aumentaram o grau de incerteza na economia. Seguindo HFF, essa mudança negativa nas expectativas empresariais impactou a estratégia de financiamento das firmas não-financeiras no Brasil.<sup>47</sup>

Portanto, com base no aparato teórico desenvolvido por Minsky (1986), apresentaremos algumas evidências empíricas sobre como a reversão do ciclo de negócios recente foi influenciada pelos efeitos da crise do *subprime*. Como era de se esperar, as estratégias das empresas tornaram-se mais defensivas<sup>48</sup>, dado o cenário de baixo crescimento e a alta incerteza sobre as possibilidades de retomada do ritmo de crescimento econômico. Concluímos que a recente crise brasileira (2015-2016) apresentou um caráter minskyano, e que sua superação só ocorrerá quando o investimento das

---

<sup>47</sup> Embora a recente recessão (2015-2016) não tenha sido causada por uma crise na balança de pagamentos, como foi o caso em muitas ocasiões no passado, a lenta recuperação da economia mundial e o enfraquecimento da capacidade competitiva da economia brasileira devido ao processo de desindustrialização prematura devem ser levados em conta. Sobre a desindustrialização prematura da economia brasileira, veja, entre outros, Feijó *et al* (2005); Bresser-Pereira e Marconi (2008); Oreiro e Feijó (2010); Cano (2014); Salama (2014); Nassif *et al* (2015).

<sup>48</sup> Isto é, uma estratégia caracterizada por uma preferência pela liquidez mais elevada.

empresas for recuperado, assim como o grau de confiança nas expectativas para induzir o investimento em ativos de capital.

## **2. A hipótese de fragilidade financeira de Minsky**

Uma característica marcante do processo de financeirização de uma economia é que o nível crescente de endividamento das empresas pode não ser seguido por acumulação de capital.<sup>49</sup> Portanto, o aparato teórico desenvolvido por Minsky (1986, 1992) sobre posições de financiamento corporativo e fragilidade financeira endógena é um ponto de partida para conectar o fenômeno da financeirização no nível da empresa e seus efeitos sobre a acumulação de capital e a estabilidade econômica.

A HFF pressupõe um regime de crescimento liderado pelas finanças, ou seja, a acumulação de riqueza não se limita a expandir o estoque de capital produtivo, mas também a acumular uma cesta diversificada de ativos combinando os rendimentos do capital produtivo e do financeiro. Neste contexto, a preferência por liquidez e as taxas de juros tenderão a ser altas, e a renda agregada e a produção crescerão a taxas menores, pois o aumento da riqueza agregada será resultado da maior acumulação de ativos financeiros. Ou seja, os ativos financeiros que atendem aos critérios de oferecer rentabilidade e liquidez reduzem o grau de incerteza envolvido no processo de acumulação de capital em ativos fixos. Dessa forma, o aprofundamento do processo de financeirização das economias modernas permite que a geração de riqueza ocorra, pelo menos por um período, na forma de acumulação de ativos que não geram renda e emprego no nível agregado.<sup>50</sup>

Na perspectiva da HFF, as decisões que envolvem grande quantidade de recursos financeiros e um longo período de maturidade acabam dependendo, principalmente, de decisões tomadas pelo setor financeiro para expandir o financiamento para atender a demanda por bens de capital ou reverter o peso acumulado de dívidas. Isso implica assumir que uma deterioração das expectativas apontará para uma redução na oferta de novos empréstimos e uma elevação das taxas de juros. Nesse sentido, a demanda agregada é contraída, mas não necessariamente a parcela de renda auferida pelo setor financeiro. De fato, no regime de crescimento liderado pelas finanças, a parcela da renda obtida pelos proprietários de riqueza financeira tenderá a aumentar independentemente do ritmo de crescimento econômico. Em períodos de expectativa otimista, um volume maior de empréstimos garantiria a renda das empresas financeiras e, em períodos de deterioração de expectativas, as taxas de juros aumentariam, momento no qual o volume de crédito seria reduzido. O papel especial das empresas financeiras no processo financeirizado de acumulação de capital permite que esse setor aumente sua participação na renda total aumentando a riqueza financeira, apesar da desaceleração na taxa de

---

<sup>49</sup> Veja, por exemplo, Karwowski e Stockhammer (2017).

<sup>50</sup> Além disso, num contexto de integração dos mercados de capitais internacionais e taxas de câmbio flexíveis, as oportunidades de especulação são intensificadas.

crescimento da renda e da produção agregadas.<sup>51</sup> Nesse sentido, o regime de crescimento liderado pelas finanças amplia a fragilidade financeira das economias modernas.

### 3. A performance da economia brasileira nos anos 2000: o crescimento liderado pela formação de capital fixo

Desde a estabilização dos preços em meados da década de 1990, a melhor performance econômica brasileira foi registrada entre 2004 e 2010, um período de rápida expansão do comércio internacional e com altas taxa de crescimento do investimento (em média 8,2% a.a., Tabela 1). O investimento em capital fixo (FBCF) foi estimulado pelo *boom* das exportações e pelo aumento do consumo. Este último foi impulsionado pela melhoria na distribuição de renda (através do aumento do salário mínimo real e das políticas de transferência de renda), pelo aumento nas taxas de emprego formal e pelo aumento substancial na oferta de crédito ao consumidor.

Tabela 1 – Taxas médias de crescimento do PIB e dos componentes da demanda agregada, 1996 a 2016 (em %)

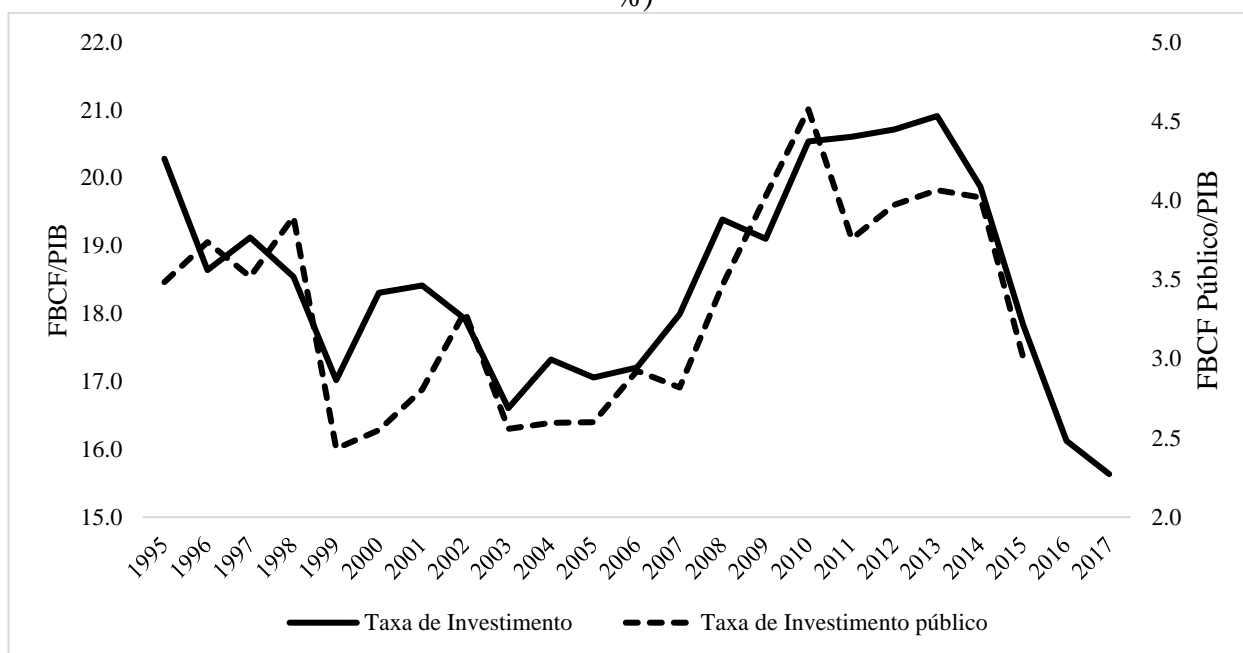
	PIB	Consumo das famílias	Consumo do governo	FBCF	Exportações	Importações
<b>1996-2003</b>	2,0	1,4	1,5	0,2	7,6	0,7
<b>2004-2010</b>	4,5	5,3	3,2	8,2	5,4	14,0
<b>2011-2014</b>	2,4	3,5	1,7	2,3	1,6	3,9
<b>2015-2016</b>	-3,7	-4,1	-0,8	-12,0	4,1	-12,2

Fonte: IBGE (2018a). Elaboração própria.

A evolução da trajetória de investimentos é mostrada no Gráfico 1. A taxa de investimento começou a se recuperar entre 2004-2005 e continuou a crescer até 2008. O impacto da crise financeira internacional de 2008 foi sentido em 2009, com uma queda de 2,1% na taxa de crescimento da FBCF. A recuperação em 2010, quando a taxa de crescimento da FBCF aumentou 11,7%, recuperou a taxa de investimento que ficou em torno de 22% até 2013, mas as condições domésticas para financiar investimentos de longo prazo e as expectativas empresariais não se comparavam com as de antes de 2008. Nesse sentido, observamos uma queda acentuada na taxa de investimento a partir de 2013 e também que a taxa de investimento público cresce de 2007 a 2010, decrescendo em seguida.

<sup>51</sup> Priewe (2016) discute oito estratégias de desenvolvimento e mostra que a liberalização do comércio e das finanças nas economias em desenvolvimento reduz drasticamente o espaço da política econômica.

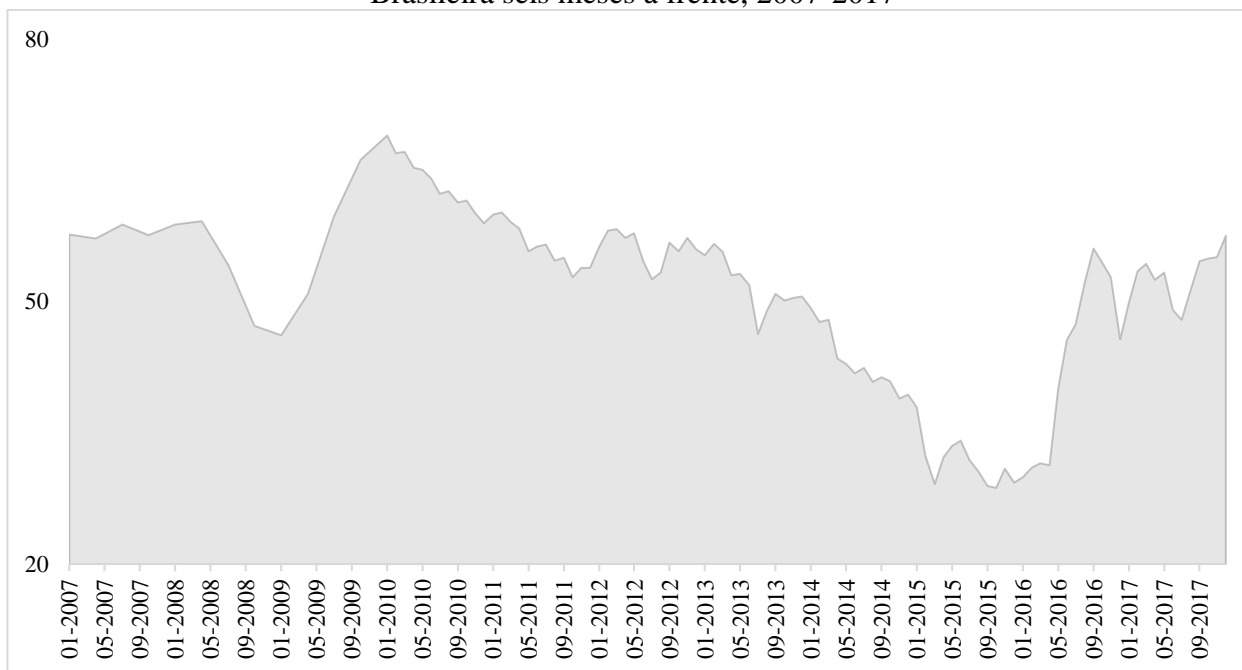
Gráfico 1 – Taxa de investimento (FBCF/PIB) e taxa de investimento público, 1996-2017 (anual em %)



Fonte: IBGE (2018b). Nota: Orair (2016) considera como setor público: o governo geral (nível federal, estadual e municipal) e as empresas estatais federais.

O Gráfico 2 apresenta a evolução de um indicador expectacional para a indústria de transformação, que ilustra como os empresários perceberam as mudanças no ambiente macroeconômico. A interpretação deste indicador é a seguinte: valores acima de 50 representam uma avaliação positiva, e abaixo uma avaliação negativa. Os dados mostram que as expectativas empresariais no setor industrial estavam relativamente altas até o terceiro trimestre de 2008. No último trimestre deste ano, a produção industrial caiu 10,6%, e as expectativas empresariais em relação ao futuro imediato caíram drasticamente. Contudo, esse primeiro impacto negativo foi revertido, dada a resposta positiva da economia às medidas de estímulo à demanda agregada colocadas em prática pelo governo. Porém, como a economia mundial continuou a mostrar uma recuperação lenta e incerta, a partir de 2011 as expectativas começaram a se deteriorar, apesar das medidas de incentivo implementadas pelo novo governo desde 2011.

Gráfico 2 – Indústria de transformação: indicador sobre as expectativas empresariais da Economia Brasileira seis meses à frente, 2007-2017



Fonte: CNI (2018)

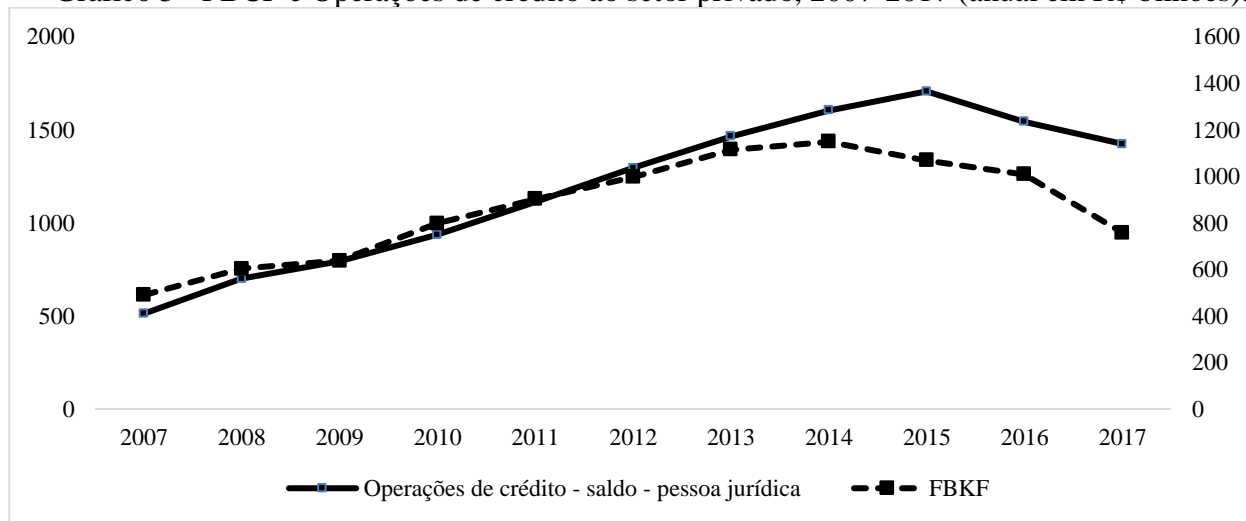
Em suma, o aumento expressivo da taxa de investimento na década de 2000 foi resultado das expectativas otimistas sobre a taxa de crescimento potencial da economia brasileira diretamente relacionada ao *boom* das commodities e ao aumento do consumo interno. Portanto, um cenário auspicioso foi criado para que o otimismo espontâneo surgisse. Como resultado desse cenário favorável, as empresas aumentaram seu endividamento para financiar seus investimentos produtivos, pois as expectativas de retornos futuros eram a de que o fluxo de caixa esperado seria suficiente para cobrir os custos operacionais e financeiros. No entanto, a mudança repentina no cenário externo em 2008 e a perspectiva de uma recessão mundial duradoura tiveram um impacto negativo nas expectativas dos negócios e, como consequência, começaram a deteriorar o balanço financeiro das empresas.

Nesse sentido, interpretamos que a economia brasileira começou a partir de 2013 a fase descendente de um ciclo de negócios minskyano. Além disso, as medidas econômicas tomadas em 2011 para impulsionar o investimento mostraram pouca eficácia, como mencionado por Serrano e Summa (2015), pois elas não conseguiram reverter as expectativas empresariais. Na verdade, os indicadores macroeconômicos domésticos, por exemplo os referentes à dívida pública e a inflação, se agravaram. A partir de 2014 a economia brasileira entrou claramente em uma fase recessiva. Como visto na seção 2, as relações financeiras envolvidas no financiamento do investimento em ativos de capital nas economias modernas explicam as causas das reversões cíclicas.

O Gráfico 3 mostra a evolução em termos nominais da FBCF e das operações de crédito do setor privado. O fato de o crédito corporativo ter continuado a aumentar à medida que o investimento

começou a desacelerar a partir de 2013 pode ser considerado um sinal do início do aumento da fragilidade financeira das empresas. Portanto, o Gráfico 3 procura identificar o momento crítico em que um número crescente de empresas pode ter se desapontado em relação a sua capacidade de honrar os compromissos de dívida. Neste caso, essas empresas poderiam ter sido obrigadas a refinaranciar suas dívidas em condições piores e mais arriscadas e, ao mesmo tempo, reduzir os gastos discricionários. Acrescente-se a esse cenário que a taxa básica de juros começou a aumentar em 2012, passando de 7,25% ao ano para 14,25% ao ano em 2016.

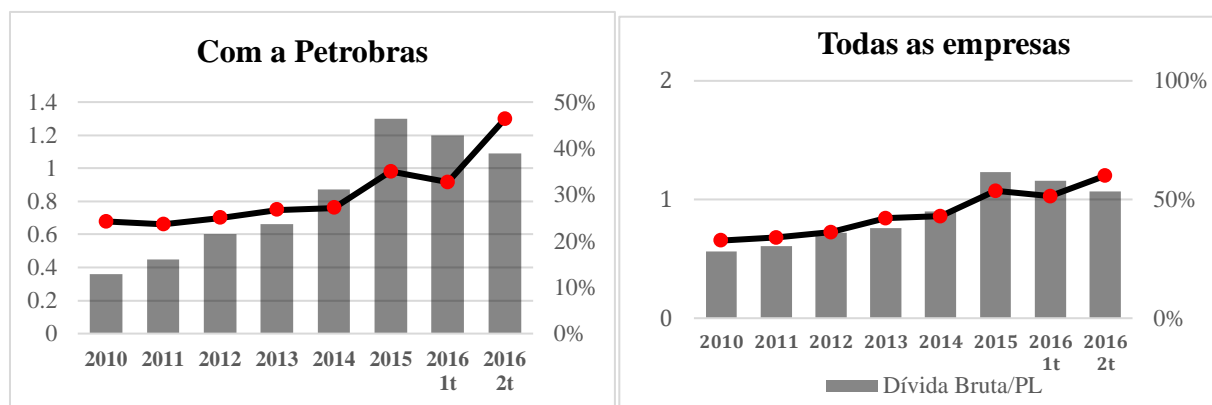
Gráfico 3 - FBCF e Operações de crédito ao setor privado, 2007-2017 (anual em R\$ bilhões).



Fonte: IBGE (2018 b) e BCB (2018).

O aumento do índice de alavancagem também foi seguido por uma alteração na composição da dívida das empresas. Essa mudança é caracterizada por um aumento no peso da dívida externa no balanço das empresas. Segundo o Banco Central do Brasil (ANO), do segundo trimestre de 2007 ao segundo trimestre de 2016, a dívida externa bruta das empresas não-financeiras cresceu 142,62%.

Gráfico 4 - Composição da dívida das cias abertas não-financeiras 2010-2016 (anual em %)



Fonte: CEMEC (2016).

Nota: 2016, dois trimestres.

CEMEC (2016) mostra que entre as empresas abertas, excluindo a Petrobras, a parcela da dívida em moeda estrangeira passou de 24,2% em 2010 para 46,3% no segundo trimestre de 2016. Incluindo a Petrobras, a dívida em moeda estrangeira aumentou de 32,7% em 2010 para 60,0% no segundo semestre de 2016. O crescente endividamento em moeda estrangeira aumentou a exposição cambial das empresas e sua vulnerabilidade a choques de liquidez internacional. Assim, elementos de incerteza e instabilidade foram adicionados ao processo de financiamento de investimento no ciclo de negócios recente (Gráfico 4).

A combinação de endividamento crescente com o declínio do lucro líquido devido à desaceleração da demanda agregada sinaliza que um número significativo de empresas não-financeiras pode estar em uma posição especulativa ou *Ponzi*, conforme a taxonomia criada por Minsky (1986). De fato, CEMEC (op. cit) mostra que a partir de 2010 um número crescente de empresas não conseguiu gerar caixa suficiente para cobrir seus compromissos financeiros. De acordo com o estudo, o número total de empresas (sociedades anônimas e as maiores empresas de capital fechado) nessa situação passou de 22,6% em 2010 para 49,0% em 2015.<sup>52</sup>

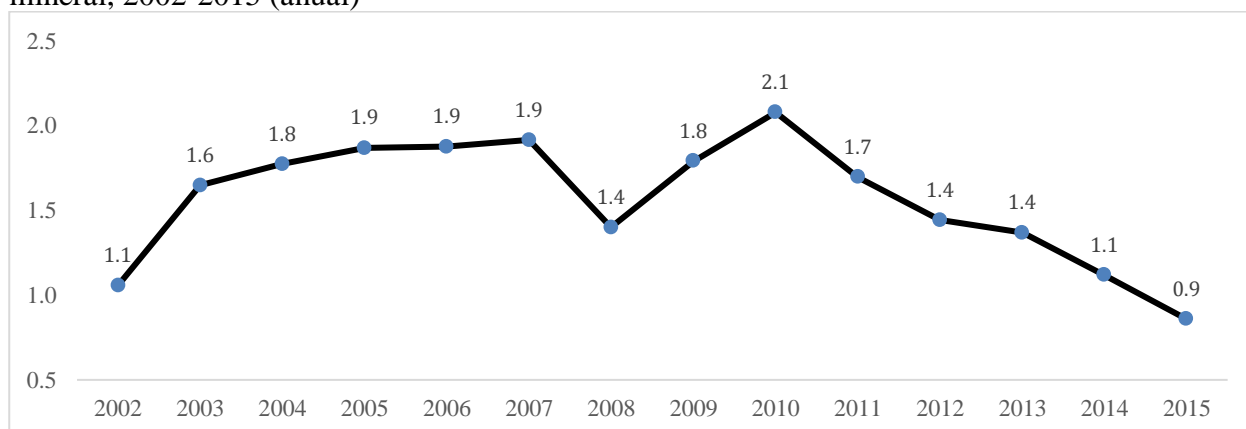
Para avaliar a evolução da fragilidade financeira nas empresas industriais (transformação e indústrias extrativas), o Gráfico 5 mostra um indicador *proxy* de fragilidade financeira que mede a proporção do excedente operacional em relação às despesas não operacionais.<sup>53</sup> A interpretação deste indicador é que quanto menor o indicador, maior é o grau de fragilidade. O Gráfico 5 mostra que o excedente operacional industrial vem caindo em relação aos compromissos contratuais desde 2010. Em 2012, por um curto período, a parcela do excedente parou de cair, mas a partir de 2013 a geração de excedente industrial aproximou-se dos compromissos não operacionais. Em 2015 (última

<sup>52</sup> Para uma discussão mais detalhada sobre as fontes de financiamento das empresas não financeiras, veja Corrêa *et al* (2017).

<sup>53</sup> A proxy para medir a fragilidade financeira do setor industrial foi calculada a partir da razão entre o excedente operacional, obtido pelo somatório das receitas menos o somatório dos custos, dividido pelo somatório das despesas não operacionais, impostos e taxas e depreciação.

informação disponível) a geração de excedente ficou abaixo dos compromissos contratuais. Este resultado mostra que desde 2010 as empresas do setor industrial estavam se fragilizando financeiramente. Quando uma economia apresenta um alto número de empresas com posição especulativa e/ou *Ponzi*, ela é mais suscetível ao risco sistêmico e de contágio. Considerando a evolução da taxa de juros, a economia brasileira entrou em uma fase de maior fragilidade a partir de 2013. Por fim, acrescentamos que não apenas o custo do crédito aumentou, mas também a oferta de crédito havia sido racionada desde 2013.

Gráfico 5 - Indicador de proxy da fragilidade financeira das indústrias de transformação e extrativa mineral, 2002-2015 (anual)



Fonte: IBGE (2018c). Elaboração própria.

## Conclusão

Neste artigo, desenvolvemos o argumento de que a crise financeira internacional de 2008 e a subsequente recessão das economias desenvolvidas afetaram negativamente a economia brasileira por meio do canal de expectativas.<sup>54</sup> A economia brasileira foi atingida pela recessão mundial na fase ascendente do ciclo de negócios minskyano e, portanto, a crise internacional contribuiu para uma mudança na estratégia de financiamento das empresas não-financeiras.

Evidenciamos que durante a fase de recuperação da taxa de investimento, no início da década de 2000, as empresas não-financeiras foram estimuladas pela expansão do comércio, pelo aumento da liquidez internacional, pela melhora nos termos de troca e também pela expansão do mercado interno para expandir sua capacidade produtiva. A expansão da formação de capital implicou um aumento no grau de endividamento e quando a taxa de investimento começou a desacelerar, o peso do endividamento das empresas aumentou significativamente.

Desde 2010, de acordo com CEMEC (2016), os lucros corporativos estão em declínio, enquanto o nível de endividamento e alavancagem estão crescendo. Como resultado desse processo, 49% das

<sup>54</sup> Deve-se observar que Cömert e Ugurlu (2015), por exemplo, argumentam que as economias em desenvolvimento foram as mais afetadas pelo canal comercial. De fato, a contração do comércio mundial e a desaceleração da economia chinesa também afetaram negativamente a economia brasileira.



empresas de capital aberto e as maiores empresas fechadas não conseguiram gerar caixa suficiente para cobrir seus compromissos financeiros em 2015. Além disso, o comportamento restritivo do setor bancário (aumento do *spread* bancário e seletividade nas concessões de crédito) contribuiu para o aprofundamento do ciclo de endividamento das empresas, aumentando os custos de rolagem de dívidas.

Nossa conclusão é que a economia brasileira reverterá a fase descendente do ciclo minskyano somente quando as condições financeiras das firmas não-financeiras melhorarem. Isso dependerá da recuperação de seu fluxo de caixa, que por sua vez depende de uma recuperação sustentada do nível de demanda agregada. Embora a queda na taxa básica de juros desde 2017 contribua positivamente para a melhora do balanço patrimonial das empresas, a atual política de austeridade econômica do governo federal e grande parte dos governos regionais tornará a recuperação bem mais lenta.

## Referências bibliográficas

- BCB. 2018. Banco Central do Brasil. Série 20539; disponível em <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/consultarvalores/telaCvsSelecionarSeries.paint>; acesso em 24 de maio de 2018.
- Bresser-Pereira, Luiz C. e; Marconi, Nelson. 2008. Existe doença holandesa no Brasil? Anais do IV Fórum de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas: São Paulo.
- Cano, W. 2014. (Des)Industrialização e Sub (Desenvolvimento), *Cadernos do Desenvolvimento*, 9 (15): 139-174.
- CEMEC (2016), Endividamento das empresas brasileiras: metade das empresas não gera caixa para cobrir despesas financeiras em 2015/2016, Nota CEMEC n. 06, Instituto IBMEC Mercados de Capitais, agosto de 2016.
- CNI. 2018. Confederação Nacional da Indústria, Índice de Confiança do Empresário Industrial – ICEI, disponível em <http://www6.sistemaindustria.org.br/gpc/externo/consultarResultados.faces>, acesso em 24 de maio de 2018.
- Cömert, Hasan. e Ugurlu, Ersan. 2015. The impact of the 2008 global financial crisis on developing countries: the case of 15 most affected countries, ERC Working Paper on Economics, 15/09, available at: <http://www.erc.metu.edu.tr/menu/series15/1509.pdf>, acesso em 17 de fevereiro de 2018.
- Corrêa, Mariana; Lemos, Pedro e Feijo, Carmem. 2017. Financeirização, empresas não financeiras e o ciclo econômico recente da economia brasileira, *Economia e Sociedade*, 26 (edição especial): 1127-1148.
- Feijo, Carmem; Carvalho, P, e Almeida, Júlio. S. 2005. Ocorreu uma desindustrialização no Brasil? São Paulo: IEDI, disponível em: [http://www.iedi.org.br/admin\\_ori/pdf/20051129\\_desindustrializacao.pdf](http://www.iedi.org.br/admin_ori/pdf/20051129_desindustrializacao.pdf), acesso em 16 de fevereiro de 2018.
- IBGE. 2018a. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Contas Nacionais Trimestrais; disponível em <https://sidra.ibge.gov.br/tabela/1846>, acesso em 24 de maio de 2018.
- IBGE. 2018b. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. Contas Nacionais Trimestrais, disponível em <https://sidra.ibge.gov.br/tabela/5932>, acesso em 24 de maio de 2018.
- IBGE. 2018c. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística; Pesquisa Industrial Anual, disponível em <https://sidra.ibge.gov.br/pesquisa/pia-empresa/tabelas/brasil/2015>; acesso em 24 de maio de 2018.
- Karwowski, Eva e Stockhammer, Engelberg. 2017. Financialisation in emerging economies: a systematic overview and comparison with Anglo-Saxon economies, *Economic and Political Studies*, 5 (1): 60-86.

- Minsky, Hyman. 1986. *Stabilizing an unstable economy*. New Haven: Yale University Press, \_\_\_\_\_ (1992). The Financial Instability Hypothesis. *Working Paper Levy Economics Institute*, 74.
- Nassif, André; Feijo, Carmem e Araújo, Eliane. 2015. Structural change and economic development: is Brazil catching up or falling behind?, *Cambridge Journal of Economics*, 39:1307-1332.
- Orair, Rodrigo O. 2016. Investimento público no brasil: trajetória e relações com o regime fiscal. Texto para discussão Ipea, 2215.
- Oreiro, José L e Feijo, Carmem 2010. Desindustrialização: conceituação, causas, efeitos e o caso brasileiro. *Revista de Economia Política*, 30 (2): 219-232.
- Priewe, Jan 2016. Eight Strategies for Development in Comparison, *Turkish Economic Review*. 3 (3): 401-430.
- Salama, Pierre. 2014. Financiarisation au Brésil: un tigre en papier, avec des dents atomiques, *Les Possibles*, (3): 102-120.
- Serrano, Franklin e Summa, Ricardo. 2015. Demanda agregada e a desaceleração do crescimento econômico brasileiro de 2011 a 2014. Center for Economic and Policy Research.

# UMA INTERPRETAÇÃO ESTRUTURALISTA PÓS-KEYNESIANA DA CRISE BRASILEIRA: A EVOLUÇÃO DAS TAXAS DE CRESCIMENTO EFETIVA, NATURAL E COMPATÍVEL COM RESTRIÇÕES NO BALANÇO DE PAGAMENTOS

Danilo Sartorello Spinola<sup>55</sup>

**Resumo:** O escopo principal deste artigo é aplicar os desenvolvimentos recentes das teorias kaldoriana e estruturalista latino-americana para interpretar a evolução das principais variáveis macroeconômicas da economia brasileira. Este artigo trata dois períodos: o *boom* das *commodities* de 2003-2013 e o período de crise entre 2014-2017. Analisam-se os regimes de crescimento de Kaldor e Thirlwall – com foco na evolução das taxas efetiva, natural e compatível com restrições no Balanço de Pagamentos (BP). Busca-se observar como os aspectos dirigidos pela demanda interagem e são restringidos pelo lado da oferta e pelo setor externo na economia brasileira. Assim sendo, este artigo busca contribuir na construção de uma interpretação keynesiana-estruturalista sistemática da crise atual.

**Palavras-Chave:** Economia Brasileira; Modelos de Restrição no Balanço de Pagamentos; Mudança Estrutural.

**Abstract:** The main scope of this paper is to apply the current developments of the Kaldorian and the Latin American Structuralist (LAS) theories to interpret the evolution of key economic variables of the Brazilian economy. This article focuses on two specific periods: the commodity boom of 2003-2013 and the crisis period of 2014-2017. The main focus is on the analysis of the growth regimes by Kaldor and by Thirlwall – looking at the evolution of the effective, natural, and Balance of Payments (BP) constrained growth rates. The aim of the research is to observe how the demand-led aspects of the Brazilian economy interacted and were constrained by the supply side and by the external sector. In this sense, this article contributes to build a systemic interpretation of the current crisis.

**Keywords:** Brazilian Economy; Balance of Payments Constrained Growth Models; Structural Change.

## 1. Introdução

Outra vez em sua história recente o Brasil deixou de ser visto como um país de economia crescente e promissora para entrar em uma grave crise econômica – levando o país a mais uma década perdida. Observa-se na história brasileira uma sucessão de períodos de *boom* e crises que frequentemente rompem a ilusão de que o Brasil seja o ‘país do futuro’ pronto a entrar no ‘último trem a Paris’ – o discurso de um país cujo futuro brilhante o credencia a transformar-se em uma região próspera e desenvolvida.

Seguindo a perspectiva estruturalista latino-americana, a alta volatilidade é uma característica particular de uma economia subdesenvolvida. Esta volatilidade é relacionada à formação de estruturas e instituições econômicas específicas e emerge do papel histórico de um país que se insere de forma subordinada ao sistema econômico internacional (PREBISCH, 1950). De acordo com a análise estruturalista atual, as seguintes condições definem economias que estão presas numa armadilha de

---

<sup>55</sup> Doutorando na United Nations University – Maastricht Economic and Social Research Institute on Innovation and Technology (UNU-MERIT), Holanda, e-mail: sartorello@merit.unu.edu

desenvolvimento (TAYLOR 1991; CIMOLI ET AL. 2010): (i) especialização econômica na exportação de commodities e produtos de baixo valor agregado; (ii) ausência de mecanismos endógenos que estimulem a diversificação econômica; (iii) ausência de *capabilities* tecnológicas e de condições de aprendizado que aumentem a qualidade dos bens produzidos; e (iv) o grande hiato tecnológico da periferia em relação ao centro do sistema econômico internacional.

Em uma contribuição fundamental da tradição pós-keynesiana para a teoria econômica, Thirlwall (1979) destaca o papel central do setor externo na definição das possibilidades de desenvolvimento econômico. Há uma tendência constante de crises no Balanço de Pagamentos (BP) que geram restrições fundamentais em economias subdesenvolvidas. O preço das commodities e a instabilidade dos fluxos financeiros afetam as possibilidades de crescimento de curto-prazo, e as elasticidade-renda de importações e exportações definem a taxa de crescimento econômico de longo-prazo.

Na tradição keynesiana coloca-se o papel da demanda efetiva como elemento fundamental do comportamento do sistema econômico. Esse tema é ainda mais particular para países cuja desigualdade de renda é um problema estrutural. Isso afeta os níveis de consumo e de investimento. Este mostra-se uma das variáveis mais instáveis no Brasil, e sua importância reside em acumular capital e também em estimular produtividade por meio de aprendizado (*learning by doing*) pela lei de Kaldor-Verdoorn (1975). Inicia-se a análise deste trabalho seguindo os regimes kaldorianos definidos em Setterfield (2011), por meio da observação de três taxas de crescimento: (i) a taxa de crescimento efetiva (relacionada ao regime de demanda), (ii) a taxa de crescimento natural (regime de oferta), e (iii) a taxa de crescimento compatível com as restrições no balanço de pagamentos<sup>56</sup>.

Esta pesquisa oferece uma interpretação sistemática da crise brasileira utilizando-se da teoria estruturalista latino-americana corrente, a qual incorpora as literaturas schumpeteriana e keynesiana. Este artigo utiliza-se de elementos dos seguintes métodos de análise: a *caixa de ferramentas estruturalista* (Cimoli and Porcile, 2014), o modelo de Dutt (Dutt, 2002), e do modelo canônico kaldoriano (Setterfield, 2011) expandido por Porcile e Spinola (2018). Nestes artigos a discussão pós-keynesiana é relacionada à visão evolucionária da dinâmica tecnológica e de *catching-up* (Verspagen 1991) e ao modelo de balanço de pagamentos (Thirlwall 1979) que relaciona os dois lados da economia. A interpretação se enfoca no período de crescimento e crise mais recente, dividindo-o em dois períodos: (i) o crescimento pré-crise no período de *boom* das *commodities* (2003-2013) e (ii) na crise atual (2014-2016).

---

<sup>56</sup> Para tanto, a fonte de dados usada é quase integralmente composta pelo *World Bank Database* (2017), que acompanha o anexo a este artigo.

## 2. Taxa efetiva de crescimento

A taxa efetiva de crescimento ( $y^E$ ) é aquela empiricamente observada. Durante 2003-2013 a taxa anual média de crescimento do PIB foi igual a 3,8%. Não obstante, durante a crise observou-se uma taxa de crescimento anual de -2,3%. Esta alta diferença nas taxas de crescimento (6,1 p.p.) indica a magnitude da grave crise econômica atual. Nas subseções seguintes explora-se a dimensão da demanda.

### 2.1 Consumo

O consumo das famílias corresponde a cerca de 60% do total da demanda nacional. Neste artigo considera-se a visão kaleckiana (Kalecki 1971; Cimoli et al. 2016)) de uma economia com dois agentes econômicos principais – trabalhadores e capitalistas. Os capitalistas consomem apenas uma fração de sua renda enquanto que os trabalhadores consomem quase toda a renda. As principais fontes de renda para trabalhadores são salários e crédito. Quando se desconsidera o crédito e o consumo dos capitalistas, o consumo total ( $C$ ) se iguala à massa salarial, que em valores reais gera: ( $C = WL/P$ ).<sup>57</sup>

A taxa de crescimento anual do salário mínimo em valores reais foi de 5,2% durante o *boom* das *commodities*. Esse valor contrasta com os pequenos aumentos no salário mínimo real durante o período de crise (0,7% de taxa anual). A taxa de desemprego se reduziu em 2,6 p.p. durante o *boom*. No entanto, o desemprego explodiu em 5,1 p.p. no período de crise (de 6,5% em 2013 para 11,6% em 2016). No primeiro período o número total de empregados (mais de 15 anos) cresceu a uma taxa anual de 2,1% (de 77,6 milhões de trabalhadores em 2003 para 96,3 em 2013, reduzindo-se para 95,7 em 2016) contrastando com a taxa de crescimento anual de -0,2% durante a crise.

O consumo total cresceu a uma elevada taxa anual de 4% durante o *boom* das *commodities*, enquanto que sofreu uma redução anual de -1,7% durante o período de crise. Como já mencionado, o crescimento real do salário mínimo é um importante aspecto deste crescimento. A presença de políticas redistributivas na ‘base da pirâmide’ como as transferências de renda condicionadas (caso do Bolsa Família) teve relevante papel em aumentar o consumo total, assim como em reduzir a taxa de desemprego e aumentar a oferta de trabalho (SOARES, RIBAS E OSÓRIO, 2010). Durante a crise, aumentos no desemprego, a ausência de ajustes nos salários nominais, e maior inflação no contexto de redução da atividade econômica resultaram em uma forte contração do consumo total.

A expansão no crédito é também um aspecto relevante que elevou o consumo total durante o *boom*. O acesso a novos tipos de serviços financeiros, como o crédito consignado e a redução na taxa básica de juros, estimulou a expansão creditícia para os consumidores. A taxa básica de juros (SELIC) se reduziu em 14,6 p.p. (calculado pela média da taxa no ano) durante o período de crescimento das

---

<sup>57</sup>  $W$  consiste no salário nominal médio, enquanto  $L$  representa o emprego total na economia.  $P$  é o índice de preços.  $W/P$  representa o salário real médio.

*commodities* (de uma média de 22,8% em 2003 para uma média de 8,2% em 2013), o que fomentou aumento do crédito, não obstante a manutenção de altos *spreads* bancários.

## 2.2 Investimentos

Durante o período de *boom*, os investimentos cresceram a uma taxa anual de 5,4%. Porém, durante a crise houve uma grave contração, que resultou em uma taxa de crescimento anual de -8,2% (uma diferença de 13,6 p.p. entre os dois períodos). Nesta análise, a demanda efetiva é um aspecto central do comportamento macroeconômico. Isso valida o postulado keynesiano de que o investimento é uma decisão autônoma em relação à poupança. Investimento é uma decisão em que capitalistas realizam baseada na percepção sobre as condições do sistema econômico (Keynes 1936).

A taxa de investimento depende da percepção subjetiva dos capitalistas sobre retornos positivos em sua imobilização de capital, relacionada ao grau de incerteza na economia, e de aspectos objetivos como atividade econômica e a taxa básica de juros. Neste sentido, depressão no investimento ocorre por três principais mecanismos: (i) a redução no nível de utilização de capacidade causada pela redução na demanda (Bhaduri and Marglin 1990); (ii) os efeitos negativos do crescimento na taxa de juros; e (iii) efeitos negativos da incerteza no *animal spirit* dos capitalistas (Keynes 1936) gerados por fatores exógenos (p. ex. crise política). A função de investimento é dessa forma definida por Cimoli, Lima e Porcile (2016) como:  $I = f(\alpha, u, i)$ .<sup>58</sup>

Como proxy para o *animal spirit* dos capitalistas usa-se o Índice de Confiança Empresarial (ICE) da Confederação Nacional da Indústria (CNI). Para dimensioná-lo, adota-se o forte pressuposto de que o índice tem uma magnitude que reflete diretamente o humor dos investidores. Ao analisar o ICE, observa-se que durante o *boom* a confiança dos capitalistas cresceu numa taxa média anual de 1,5%. Isso resultou num crescimento total de 15,6% no período. Todavia, a crise teve um impacto muito grande na confiança, com uma média de crescimento de -10%. A redução total das expectativas durante a crise foi de -27,2%.

O nível de utilização de capacidade é medido pelo índice Nível de Utilização de Capacidade Produtiva (NUCI) da CNI. Durante o *boom* se observa um alto nível de utilização da capacidade produtiva (81,9% de ocupação média) com um crescimento de 3,4% durante todo o período. O ponto mais baixo no *boom* foi em 2009, em que a crise internacional levou o NUCI ao valor de 81%. Durante a crise a capacidade média de utilização de capacidade foi de 78,5%, sofrendo uma alta redução no período (-7,2 p.p.).

Como já mencionado, a taxa básica de juros sofreu alta redução no período de *boom* (redução de 14,6 p.p.), mas teve um crescimento de 5,8 p.p. durante a crise (média de 7,3% para 14,1%). Este aumento afeta o custo implícito de investimento. Na teoria keynesiana clássica, a taxa básica de juros

---

<sup>58</sup>  $I$  consiste na taxa de investimento,  $\alpha$  é o *animal spirit*,  $u$  a utilização de capacidade e  $i$  é a taxa básica de juros.

define o mínimo de lucratividade necessária (a risco zero) para os capitalistas realizar sua decisão de imobilizar capital. Uma taxa mais alta de juros reduz assim os incentivos para a realização de novos investimentos.

### 2.3 *Gastos do governo*

A taxa anual de crescimento dos gastos do governo durante o período do *boom* foi de 3,7%, mesma taxa de crescimento que o PIB. Durante a crise, o crescimento foi igual a -0,9%, um crescimento superior ao do PIB (-2,3%). O descompasso de crescimento na crise gerou um hiato no orçamento do governo e o aumento do deficit resulta em um forte debate sobre reduzir os gastos do governo. O argumento central reside na defesa da necessidade de uma política de austeridade que equipare o gasto governamental ao nível de crescimento, restituindo confiança e restaurando o equilíbrio do orçamento público.

O contra-argumento, em uma perspectiva keynesiana, está relacionado ao papel dos gastos do governo como variável autônoma capaz de impor medidas contracíclicas que permitam restaurar a demanda efetiva. O equilíbrio orçamentário assim só pode ser alcançado por meio de crescimento econômico. A contração do gasto governamental durante a crise opera de forma pró-cíclica, que aprofunda os problemas sem alcançar os efeitos desejados no equilíbrio orçamentário público. Uma queda no crescimento reduz a capacidade de arrecadação do governo, resultando em menor influxo de receitas.

Em uma terceira visão, da teoria estruturalista, o papel do gasto do governo não pode ser dissociado de sua relação com o setor externo. Economias que não são aptas a ofertar dívida externa em sua própria moeda nacional são suscetíveis a crises no balanço de pagamentos (CIMOLI ET AL. 2010). Restaurar a demanda efetiva é um relevante aspecto de medida contracíclica. No entanto, é necessário ter em conta que os efeitos podem aprofundar a crise por meio de deficits crescentes no setor externo.

Choques de demanda em países com uma estrutura produtiva especializada geram saída de recursos por meio de importações, elevando as restrições externas. A contração da demanda doméstica e a desvalorização da taxa nominal de câmbio resulta numa situação favorável para o aumento do superávit em conta corrente, base importante para a recuperação econômica. Quando este mecanismo é interrompido por aumentos exógenos na demanda doméstica os efeitos da crise podem se aprofundar. O papel do setor externo e de como ele se relaciona à parte produtiva da economia é desenvolvido nas próximas sessões.

### 2.4 *Setor externo e taxa de câmbio*

Na perspectiva estruturalista-thirlwaliana aqui adotada o setor externo joga um papel central em definir o comportamento de *boom* e crise em economias periféricas. Essa perspectiva permite relacionar o lado da demanda keynesiana com uma análise estruturalista do lado da oferta. Uma

estrutura produtiva diversa com um forte e dinâmico setor industrial é um aspecto fundamental do desenvolvimento econômico. A explicação retoma o modelo de Thirlwall, em que a taxa de crescimento compatível com restrições no BP segue, como definido por Dutt (2002):  $y^{BP} = f(p, F, x, m)^{59}$ .

Importação é a variável de demanda mais volátil em nossa análise. Durante o *boom*, o aumento no preço das *commodities* e a alta entrada de fluxos de capital criaram um ambiente em que o total das importações pôde crescer a uma impressionante taxa anual de 9,9%, em um contexto em que a taxa de câmbio valorizou 3,3% em média por ano. Esse comportamento contrasta com o ocorrido durante a crise, em que a taxa de crescimento das importações sofreu elevada queda anual (-8,9%). Houve forte queda na demanda doméstica devido à forte desvalorização cambial no período (crescimento anual médio de -17%). A conta corrente deteriorou-se durante o período de *boom*, especialmente após 2007. Durante esse período a conta corrente (em relação ao PIB) teve crescimento de -3,8 p.p. (de 0,7% a -3%). A redução foi especialmente maior entre 2004 e 2014 (-6 p.p.). Durante a crise houve uma recuperação da conta corrente em 1,7 p.p. principalmente pela forte redução das importações.

A evolução dos preços das *commodities* é central para explicar o comportamento do setor externo (termos de troca). Os quatro principais produtos de exportação brasileira são, respectivamente: minério de ferro, petróleo bruto, grãos de soja e carne bovina. Minério de ferro teve um impressionante crescimento médio anual de seus preços internacionais em 19,9% durante o *boom*. Petróleo bruto teve crescimento de 15,5%. Grão de soja teve crescimento anual de preços de 9,7%, e carne, 8,0%. Este alto crescimento de preços explica parcialmente dois importantes eventos ocorridos na economia brasileira: (i) a apreciação da taxa de câmbio e (ii) grande crescimento das exportações e importações (sem crise externa). O país pôde acumular um importante estoque de reservas internacionais com taxa de crescimento anual de 22,7% durante o *boom* e de 0,6% durante a crise. As reservas totais do Brasil terminaram 2016 em US\$ 364 bilhões.

## 2.5 Taxa de crescimento compatível com o balanço de pagamentos

O modelo de Thirlwall (1979) relaciona os lados da demanda e oferta da economia. Importações e exportações são escritos explicitamente como uma função de elasticidade preço e renda das importações e exportações, respectivamente  $M = \theta_M(1/P)^{-\mu}Y^\varepsilon$  e  $X = \theta_X(P)^{-\nu}Y_f^\delta$ .<sup>60</sup> Considerando o caso do longo prazo, em que se assume que não há alteração nos fluxos financeiros

<sup>59</sup>  $y^{BP}$  é a taxa de crescimento compatível com as restrições no balanço de pagamentos.  $p$  representa os termos de troca (em que os preços das *commodities* têm um papel central),  $F$  corresponde aos fluxos de capital e financeiros,  $x$  ao crescimento das exportações e  $m$  ao crescimento das importações. As últimas duas variáveis dependem da elasticidade preço e renda de exportações e importações.

<sup>60</sup>  $M$  e  $X$  representam importações e exportações.  $Y$  é o crescimento doméstico,  $Y_f$  o crescimento externo.  $\theta_M$  e  $\theta_X$  são constantes.  $P$  é o índice de preços que mede os preços relativos em moeda local.  $\mu$  e  $\nu$  são as elasticidades preço de importações e exportações.  $\varepsilon$  e  $\delta$  são as elasticidades renda de importações e exportações.



ou no crescimento dos termos de troca, a taxa de crescimento de longo prazo resulta no que é conhecido na literatura como ‘Lei de Thirlwall’, em que  $y^{BP} = \frac{\delta}{\varepsilon} y_f$ . Nesta, o crescimento compatível com o BP (taxa de crescimento de longo prazo) é dado pela razão entre a elasticidade-renda (exportações sobre importações) e crescimento do PIB mundial ( $y_f$ ).

De forma extremamente simplificada<sup>61</sup>, calcula-se a elasticidade-renda das importações e exportações como  $\varepsilon = \frac{\Delta M/M}{\Delta Y/Y}$  e  $\delta = \frac{\Delta X/X}{\Delta Y_f/Y_f}$ . Toma-se a média das elasticidade-renda para cada um dos períodos. Os resultados trazem importantes elementos ressaltando que durante o *boom* a elasticidade-renda das exportações foram de 2,38 enquanto a elasticidade renda das importações foram calculadas como 1,94. O valor da razão das elasticidades foi de 1,22. A taxa de crescimento compatível com as restrições no BP no período do *boom* foi de 3,6%. Isso significa que quando a economia cresce acima desse valor por um período longo de tempo se arrisca a entrar em crise no BP.

Durante a crise, a elasticidade-renda das exportações e importações foram 1 e 4,45, respectivamente, resultando numa razão de 0,22. Considerando que a média de crescimento mundial no período foi de 2,7%, a taxa de crescimento compatível com o BP foi igual a 0,61%. Este é um resultado importante, sendo essa taxa muito superior à efetiva observada no PIB (-2,3%). Isto abre espaço para aumentos autônomos na demanda (gasto do governo), elevando o crescimento doméstico sem gerar restrições externas. Ressalta-se que a discussão atual se enfoca no tema do déficit orçamentário do governo, não no setor externo. No entanto, em termos das restrições externas, um forte aumento no gasto governamental não resultaria em pressões dada a atual conjuntura. Este é um forte argumento a favor da expansão fiscal no atual período, ainda que necessite ser mais profundamente investigado.

Apesar de o Brasil ter mantido suas reservas internacionais líquidas, a crise é parcialmente explicada pela deterioração das condições no setor externo por meio da redução abrupta nos preços das *commodities* e da forte saída de fluxos de capital financeiro (aumento da incerteza). O ajuste não teve impacto nas reservas, mas afetou diretamente a taxa de câmbio, que sofreu forte depreciação, afetando salários reais e demanda agregada. A taxa de câmbio real foi ainda mais afetada pelo aumento da taxa de inflação, com o índice de preço ao consumidor (IPCA) crescendo a uma taxa média de 6,5% durante o *boom* contra 8,0% durante a crise (levando o Banco Central do Brasil a elevar a taxa básica de juros em uma média de 5,7 p.p.)

---

<sup>61</sup> Existe uma vasta literatura em mensurações de elasticidades renda e preço de importações e exportações por meio de análise de cointegração, que analisam as propriedades de longo-prazo das séries temporais. (Moreno-Brid 1998).

### 3. Estrutura econômica e taxa natural de crescimento

Há uma relação direta entre o padrão de diversificação e as elasticidades-renda (Cimoli and Porcile 2014). Desta forma, o equilíbrio do setor externo depende do que o país produz e exporta. Seguindo o regime de produtividade kaldoriano (SETTERFIELD, 2010), outra restrição econômica vem do lado da oferta e da produtividade. O país que não pode sustentar crescimentos na demanda com uma estrutura produtiva adequada não é capaz de gerar um crescimento econômico estável. Nesse sentido se insere o conceito de taxa natural de crescimento ( $y^n$ ), que é a taxa de crescimento cuja restrição se aplica pelo lado da oferta. Segue-se a ideia clássica do modelo Harrod-Domar em que a taxa natural é aquela que estabiliza o nível de emprego (Baumol 1949). Se a economia cresce (decrece) acima da taxa natural, o emprego cresce (decrece). A taxa natural de crescimento é dada por  $y^n = n + z$ .<sup>62</sup>

Durante o *boom*, a oferta de trabalho ( $n$ ) cresceu a uma taxa anual de 1,5%. Na crise este crescimento foi de 1,2%. A produtividade do trabalho cresceu anualmente a 1,6% durante o *boom* enquanto decresceu na crise (-2,1% de crescimento anual). A taxa natural de crescimento foi igual a 3,1% no primeiro período, enquanto que foi igual a -0,9% durante a crise. A economia operou acima de sua taxa natural durante o *boom*, o que explica o relevante aumento do emprego. O crescimento da atividade econômica foi superior às condições de oferta da economia, gerando pressões para aumentar a utilização de capacidade e contratar novos trabalhadores. O oposto ocorreu durante a crise, em que a taxa natural de crescimento foi igual a 1,4 p.p. maior que a taxa efetiva de crescimento resultando em aumento na taxa de desemprego.

O crescimento na oferta de trabalho é aqui considerado exógeno. Assim sendo, em busca de expandir a taxa natural de crescimento torna-se necessário analisar os fatores que moldam o crescimento da produtividade, o que é realizado seguindo uma versão modificada do modelo Kaldoriano modelada por Porcile e Spinola (2018),  $z = f(E, \frac{\delta}{\epsilon}, T, s)$ .<sup>63</sup> Usa-se como medida para o padrão de diversificação da economia ( $d$ ) a razão das elasticidade-renda (exportações sobre importações), em que  $\frac{\delta}{\epsilon} = f(d)$ . O padrão de diversificação pode ser empiricamente observado por meio da observação da estrutura econômica e os aspectos setoriais e de como a mudança estrutural se move em direção a setores mais (ou menos) intensivos em tecnologia moldam as possibilidades de crescimento econômico.

Usando uma decomposição setorial agregada: (i) agricultura/mineração, (ii) indústria manufatureira, e (iii) serviços, segue-se uma abordagem kaldoriana clássica em que o papel da

---

<sup>62</sup>  $n$  representa o crescimento da oferta de trabalho e  $z$  é o crescimento da produtividade do trabalho.

<sup>63</sup> Em que  $E$  é o nível de emprego,  $\delta$  é uma proxy para o padrão de diversificação, dada pela elasticidade-renda das exportações.  $T$  é o hiato tecnológico entre norte e sul, e  $s$  é uma proxy das capacidades de aprendizado da economia, dado pelo Sistema nacional de Inovação.

indústria é fundamental para o desenvolvimento econômico. Este é o setor mais produtivo e dinâmico, que gera *links* para outros setores, criando mecanismos de crescimento endógenos e multiplicadores. A teoria estruturalista clássica de Prebisch (1950), Singer (1950) e Furtado (1965) inspira essa visão. A composição setorial assim não é neutra – o que um país produz e exporta é de grande importância e define sua posição na divisão internacional do trabalho.

Durante o *boom* se observou uma taxa de crescimento anual de 3,5% para agricultura, 2,5% para manufatura e 4% para serviços. O crescimento teve assim um viés para os setores de serviços e para atividades de agricultura. O setor manufatureiro, apesar de apresentar crescimento positivo, cresceu a uma taxa menor do que a de outros setores. Durante a crise a situação se pôs ainda mais dramática. Agricultura teve uma taxa de crescimento anual de -0,2%, serviços -1% e o setor manufatureiro sofreu mais, com um crescimento anual de -6,8% durante a crise.

Considera-se o setor manufatureiro aquele de maior dinamismo econômico, com impactos fundamentais sobre a razão das elasticidades-renda. Uma redução no papel da manufatura significa (simplificadamente) aprofundar a especialização a setores de menor intensidade tecnológica. A especialização regressiva afeta as taxas de crescimento da economia (a taxa natural, e a restrita pelo BP) e interfere na taxa natural por meio de efeitos na produtividade. A mudança em direção a setores menos intensos em tecnologia (menor produtividade) resulta no que é chamado na literatura de *structural change burden* (Szirmai 2012) em que movimentos interssetoriais reduzem a produtividade agregada da economia e aumentam as restrições pelo lado da oferta. A especialização também afeta a elasticidade-renda das exportações, reduzindo a taxa de crescimento compatível com o BP – resultando em maior fragilidade da economia a crises externas.

## **Conclusão**

Os resultados mostram que anteriormente à crise a taxa efetiva de crescimento era superior tanto à taxa natural quanto à de crescimento restrita pelo BP. Isso foi possível pois: (i) a economia se encontrava abaixo do pleno emprego e (ii) a alta dos preços das *commodities* levou a aumentos dos termos de troca que relaxaram de forma temporária as restrições externas. Mudanças no ambiente econômico, com aumentos da incerteza (crise política), saída de fluxos financeiros e rápida redução dos preços das *commodities* foram os pontos iniciais para desencadeamento da crise numa interpretação estruturalista, associada à fragilidade produtiva, tecnológica e institucional de uma economia periférica como a Brasileira.

Na crise, a taxa efetiva de crescimento cresceu abaixo das outras duas, gerando desemprego. O fato de que a taxa de crescimento compatível com a restrição no BP cresceu acima da efetiva durante a crise abre espaço para aumentos na demanda autônoma sem a geração de pressões externas. Dessa forma há espaço para aumentos do gasto do governo operar de forma contracíclica. Critica-se

a política atual de austeridade, por ela ser incapaz de gerar impactos em reduzir o gasto governamental, além de aprofundar a crise por meio da redução da taxa efetiva de crescimento.

Por fim, é importante ressaltar o papel fundamental da diversificação econômica. Durante ambos os períodos a indústria perdeu sua importância relativa no sistema econômico. Considerando o papel fundamental da manufatura no processo de desenvolvimento econômico, os dados mostram que houve forte deterioração da estrutura (em ambos os períodos). Resulta-se em aumento da fragilidade e aprofundamento da posição subordinada do país na divisão internacional do trabalho. A grande redução nos investimentos durante a crise e a falta de perspectiva em solucionar as fontes de incerteza na economia tornam o cenário ainda mais dramático.

## **Agradecimentos**

Agradeço ao Prof. Dr. Gabriel Porcile pela grande ajuda técnica no desenvolvimento do modelo estruturalista usado nesta análise.

## **Referências bibliográficas**

- Baumol, William J. 1949. Formalisation of Mr. Harrod's Model. *The Economic Journal* 59: 625–629.
- Bhaduri, Amit, e Stephen Marglin. 1990. Unemployment and the real wage: the economic basis for contesting political ideologies. *Cambridge Journal of Economics* 14: 375–393.
- Cimoli, Mario, Gilberto Tadeu Lima, e Gabriel Porcile. 2016. The production structure, exchange rate preferences and the short-run—Medium-run macrodynamics. *Structural Change and Economic Dynamics* 37: 13–26.
- Cimoli, Mario, e Gabriel Porcile. 2014. Technology, structural change and BOP-constrained growth: a structuralist toolbox. *Cambridge Journal of Economics* 38: 215–237.
- Cimoli, Mario, Gabriel Porcile, e Sebastián Rovira. 2010. Structural change and the BOP-constraint: why did Latin America fail to converge? *Cambridge Journal of Economics* 34: 389–411.
- Confederação Nacional da Indústria. 2018. Séries Históricas. Disponível em: <http://www6.sistemaindustria.org.br/gpc/externo/estatisticaAcessoSistemaExterno.faces>
- Dutt, Amitava Krishna. 2002. Thirlwall's Law and Uneven Development. *Journal of Post Keynesian Economics* 24: 367–390.
- Furtado, Celso. 1965. Development and stagnation in Latin America: A structuralist approach. *Studies in Comparative International Development* 1: 159–175.
- Kaldor, Nicholas. 1975. Economic Growth and the Verdoorn Law--A Comment on Mr Rowthorn's Article. *The Economic Journal* 85: 891–896.
- Kalecki, Michał. 1971. Selected essays on the dynamics of the capitalist economy 1933-1970. Cambridge England: University Press.
- Keynes, John Maynard. 1936. The general theory of employment, interest and money. New York: Harcourt, Brace.
- Moreno-Brid, Juan Carlos. 1998. On Capital Flows and The Balance-of-Payments-Constrained Growth Model. *Journal of Post Keynesian Economics* 21: 283–298.
- Porcile, Gabriel, e Danilo Spinola. 2018. Natural, effective and BOP-constrained rates of growth: Adjustment mechanisms and closure equations. *PSL Quarterly Review*: Forthcoming.
- Prebisch, Raúl. 1950. The economic development of Latin America and its principal problems. Naciones Unidas Comisión Económica para América Latina y el Caribe (CEPAL).
- Setterfield, Mark. 2010. Endogenous Growth: A Kaldorian Approach. Working Papers. Trinity College, Department of Economics.
- Setterfield, Mark. 2011. The remarkable durability of Thirlwall's Law. *PSL Quarterly Review* 64: 393–427.

Singer, Hans W. 1950. The Distribution of Gains between Investing and Borrowing Countries. *The American Economic Review* 40: 473–485.

Szirmai, Adam. 2012. Industrialisation as an engine of growth in developing countries, 1950–2005. *Structural Change and Economic Dynamics* 23. SI: Firm Dynamics and SI: Globelics Conference: 406–420.

Taylor, Lance. 1991. *Income Distribution, Inflation, and Growth: Lectures on Structuralist Macroeconomic Theory*. MIT Press.

The World Bank. 2017. *World Development Indicators 2017*. Washington, DC. Disponible em: <https://data.worldbank.org/products/wdi>

Thirlwall, Anthony Philip. 1979. The balance of payments constraint as an explanation of the international growth rate differences. *PSL Quarterly Review* 32.

Thomson Reuters Datastream (2012). Time series data. Disponible em: <https://www.reuters.com/finance/commodity?symbol=GB@IB.1>

Verspagen, Bart. 1991. A new empirical approach to catching up or falling behind. *Structural Change and Economic Dynamics* 2: 359–380.

Anexo 1 – Brasil: Medidas das variáveis macroeconômicas, fases de *Boom*, 2003-2013, e de Crise, 2014-2016

Variáveis	2003- 2013	2014- 2016	Variáveis	2003- 2013	2014- 2016
<u>Taxa de crescimento anual PIB (Taxa Efetiva)*</u> ( $y^E$ )	<b>3.8%</b>	<b>-2.3%</b>	<u>Taxa de crescimento anual Taxa natural de crescimento</u> ( $y^N$ )	<b>3.1%</b>	<b>-0.9%</b>
PIB per capita*	3.8%	-2.5%	Produtividade do trabalho*	1.6%	-2.1%
Consumo* ( $C$ )	4.0%	-1.7%	Oferta de trabalho*	1.5%	1.2%
Investimento* ( $I$ )	5.4%	-8.2%	$E = y^E - y^N$	3.1%	-0.9%
Gastos do Governo* ( $G$ )	3.7%	-0.9%	<b>Taxa compatível BoP (<math>y^{BP}</math>)</b>	<b>3.6%</b>	<b>0.6%</b>
Importações* ( $M$ )	9.9%	-8.9%	Elasticidade-renda das importações ( $\epsilon$ )	1.9	4.4
Exportações* ( $X$ )	4.9%	2.3%	Elasticidade-renda das exportações ( $\delta$ )	2.4	1.0
Taxa de câmbio* ( $e$ )	3.3%	-17.3%	Razão de elasticidade-renda ( $\delta/\epsilon$ )	1.2	0.2
Preço minério de ferro**	20%	-12%	Crescimento do PIB do mundo ( $y_f^E$ )*	2.9%	2.7%
Preço petróleo bruto**	16%	-16%	<u>Crescimento VA preços constantes</u>		
Preço grão de soja**	10%	-9%	Agricultura*	3.5%	-0.2%
Preço carne bovina**	8%	2%	Indústria manufatureira*	2.5%	-6.8%
Salário mínimo*	5.2%	0.7%	Serviços*	4%	-1%
Número de pessoas empregadas*	2.1%	-0.2%	<i>Animal Spirit</i> (crescimento anual)***	1.5%	-10.0%
Entrada de IDE*	14%	4%	<i>Animal Spirit</i> (crescimento total)***	16%	-27%
Saída de IDE*	18%	-5%	Crescimento NUCI***	3%	-7%
			Nível médio NUCI***	81.9	78.5
<u>Pontos Percentuais</u>					
Mudanças na taxa de desemprego* (p.p.)	-2.6	5.1	Balanço na conta corrente* (crescimento anual)	-3.8%	1.7%
Variação da taxa de juros media* ano inicial – ano final (p.p.)	-14.7	5.7	Total de reservas (crescimento anual) *	22.7%	0.6%

Fonte: \*World Bank Database (2017). \*\*Thomson Reuters Datastream (2012), World Bank. \*\*\*CNI (2018)

# CRESCIMENTO, EMPREGO E MUDANÇA ESTRUTURAL: TEORIAS E EVIDÊNCIAS PARA A ECONOMIA BRASILEIRA (2012-2017)

Eliane Araújo<sup>64</sup>  
Elisangela Araújo<sup>65</sup>  
Flávia Vinhaes<sup>66</sup>

**Resumo:** Este artigo analisa a relação entre crescimento, emprego e mudança estrutural, com o foco no mercado de trabalho brasileiro entre 2012-2017. Como pano de fundo tem-se uma discussão da literatura que considera o crescimento econômico de longo prazo como função da capacidade de um país gerar postos de trabalho em setores de maior produtividade, mais especificamente a manufatura e os serviços sofisticados, que se referem a certos serviços de alta produtividade e conectados com a indústria manufatureira, tais como, finanças, engenharia, design, contabilidade, consultoria e telecomunicações, dentre outras. Através de uma análise de dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílio Contínua (PNADc/IBGE), é possível observar um distanciamento do país dessa condição para o desenvolvimento, uma vez que o mercado laboral nos últimos anos se encaminhou na direção oposta, com o crescimento relativo do emprego no ramo dos serviços tradicionais, cenário que tem como agravante, a vulnerabilidade e a precariedade decorrente das políticas/reformas ultraliberais adotadas, principalmente após 2016.

**Palavras-chave:** Mercado de Trabalho; Mudança Estrutural; Emprego.

**Abstract:** This paper analyzes the relationship between growth, employment and structural change, focusing on the Brazilian labor market between 2012-2017. In the background there is a discussion of the literature that reports long-term economic growth as a function of a country's ability to generate jobs in sectors of higher productivity, that is, in manufacturing and sophisticated services, which refer to certain high productivity services and connected with the manufacturing industry, such as finance, engineering, design, accounting, consulting and telecommunications, among others. Through a data analysis of the National Survey by Sample of Continuous Domicile (PNADc/IBGE), this research observes a distancing of the country from this requisite to promote its development, since the labor market in recent years has moved in the opposite direction, with the relative growth of employment in the traditional services sector, a scenario that has as an aggravating factor the vulnerability and the precariousness of ultraliberal policies/reforms adopted, especially after 2016.

**Keywords:** Labor Market; Structural Change; Employment.

## 1. Introdução

A partir de meados dos anos 2000, a economia brasileira iniciou um período de crescimento relativamente elevado – 4,5% a.a., em média, entre 2004 e 2010 – o que repercutiu na substancial melhoria dos níveis de emprego e renda no país. A inversão da orientação da política econômica, ao assumir um caráter mais desenvolvimentista após 2003, veio acompanhada de avanços econômicos e sociais importantes, em especial, no mercado trabalho, com a queda firme da taxa de desemprego

---

<sup>64</sup> Professora da UEM, Presidente da AKB e Pesquisadora do CNPq, e-mail: elianedearaujo@gmail.com

<sup>65</sup> Professora da UEM, elisangela15.araujo@gmail.com

<sup>66</sup> IBGE, flaviavinhaes@uol.com.br

que atingiu, em 2014, o menor nível desde 2002. Após 2015, porém, a economia apresentou um ponto de inflexão e ingressou em uma das mais graves crises de sua história.

A despeito dos avanços obtidos nos anos 2000, foram várias as críticas ao modelo de desenvolvimento adotado, ganhando destaque discussões acerca do avanço da mudança estrutural regressiva (PALMA (2005); GALA et al. (2017); FIRPO e PIERE (2017)). De fato, como elemento em curso desde os anos 1990, a participação da indústria no PIB declinou fortemente nos últimos anos, alcançando apenas 11,4% em 2016, sendo o crescimento obtido a partir de setores pouco dinâmicos, a exemplo dos serviços tradicionais (comércio e serviços pessoais, como restaurantes, vestuário, cabelereiros); além de obras de infraestrutura (moradias populares, através do “Programa Minha Casa, Minha Vida”, por exemplo); dentre outras atividades que se expandiram devido ao aumento da massa salarial, ao dinamismo do comércio internacional, das políticas de transferência de renda e assistência social e da expansão do crédito.

Essa trajetória é problemática segundo um crescente número de estudos que tem suportado a visão de que, em longo prazo, o desenvolvimento econômico depende do esforço e da capacidade dos países de gerar empregos em setores avançados, isto é, no setor manufatureiro e, mais recentemente também, em uma gama de serviços chamados “sofisticados” que, por apresentarem uma elevada conexão com o setor manufatureiro, possuem alta produtividade e dinamismo (MCMILLAN, RODRIK e SEPÚLVEDA (2016); GALA et al. (2017)). De fato, para vários teóricos do desenvolvimento inspirados na tradição keynesiana, estruturalista e outras vertentes heterodoxas, a realocação da mão de obra de setores tradicionais para tais setores “modernos” se constitui no cerne de uma trajetória de crescimento virtuosa, primeiro pelo aumento da produtividade *inter* e *intrasectorial* e, a partir daí, pela mudança induzida nos chamados “fundamentos” (instituições, capital humano) para o crescimento sustentado.

A luz dessa teoria, o Brasil se constitui num contraexemplo: um país de renda média, que já sofreu uma profunda transformação estrutural entre as décadas de 1950 a 1980, transferindo grande parte dos trabalhadores da agricultura para a indústria, mas que, nas décadas recentes, ao se inserir no contexto da globalização, se voltou para as oportunidades propiciadas pelas vantagens comparativas – *commodities* básicas e produtos de baixo valor agregado, tendo direcionado para o ramo dos serviços tradicionais a maior parcela da força de trabalho (FIRPO e PIERE (2016); PALMA (2011)).

Em vista do exposto, este artigo tem como objetivo analisar a relação entre crescimento, emprego e mudança estrutural, com o foco no comportamento do mercado de trabalho brasileiro após 2012. Inspirado na literatura não convencional sobre a relação entre crescimento e estrutura produtiva, este trabalho faz uma análise dos dados extraídos da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílio Contínua (PNADc), do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) através da qual se



evidencia que o mercado laboral nos últimos anos obteve crescimento relativo do emprego predominantemente no ramo dos serviços tradicionais, tais como comércio e serviços pessoais (restaurantes, vestuário, cabelereiros). A referida dinâmica vai na contramão da visão mencionada, que enfatiza a importância da mudança estrutural para o desenvolvimento sustentado.

Este artigo se encontra estruturado da seguinte forma. Após esta introdução, a Seção 2 discute a relação entre crescimento econômico, emprego e mudança estrutural, que ressalta a relevância da realocação do trabalho dos setores tradicionais para os setores dinâmicos. A terceira seção faz uma análise do comportamento do mercado de trabalho no Brasil entre 2012-2017 a partir dos dados da PNADc/IBGE. Finalmente, a guisa de conclusão, traz-se uma discussão dos principais resultados e implicações de políticas.

## **2. Relação entre crescimento econômico, emprego: aspectos teóricos**

Nos modelos econômicos de inspiração neoclássica, não existe distinção quanto à importância de um determinado setor de atividade para o crescimento. Não importa, portanto, a contribuição que cada setor individual proporciona na geração do produto total, pois tanto a agricultura, a indústria e os serviços, e mesmo atividades ligadas à pesquisa e ao desenvolvimento, se apresentam indiferentes em termos de suas contribuições para o crescimento do produto.

A ascensão de uma visão alternativa nas últimas décadas ligada, principalmente, aos autores pós-keynesianos/neoestruturalistas, traz uma importante contribuição ao debate ao enfatizar que o processo de desenvolvimento não é neutro, mas envolve necessariamente uma mudança estrutural. Nesse processo, o setor manufatureiro tem papel central dada a sua capacidade de gerar e propagar mudanças tecnológicas; no crescimento da produtividade – setorial e total; na geração de externalidades positivas e sinergias; além de contribuir para a sustentabilidade do balanço de pagamentos, gerar ganhos de comércio e, por essa razão, estar intensamente relacionado ao processo de *catching up* (PALMA, 2005). A ideia central é que, ao longo do processo de desenvolvimento, os recursos de um país precisam ser realocados das atividades tradicionais como a agricultura e mineração, para as atividades econômicas modernas, por exemplo a indústria de transformação, sendo esse um fator que resulta no aumento da produtividade total e na sustentação do crescimento (VRIES, TIMMER e VRIES, 2013).

Há, nesse sentido, uma transição a ser realizada pelos países de renda baixa e que envolve a saída de uma condição na qual a agricultura é predominante e representa uma parcela expressiva do emprego total, para outra na qual o setor manufatureiro se expande. Nessa fase intermediária, a indústria tem um papel fundamental no aumento da produtividade da economia – setorial e total – e prossegue se expandindo até alcançar um pico no nível de renda média, a partir do qual começa a declinar em termos relativos. Nesta etapa, a economia se move para uma nova configuração

alcançando altos níveis de renda *per capita*, com a predominância do setor de serviços para o qual se desloca a maior parcela da força de trabalho (MAC GREGOR e VERSPAGEN, 2016).

GALA (2017) enfatiza que as possibilidades de mecanização e especialização são maiores na manufatura do que em outros setores ressaltando, ainda, o potencial dos chamados “serviços sofisticados” tais como, finanças, engenharia, design, contabilidade, consultoria e telecomunicações, que são atividades de alta produtividade e conectados com indústria manufatureira. Nestas atividades predomina uma maior divisão do trabalho, potencial para avanço tecnológico, economias de escala, aglomeração e redes, que produzem impactos dentro e fora do setor manufatureiro. A expansão dos serviços sofisticados, segundo o autor, tem sido de grande importância em países como a Índia, Sri Lanka e Singapura, sendo constatado em sua análise *across countries* que um aumento do grau de complexidade econômica pode ser obtido quando a parcela relativa de trabalhadores ocupados na manufatura e em serviços sofisticados se expande.

Corroborando com Palma (2005), os achados empíricos de Rodrik, McMillan e Sepulveda (2016) indicaram que os incrementos da produtividade de diversos países, desenvolvidos e em desenvolvimento, são advindos da realocação da força de trabalho, que se desloca para setores mais produtivos, como a indústria e serviços modernos. Os autores observaram que os países que apresentam crescimento rápido e sustentado o fizeram pela expansão continuada da produtividade do trabalho e que, tal resultado, tem forte correlação com a mudança estrutural advinda do crescimento da parcela relativa da força de trabalho na manufatura e em serviços modernos.

É neste sentido que a tendência à desindustrialização das últimas décadas vem se traduzindo em uma preocupação, tanto em economias avançadas, como em desenvolvimento<sup>67</sup> ((PISANO e SHIH (2009); BRESSER-PEREIRA (2014); PALMA (2005)). Particularmente na economia brasileira, o debate gira em torno do processo de desindustrialização precoce e suas implicações, as quais se somam recentemente o impacto das contrarreformas ultraliberais, principalmente após 2016.

### **3. Caracterização do mercado de trabalho brasileiro: uma análise dos dados da PNADc (2012-2017)**

As características do mercado de trabalho brasileiro foram forjadas na ocasião da industrialização promovida pelo Plano de Metas no governo de Juscelino Kubitschek quando grandes empresas aqui se instalaram. Entretanto, foi na década de 1970, durante o governo militar, que a classe média apresentou forte expansão, estimulando as políticas de proliferação de empregos

---

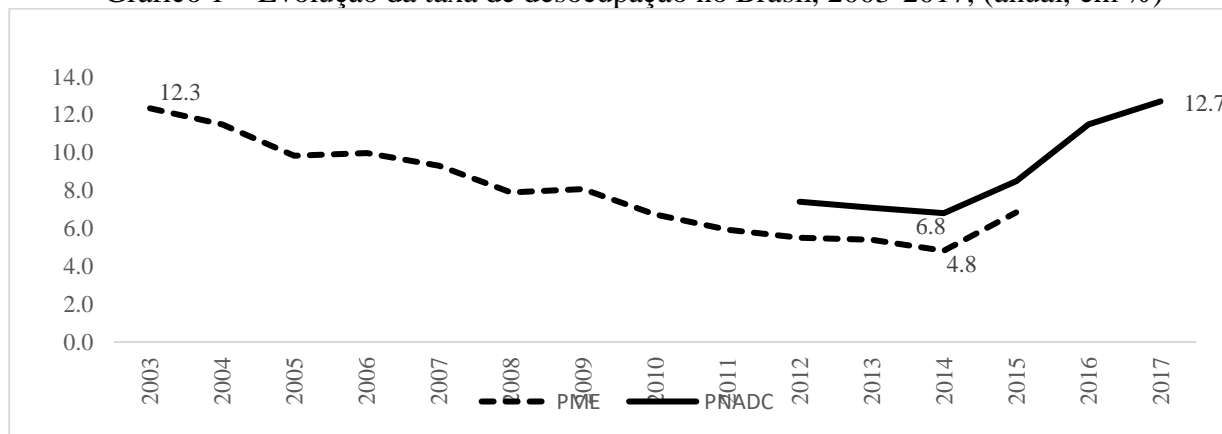
<sup>67</sup> De 1970 a 2015, com exceção das regiões asiáticas, houve uma redução generalizada da participação do setor manufatureiro no valor adicionado (VA) total: nos países em desenvolvimento, a participação do setor industrial no VA caiu de 32,5% para 23,8%, enquanto que os serviços se elevaram de 64,8% para 75%. Nas economias em desenvolvimento, a participação média do setor serviços no VA também se elevou no período, de 43,8% para 54,2%, enquanto que o setor industrial manteve-se relativamente estável em torno dos 39-40%, mas com trajetórias substancialmente distintas em termos regionais/individuais. Para mais, veja UNSD (2017).

associados à intensa desigualdade de renda. (POCHMANN, 2014). Naquele então, um contingente expressivo da população se voltou à realização de atividades informais e precárias, relacionadas à subsistência e à oferta de serviços pessoais à nascente classe média, gerando nítida fragmentação entre empregados formais, assalariados com carteira e o trabalhador por conta própria ou sem registro, com desdobramentos sobre a desigualdade de renda.

Quadros (2007) identificou que da década de 1980 ao início dos anos 2000, o que se observou foi um estreitamento dos canais de ascensão social que se materializou no encolhimento da classe média e de um baixo dinamismo ocupacional percebido pela incapacidade da economia em gerar oportunidades. Vários estudos acerca deste período, quando se inauguraram as políticas neoliberais no Brasil, se aprofundaram sobre os impactos no emprego num contexto de reestruturação produtiva, terceirização e elevadas taxas de desocupação.

Em período recente, particularmente de 2003 até meados de 2014, o mercado laboral brasileiro, sob os governos trabalhistas, registrou importante expansão do emprego, sobretudo do emprego formal, assim como da renda do trabalho e da renda domiciliar (decorrente dos programas de transferência de renda e do impacto do aumento do salário mínimo no piso da previdência), repercutindo positivamente no aumento da contribuição previdenciária. Foi em 2014, momento virtuoso no mercado de trabalho, que se observou as menores taxas de desocupação registradas por diversas pesquisas, conforme mostra o Gráfico 1, a seguir.

Gráfico 1 – Evolução da taxa de desocupação no Brasil, 2003-2017, (anual, em %)

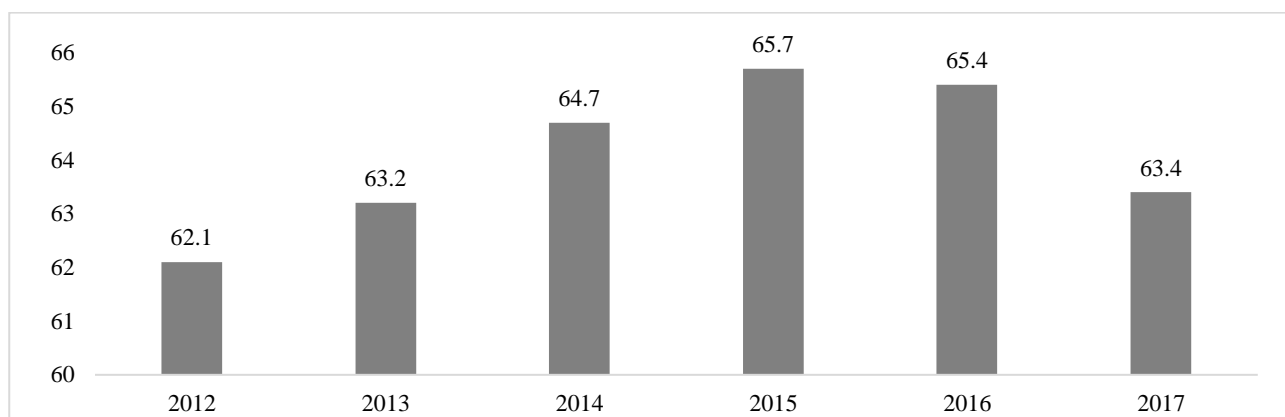


Fonte: IBGE (2018).

Nota: Entre 2003 e 2015, dados da Pesquisa Mensal do Emprego. Entre 2012 e 2017, dados da PnadC.

A evolução do percentual de ocupados contribuintes, em qualquer trabalho, para o Instituto de Previdência (tanto municipal quanto estadual ou federal) ratifica a avaliação de que a recessão de 3,5%, tanto em 2015 quanto em 2016, impôs um alto custo não apenas ao trabalhador, mas também ao orçamento da seguridade social, que registrou queda do percentual de ocupados contribuintes já a partir de 2016, como evidencia o Gráfico 2.

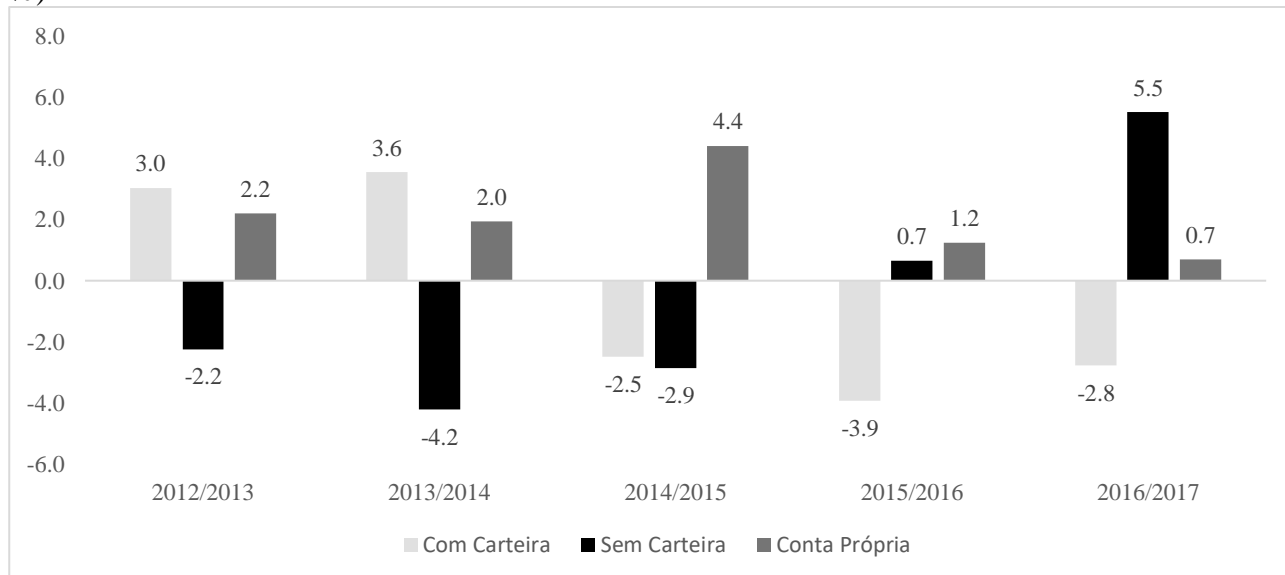
Gráfico 2 – Brasil: Percentual de ocupados contribuintes da Previdência Social, 2003-2017 (4º trimestre de cada ano, em %)



Fonte: IBGE (2018).

Os anos que se seguiram, pautados por contrarreformas e políticas de austeridade fiscal, com forte contração de investimentos e gastos públicos, repercutiram no mercado laboral sob a forma do aumento da desocupação e da precariedade das relações de trabalho. Isso é facilmente observável por meio da queda dos vínculos com carteira assinada e a expansão do trabalho por conta própria, assim como pelo aumento dos vínculos sem carteira assinada, como indicado no Gráfico 3.

Gráfico 3 – Variação dos ocupados segundo a situação de ocupação, 2012-2017 (variação anual, em %)



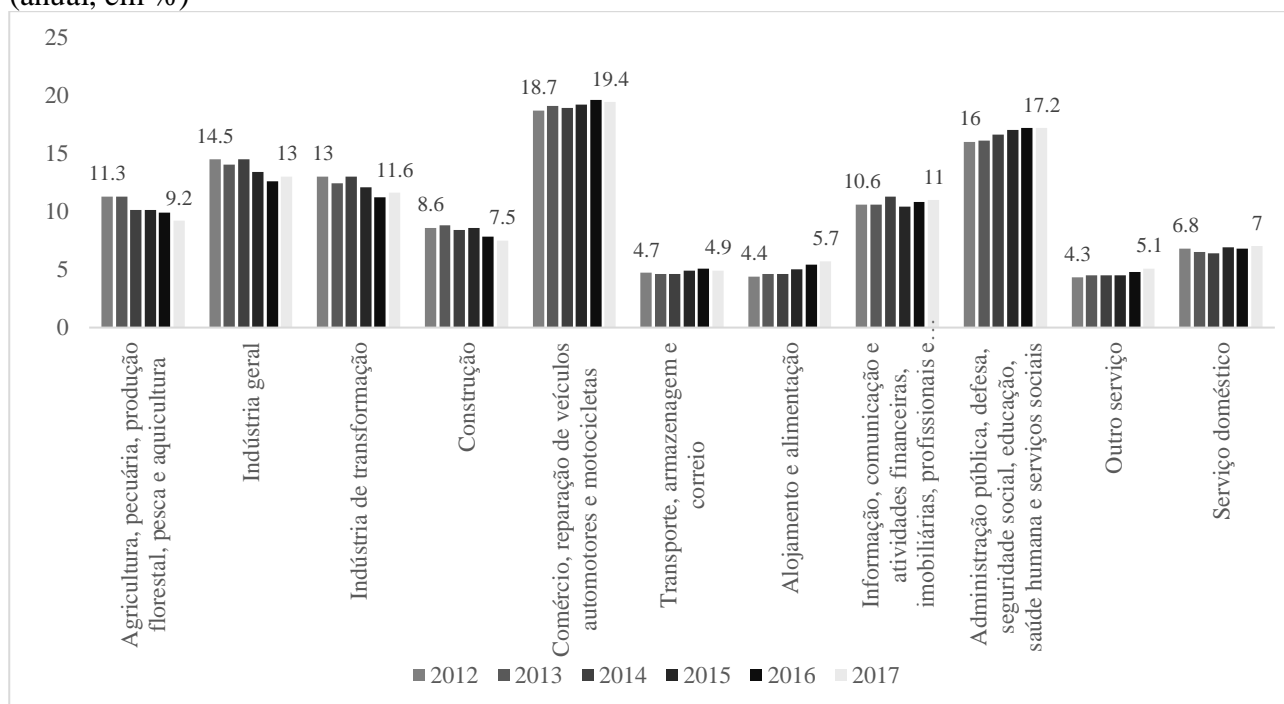
Fonte: IBGE (2018).

É possível observar que houve uma variação positiva de vínculos com carteira assinada até 2014. À medida que este tipo de vínculo varia negativamente, nota-se a variação positiva do contingente dos trabalhadores por conta própria, que pode ser explicada como resposta à ruptura do vínculo formal, no qual o trabalhador que resgatou FGTS e teve acesso ao seguro desemprego pôde empreender, passando a ser um trabalhador por conta própria, por isso, uma forte elevação deste

contingente, em 2015, frente a 2014. Nos anos subsequentes, com a queda dos ocupados com carteira, se observa a ‘retomada’ da ocupação sem carteira assinada, principalmente em 2017, quando a economia cresceu 1,0%, desacelerando a escalada do desemprego. Em suma, a incipiente retomada do emprego se deu via contrato informal de trabalho, sem a garantia dos direitos trabalhistas.

A análise por grupos de atividade demonstrou que nos três primeiros grupamentos, quais sejam, a agricultura e pecuária, a indústria geral e a construção, houve queda da participação dos ocupados enquanto atividades como alojamento e alimentação, comércio, administração pública e outros serviços apresentaram aumento na participação da ocupação, indicando que foram estas atividades que mais absorveram ou não dispensaram mão de obra no período da crise enquanto que as primeiras não retiveram seus trabalhadores.

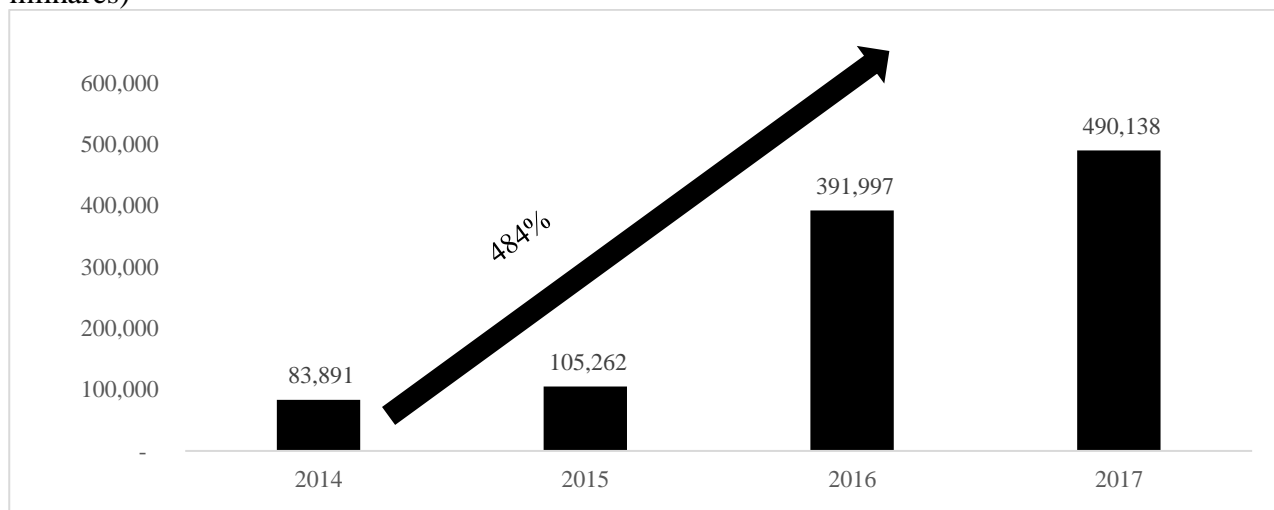
Gráfico 4 – Brasil: Distribuição dos ocupados segundo os grupamentos de atividades, 2003-2017 (anual, em %)



Fonte: IBGE (2018).

Com base nos dados apresentados, é possível inferir que a desaceleração da desocupação em 2017 se deu com base no aumento dos postos de trabalho sem registro em carteira e hegemonicamente no setor de serviços, em que parte deste contingente encontrava-se nos serviços não superiores/sofisticados. Para ilustrar, o Gráfico 5 demonstra o aumento de trabalhadores na atividade de alojamento e alimentação, de 2014 a 2017, especificamente na ocupação de ambulantes, em que os serviços de ambulantes (a ocupação também é composta pelo trabalho em comércio ambulante que registrou queda no período) apresentaram um incremento de 484%.

Gráfico 5 – Brasil: ocupados nas atividades de Alojamento e Alimentação, 2003-2017(anoal, em milhares)



Fonte: IBGE (2018).

Estes serviços consistem na preparação e venda de alimentos em vias públicas, exemplificado pelos vendedores de churrasquinho, tapioca, *food truck* e similares. Portanto, se trata de atividades que não demandam demasiada qualificação e surgem como forma de geração de renda em momentos nos quais o mercado laboral formal é insuficiente para absorver esta mão de obra. A partir do exposto, é possível perceber que a economia brasileira seguiu uma trajetória oposta à requerida para a expansão da produtividade e sustentação do crescimento.

#### 4. Discussão dos resultados e implicações de políticas

O processo que move uma economia de renda baixa/média para níveis de renda mais elevados pode ser descrito como um processo de expansão continuada da produtividade do trabalho, relacionado à realocação de parcela relativa de trabalhadores dos setores tradicionais, para os setores modernos, processo que várias economias lograram êxito ao longo do século XX, e mesmo no início do presente século. Tal não foi a realidade da economia brasileira.

Segundo Palma (2005) as economias latino-americanas, diferente de outros países da Ásia, África e Europa, desde 1970 até hoje, foram capazes de gerar emprego na mesma proporção que o crescimento do PIB, o que não se verificou em nenhuma outra região do mundo. Tal característica faz com que, diferente dos demais países fora da América Latina, se tenha uma alta elasticidade do trabalho que leva a região a gerar duas vezes mais empregos do que os demais países do mundo, mediante o crescimento da economia.

Todavia, segundo o autor, esse fenômeno, que poderia ser atribuído a uma vantagem, ocorre exclusivamente devido à ampla participação do setor de serviços na geração de empregos, setor este característico por relações precárias de trabalho. Outro ponto negativo apontado por Palma (2005) é que a geração deste tipo de emprego pode impulsionar a economia a crescer em torno de até 3% ao

ano e com isso desestimular o aumento do investimento por trabalhador e outras políticas de desenvolvimento industrial e tecnológico. Ou seja, a excessiva flexibilidade do mercado de trabalho (no sentido da alta elasticidade) é apontada como causa da baixa produtividade e baixo crescimento econômico, majoritariamente devido ao impacto negativo no investimento por trabalhador e pela modesta absorção do trabalho pelos setores modernos (alta produtividade) e pela necessidade de alta absorção no setor de serviços (baixa produtividade), grande parte via setor informal.

Nessa linha de argumentação McMillan e Rodrik (2011) examinaram 38 países (29 em desenvolvimento e 9 de alta renda) constatando que, entre 1990 e 2005, os países asiáticos experimentaram aumento de produtividade advinda das mudanças estruturais que realocaram trabalhadores nos setores mais dinâmicos, notoriamente, a manufatura, enquanto os países africanos e latino-americanos não experimentaram as mesmas mudanças. Uma interpretação para o caso brasileiro em específico, é que as reformas econômicas em direção à abertura afetaram negativamente o crescimento, tendo ocorrido uma mudança estrutural inversa, derivada do fato de que o país se manteve especializado em setores com vantagens, como agricultura e extração mineral, as quais têm baixa produtividade e capacidade de estimular o crescimento sustentado.

Finalmente, como agravante desse modelo que está voltado para atividades de baixa produtividade/baixo potencial para o crescimento, em novembro de 2017 entrou em vigor no Brasil a nova lei trabalhista que alterou a regulação das relações laborais, mudando o direito e a justiça do trabalho, introduzindo formas de contratação precárias e atípicas como o contrato intermitente, a negociação da dispensa e a terceirização de atividades fim (através da lei de terceirização aprovada no primeiro trimestre do mesmo ano). Aspectos como a flexibilização da jornada de trabalho, o pagamento por produtividade, a alteração de normas de saúde e segurança do trabalho para gestantes e lactantes, a fragilização sindical decorrente da descentralização das negociações e a limitação do acesso à Justiça do Trabalho fazem desta reforma um código muito mais de caráter empresarial do que laboral, desmanchando a estrutura de proteção fundada no direito do trabalho, afetando de forma decisiva as fontes de financiamento da seguridade e criando dificuldades para os trabalhadores comprovarem o tempo de contribuição.

Os reais impactos no mercado de trabalho ainda são desconhecidos. Sob o pretexto de que tais mudanças buscam promover o aumento do emprego, num cenário de altas taxas de desocupação e crescente expansão do emprego precário, tal ruptura com a antiga Consolidação das Leis do Trabalho reserva aos trabalhadores um ambiente incerto de condições de trabalho e remuneração.

## Referências bibliográficas

- FIRPO, S.; PIERI, R. 2016. *Structural change, productivity growth, and trade policy in Brazil*. In: MCMILLAN, M.; RODRIK, D. SEPÚLVEDA, C. (eds). *Structural change, fundamentals, and growth: A framework and Case Studies*. Washington: International Food Policy Research Institute.
- FOSTER-MCGREGOR, N.; VERSPAGEN, B. 2016. *The role of Structural transformation in the potential of Asian economic growth*. *Asian Development Bank*, n°. 479, Filipinas: ADB.
- GALA, P.; CAMARGO, J.; MAGACHO, G.; ROCHA, I. 2017. Sophisticated jobs matter for economic development: an empirical analysis based on input-output matrices and economic complexity. Texto para discussão 439. São Paulo: FGV/EESP.
- INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA (IBGE). 2018. Pesquisa por Amostra de Domicílio contínua (2012-2017). Disponível em [www.ibge.gov.br](http://www.ibge.gov.br). Acesso em 20 de abril de 2018.
- MCMILLAN, M.; RODRIK, D. SEPÚLVEDA, C. (eds). 2016. *Structural change, fundamentals, and growth: A framework and Case Studies*. Washington: International Food Policy Research Institute.
- MELLO, J; NOVAIS, F. 2009. *Capitalismo Tardio e Sociabilidade Moderna*. Unesp: São Paulo.
- PALMA, J. G. 2005. Four sources of “de Industrialisation” and a new concept of the “Dutch disease”. J. A. Ocampo (ed.). *Beyond Reforms: Structural Dynamics and Macroeconomic Vulnerability*, New York: Stanford University Press and World Bank.
- PALMA, J. G. 2011. *Why has productivity growth stagnated in most Latin American countries since the neo-liberal reforms?* Cambridge Working Papers in Economics, n. 1030.
- PISANO, G. P.; SHI, W. C. 2009. Restoring American Competitiveness. *Harvard Business Review*. vol. 87, n. 7.
- PNADC. Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua. (2012-2017). Disponível em [www.ibge.gov.br](http://www.ibge.gov.br) Acesso em 20 de março de 2018.
- POCHMANN, M. 2014. *O Mito da Grande Classe Média: capitalismo e estrutura social*. Editora Boitempo: São Paulo.
- QUADROS, W. 2008. *A evolução da estrutura social brasileira: nota metodológica*. Série textos para discussão, n. 148. Unicamp: Campinas
- TEIXEIRA, M. O. (Org). 2017. *Contribuição Crítica à Reforma Trabalhista*. UNICAMP/CESIT, Campinas.
- UNSD - National Accounts Main Aggregates database. 2017. Disponível em: <https://unstats.un.org>. Acesso em 15 de dezembro de 2017.
- VRIES, G.; TIMMER, M.; VRIES, K. 2013. Structural transformation in Africa: Static gains, dynamic losses. *Groningen Growth and Development Centre Memorandum*.



# OS EFEITOS DA CRISE ECONÔMICA DE 2015-2017 SOBRE O MERCADO DE TRABALHO BRASILEIRO

Lauro Mattei<sup>68</sup>

**Resumo:** Neste texto discute-se a evolução do desemprego no Brasil a partir de 2015, quando a economia do país entrou em crise. Inicialmente apresenta-se a trajetória do desemprego entre 2003-2014, destacando-se 2014 como sendo o período em que o país obteve a menor taxa já registrada. A partir de 2015 esse indicador voltou a crescer fortemente, atingindo todas as grandes regiões e setores de atividade econômica. Mesmo o pequeno crescimento econômico ocorrido no segundo semestre de 2017 não foi suficiente para reverter a tendência do desemprego, que voltou a crescer no primeiro trimestre de 2018. Com isso, mais de 13 milhões de trabalhadores encontram-se desempregados atualmente no Brasil, com efeitos diretos sobre a esfera social, cujos indicadores de pobreza voltaram a crescer nos três últimos anos.

**Palavras-chave:** Brasil; Crise Econômica; Desemprego

**Abstract:** In this paper we discuss the labor unemployment condition in Brazil after the beginning of the 2015 economic crisis. In the first section the unemployment trajectory from 2003 to 2014 is presented, highlighting the country's best achievement of this index in 2014. However, since 2015 the unemployment level is growing up in all country regions and economic sectors. Despite the fact of low economic growth rates in the second semester of 2017, this result was not sufficient to reduce the unemployment rates, whose tendency grew again in the beginning of 2018. The results are that Brazil today has around 13 million workers in an unemployment condition. This situation has directly negative effects in the social sphere increasing the poverty indicators.

**Keywords:** Brazil; Economic Crisis; Unemployment

## Introdução

Analisando o funcionamento do mercado de trabalho numa perspectiva histórica, observa-se que ele sempre esteve submetido ao comportamento geral da estrutura produtiva, a qual se transforma e também é transformada por fatores estruturais e conjunturais, especialmente em períodos de crise econômica. Tais aspectos sugerem que as análises devam partir e/ou considerar as configurações mais gerais dos sistemas produtivos contemporâneos para analisar os possíveis impactos deles sobre o mercado de trabalho de um determinado país.

No caso brasileiro, vimos que o ritmo de crescimento da economia entre 2003 e 2014 teve contribuição decisiva para a geração e expansão de postos de trabalho, sobretudo no mercado formal. Neste caso, observou-se que os Postos Formais de Trabalho (PFT) cresceram aproximadamente 68% entre 2003 e 2014. Contudo, com a emergência da crise econômica a partir de 2015, houve uma retração das atividades econômicas, com efeitos diretos sobre o mercado de trabalho brasileiro, desfazendo-se a conjuntura favorável que predominou no período 2003-2014. Com isso, nota-se que nos últimos três anos (2015-2017) as taxas de desemprego cresceram em praticamente todos os setores de atividades econômicas, destacando-se a enorme redução das ocupações formais de trabalho

---

<sup>68</sup> Professor da UFSC, e-mail: l.mattei@ufsc.br

após 2014.

Neste sentido, o presente texto analisará os efeitos da crise econômica entre 2015-2017 sobre o mercado de trabalho brasileiro, abordando duas dimensões: por um lado, serão discutidos os impactos da crise sobre o mercado de trabalho agregada e regionalmente e, por outro lado, serão analisados os efeitos da crise sobre o mercado formal de trabalho. Em ambas as dimensões será analisado o comportamento dos distintos ramos de atividade, como forma de identificar os efeitos da crise econômica sobre o mercado de trabalho em cada setor de atividade econômica.

## **1. Breves notas sobre reconfigurações recentes no mundo do trabalho no Brasil**

O final do século XX foi marcado por grandes transformações estruturais que causaram impactos no mundo do trabalho. A mudança do modo de produção aliada a outros fatores como a terceira revolução tecnológica, a nova divisão internacional do trabalho, a desregulamentação dos mercados, a abertura comercial e a maior ação das empresas transnacionais, levaram a um processo de reestruturação produtiva, pautado pelo receituário neoliberal que visava reduzir os custos e aumentar a produtividade do trabalho.

No que diz respeito à relação entre reestruturação produtiva e relações de trabalho no Brasil, observa-se que

Combinando a flexibilidade produtiva garantida pela informatização com novas configurações entre o centro e a periferia da força de trabalho, as empresas brasileiras entraram, tardia porém decididamente, na era do *reporting* (prestação de contas aos acionistas), do *track recording* (histórico de desempenho) e do *downsizing* (enxugamento). E, ao longo da chamada “Era FHC”, um novo modelo de desenvolvimento pós-fordista periférico consolidou-se, renovando as formas de desigualdade no contexto do aumento do desemprego de massas. Por exemplo, entre 1989 e 1999 a quantidade de desempregados ampliou-se de 1,8 milhão para 7,6 milhões, com uma elevação da taxa de desemprego aberto de 3% para 9,6% da PEA [...]. Associada ao aumento do desemprego, a onda de privatizações da segunda metade dos anos 1990 foi uma das formas encontradas pelo governo FHC para criar um ciclo de negócios capaz de potencializar a acumulação de capital financeiro [...]. A estrutura econômica brasileira, não sem conflitos, é verdade, foi finalmente integrada à mundialização do capital e ao neoliberalismo, transformando-se em uma autêntica *plataforma de valorização financeira internacional* (BRAGA, 2013, p. 145)

Esse novo modelo utiliza as inovações tecnológicas que otimizam o tempo e reduzem a participação da mão de obra visando à produção com estoques controlados e a especialização de empresas em partes que integram o processo de montagem. Coutinho (1992) atribui o surgimento deste novo paradigma industrial às novas tecnologias de automação flexível, articuladas por processos de engenharia que reestruturaram profundamente as indústrias de bens de capital e serviços. Para Harvey (1992), esse movimento cria uma grande mudança do emprego no setor de serviços. Do ponto de vista do trabalhador, nessa fase de mudança do modo de produção, a principal alteração é que para garantir melhor qualidade e o melhor tempo, o trabalhador quebra com a estrutura uma máquina/um

trabalhador e passa a operar várias máquinas ao mesmo tempo, havendo uma flexibilização da produção (ANTUNES, 1997).

A reestruturação industrial, a produção em pequena escala de vários modelos de produto, e o aumento da intensificação do trabalho são as principais características dessa nova etapa. Esse processo impactou de forma negativa o mercado de trabalho, uma vez que o “avanço da desregulamentação do mercado, a flexibilização dos contratos de trabalho e das legislações social e trabalhista, a queda nas taxas de sindicalização e no número de greves revelam o maior grau de autonomia das empresas” (POCHMANN, 2002, p. 34).

Com isso, ao final da década de 1990 o desemprego causado por essas medidas de cunho neoliberal não se reduziu. Ao contrário, em todo o período a geração de emprego não acompanhou o crescimento do PIB do país. Segundo Cardoso (2004), a abertura econômica indiscriminada e a distribuição internacional do trabalho na economia mundial explicam muito desse comportamento adverso.

A partir do limiar do século XXI esse cenário sofreu alterações importantes no Brasil, pois houve certa reconfiguração do padrão produtivo à luz de um conjunto de políticas denominadas de “neodesenvolvimentistas”. Para Paulani (2017, p. 139),

o Neodesenvolvimentismo passou a ser associado às políticas que, contrariando o cânone liberal vigente, apelavam para polpudos programas de investimento público (PAC, Minha Casa Minha Vida) e para expedientes de intervenção na atividade econômica (Lula havia expandido em escala sem precedentes o crédito ao consumidor – considerando implicitamente seu papel impulsionador do mercado interno – e concedido isenção tributária a alguns setores da indústria em resposta à crise internacional).

Em um contexto geral, tais políticas reforçaram “o ritmo de atividade da economia, contribuindo para a geração de empregos formais e não formais” (BALTAR, 2014, p. 101). Nesse sentido, nota-se que, por basear-se no “aumento da despesa pública mais rápido do que o PIB” (BALTAR, 2014, p. 101), tal expansão dependeu diretamente da conjuntura internacional, sobretudo no que concerne ao ciclo de liquidez do mercado mundial e ao intenso crescimento da economia chinesa, que culminaram na elevação da demanda e dos preços dos produtos primários que comandam as exportações brasileiras (CARCANHOLO; SALUDJIAN, 2014), permitindo, por essa via, o período relativamente longo de superávits comerciais que sustentaram o ciclo de valorização de salários, elevação do consumo e expansão do investimento da “Era Neodesenvolvimentista”.

Nesse período observou-se uma grande ampliação dos PFT que, conforme os registros da RAIS, cresceram 67,8% entre 2003 e 2014. A despeito dessas melhorias conjunturais, argumenta-se que o período não promoveu grandes alterações estruturais, uma vez que foi realizado sem romper, “em essência, com o tripé de política econômica existente no país desde 1999” (DIEESE, 2012, p.

13) ou com o padrão agroexportador (OSORIO, 2014), além de não evitar a penetração da lógica flexível nas relações laborais.

Mesmo assim, segundo Pochmann (2011), a partir dos anos 2003 o Brasil evitou o aprofundamento do grau de desestruturação do mercado de trabalho. Contribuíram para isso a implementação de algumas políticas, como a lei geral da micro e pequena empresa, e a lei do empreendedor individual, permitindo que houvesse uma crescente expansão da formalização do mercado de trabalho. Essa expansão dos empregos formais garantiu a retomada do crescimento econômico no período dos governos Lula (2003-2010) e Dilma I (2011-2014) pela via da expansão do mercado interno. Todavia, esse cenário positivo observado no mercado de trabalho no Brasil perdurou até 2014, quando o país apresentou uma das menores taxas de desemprego já registradas. A partir da instalação da crise econômica em 2015, verifica-se uma forte reversão do comportamento dos indicadores do mercado de trabalho, com aceleração expressiva do desemprego, conforme se verá na sequência.

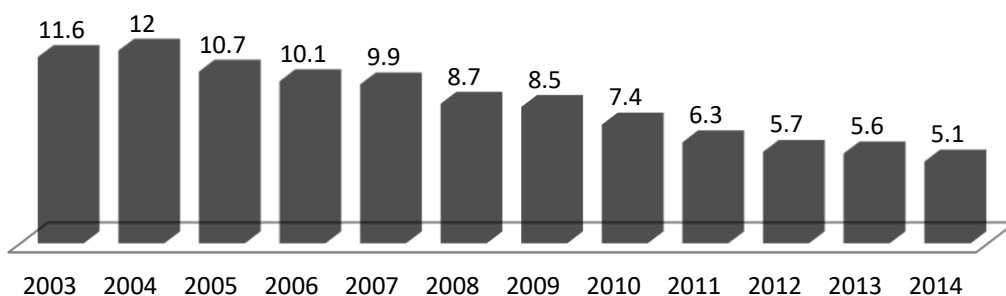
## **2. A expansão do desemprego como efeito da crise econômica**

### *2.1 A expansão do emprego até 2014*

No final da década de 1990 o desemprego causado pelas medidas de cunho neoliberal atingiu patamares elevados, uma vez que por toda a década a geração de emprego não acompanhou o crescimento do PIB do país. Com isso, ocorreu um processo de desestruturação do mercado de trabalho, tendo-se como indicador mais expressivo desse movimento o elevado grau de informalidade a que foi submetida a maioria da classe trabalhadora brasileira.

No início dos anos 2000, as tendências da ocupação que predominaram nas duas últimas décadas do século XX foram revertidas. Com isso, a taxa de desemprego começou a diminuir gradativamente, observando-se que os empregos informais pararam de crescer para dar espaço a um processo de formalização dos postos de trabalho que cresceram com grande intensidade (BALTAR, 2010; CEPAL, 2008). Particularmente nos governos Lula e no governo Dilma I esses resultados se intensificaram devido às prioridades dadas no campo social, com a reestruturação das políticas de emprego e de ampliação dos programas sociais destinados ao combate da pobreza, tais como Fome Zero, Bolsa Família e Minha Casa Minha Vida. O resultado foi uma queda vertiginosa da taxa de desemprego entre 2003 e 2014, conforme demonstrado pelo Gráfico 1, chamando atenção que em 2014 foi registrada a menor taxa de desemprego desde o início do registro dessa série histórica.

Gráfico 1 - Evolução da Taxa de Desemprego entre 2003 e 2014

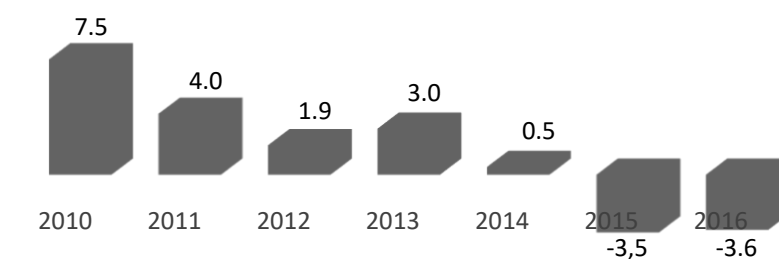


Fonte: PME/IBGE (2018)

Mesmo com uma média anual baixa, o período 2011-2014 (governo Dilma I) apresentou uma taxa de crescimento do PIB da ordem de 2,2% ao ano. Todavia, ainda em 2014 já se observavam problemas, dado que o PIB desse ano foi de apenas 0,5%. Ao mesmo tempo, já eram verificadas pressões inflacionárias e quedas da taxa de investimentos. Por exemplo, em 2014 a inflação quase atingiu o teto da meta, chegando a 6,41% ao ano.

Este cenário macroeconômico foi fortemente agravado após a reeleição da presidente Dilma, especialmente a partir do início de seu segundo mandato em janeiro de 2015. Em grande medida, o agravamento da crise econômica nos anos subsequentes está atrelado aos graves conflitos políticos que se estabeleceram no país após as eleições de 2014, quando as forças conservadoras de oposição não aceitaram o resultado eleitoral e passaram a boicotar no Congresso Nacional todas as iniciativas do governo Dilma II no sentido da recuperação da economia. O resultado desse conturbado processo político afetou o ambiente econômico causando uma elevação brutal da inflação em 2015 (10,67%), acompanhada por uma forte queda dos investimentos entre 2014 e 2015 (de 19% para 16% do PIB) e uma elevação das taxas de juros no mesmo período de 11% para 14,25%. Todos esses ingredientes negativos culminaram numa profunda recessão no período entre 2015-2017, conforme Gráfico 2. Somente no último semestre de 2017 houve uma pequena recuperação das atividades econômicas, fazendo com que o PIB voltasse a apresentar resultados positivos, porém em patamares muito baixos. Esse ambiente econômico recessivo provocou efeitos diretos sobre o mercado de trabalho, conforme se verá na sequência.

Gráfico 2 - Evolução do PIB entre 2010 e 2016 (anual em %)

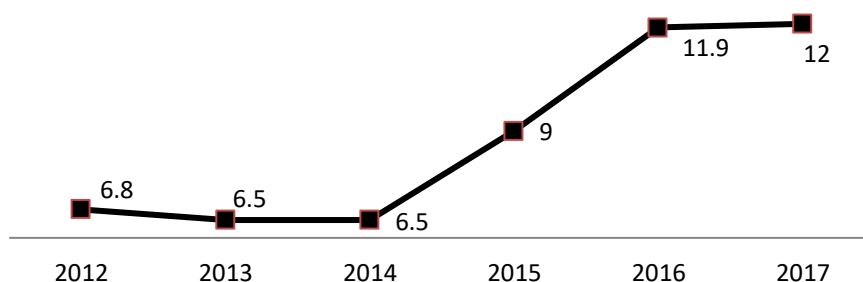


Fonte: IBGE (2018)

## 2.2 O retorno do desemprego a partir de 2015 como efeito da crise econômica

Com base nos dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD-Continua), no Gráfico 3, observa-se uma expressiva expansão da taxa de desemprego a partir de 2014, chegando a 12% em 2017. Isso significou que mais de 12,6 milhões de pessoas se encontravam desempregadas ao final daquele ano, com consequências diretas sobre outras esferas sociais, especialmente sobre os indicadores de pobreza que voltaram a crescer após mais de uma década de reduções significativas. Esses aspectos foram registrados pelo IBGE em dezembro de 2017 no lançamento da Síntese dos Indicadores Sociais, documento que demonstrou o aumento expressivo da pobreza extrema no país, ou seja, as pessoas extremamente pobres passaram de 16,2 milhões, em 2014 para 24,8 milhões, em 2016. Isso significa que durante a crise econômica recente 8,6 milhões de pessoas retornaram à condição de extrema pobreza, patamar existente no país há doze anos.

Gráfico 3 - Evolução do Desemprego no Brasil entre 2012 e 2017 (anual em %)



Fonte: PNAD/IBGE (2018)

Nota: Dados referentes aos meses de setembro, outubro e novembro de cada ano

A Tabela 1 apresenta a força de trabalho desocupada por grandes regiões do país. Tomando-se como referência o segundo trimestre de 2017, quando a taxa de desemprego atingiu seu teto (13%), nota-se que o desemprego é um fenômeno que se explicitou em todas as grandes regiões do país, tendo um comportamento praticamente idêntico em todas elas. Assim, tomando-se o segundo trimestre de 2014 comparativamente ao segundo trimestre de 2017, observa-se que em todas as

grandes regiões os percentuais de desemprego praticamente dobraram em apenas três anos, destacando-se os casos das regiões Sudeste e Nordeste, devido ao grande peso delas no agregado nacional<sup>69</sup>.

Tabela 1 – Força de trabalho desocupada no Brasil e grandes regiões entre 2012 e 2017 (em %)

	2° Trim. 2012	4° Trim. 2012	2° Trim. 2013	4° Trim. 2013	2° Trim. 2014	4° Trim. 2014	2° Trim. 2015	4° Trim. 2015	2° Trim. 2016	4° Trim. 2016	2° Trim. 2017	4° Trim. 2017
Norte	8,14	7,33	8,27	6,46	7,23	6,77	8,53	8,63	11,23	12,71	12,46	11,32
Nordeste	9,64	9,31	10,01	7,89	8,78	8,26	10,28	10,45	13,21	14,37	15,85	13,83
Sudeste	7,40	6,62	7,22	6,22	6,85	6,60	8,28	9,59	11,70	12,33	13,57	12,60
Sul	4,82	3,95	4,27	3,82	4,13	3,76	5,52	5,69	8,04	7,69	8,38	7,70
C.Oeste	6,23	5,70	6,01	4,86	5,58	5,30	7,36	7,37	9,69	10,88	10,61	9,38
Brasil	7,52	6,86	7,43	6,18	6,85	6,50	8,31	8,95	11,32	12,03	13,00	11,79

Fonte: IBGE (diversos anos)

Em termos dos setores de atividades econômicas, as maiores quedas do nível de emprego foram registradas na indústria em geral, porém com destaque para as reduções expressivas no ramo da indústria de transformação, na construção civil, na agricultura, pecuária, pesca e aquicultura, e nos serviços domésticos. Já os demais setores praticamente mantiveram suas taxas de participação inalteradas, destacando-se apenas o setor de alojamento e alimentação que teve um crescimento ao redor de 1% em todo o período analisado. Merece registro a grande queda percentual da participação no emprego verificada no setor industrial, que passou de 13,61%, em 2014, para 11,43%, em 2017. Em grande medida, essa retração do mercado de trabalho no setor industrial está relacionada ao processo de desindustrialização em curso no país. Diversos dados do IBGE mostram que a participação da indústria no PIB caiu para menos de 12% ao final de 2017, sendo o menor percentual de participação do setor desde a década de 1950<sup>70</sup>.

A Tabela 2 mostra a evolução dos PFT entre 2012 e 2016 para o país e grandes regiões. Os dados agregados para o país mostram que o mercado formal de trabalho apresentou crescimento expressivo até 2014, quando atingiu o teto máximo com mais de 49 milhões de pessoas empregadas formalmente. Isso significou que as relações formais de trabalho passaram de 39,7%, em 2003, para 60,1%, em 2014. Esse cenário extremamente positivo para a estruturação do mercado de trabalho brasileiro começou a se desfazer em 2015 com o agravamento da crise econômica. Com isso, em apenas dois anos (2015 e 2016) mais de 3 milhões de postos formais de trabalho foram extintos<sup>71</sup>.

Regionalmente nota-se um comportamento linear entre todas as grandes regiões do país, ou seja, todas elas apresentaram reduções dos empregos formais no período considerado. Neste caso,

<sup>69</sup> Registre-se que em meados de 2017 existiam no país 14,2 milhões de desempregados.

<sup>70</sup> Para maiores detalhes veja Oreiro (2018).

<sup>71</sup> Os dados da RAIS de 2017 ainda não estão disponíveis, mas a tendência é de continuidade de queda dos postos formais de trabalho, uma vez que o cenário que marcou os debates e a aprovação da reforma trabalhista podem ter contribuído ainda mais para desestruturar o mercado formal de trabalho do país.

chama atenção a expressiva redução dos postos formais de trabalho na região Sudeste, a qual atingiu mais de 1,9 milhões de trabalhadores, bem como a importante redução dos empregos formais na região Nordeste, atingindo aproximadamente 700 mil trabalhadores.

Tabela 2 – Postos Formais de Trabalho, Brasil e grandes regiões (2012-2016)

	Norte	Nordeste	Sudeste	Sul	Centro-Oeste	Brasil
<b>2012</b>	2.622.185	8.613.556	24.099.808	8.129.698	3.993.465	47.458.712
<b>2013</b>	2.743.248	8.926.710	24.623.001	8.415.302	4.240.172	48.948.433
<b>2014</b>	2.801.469	9.132.863	24.792.464	8.550.246	4.294.468	49.571.510
<b>2015</b>	2.724.584	8.899.279	23.892.188	8.333.045	4.211.711	48.060.807
<b>2016</b>	2.579.035	8.436.203	22.851.175	8.091.911	4.101.874	46.060.198
<b>Taxa a.a.</b>	<b>-0,40%</b>	<b>-0,45%</b>	<b>-1,37%</b>	<b>-0,19%</b>	<b>0,47%</b>	<b>-0,78%</b>

Fonte: RAIS/MTE (2018).

Em termos dos setores de atividade econômica, observam-se dois comportamentos bem distintos. Por um lado, sobressaem-se os setores com expressivas perdas de postos formais de trabalho, destacando-se a indústria de transformação, que reduziu sua participação de 16,5%, em 2014, para 15,5%, em 2016. Em termos absolutos isso representou que mais de 1 milhão de trabalhadores perderam o emprego formal. Já o setor da construção civil reduziu sua participação no mesmo período de 5,7% para 4,3%, significando em termos absolutos mais de 200 mil postos formais de trabalho extintos no setor. Além destes, merece citação a redução ocorrida no mesmo período nos setores da administração pública (mais de 500 mil postos formais de trabalho) e de serviços (mais de 600 mil empregos formais). Apenas o setor agropecuário manteve-se estável no período, porém no ano de 2016 sua participação no conjunto dos postos formais de trabalho situava-se ao redor de 3%.

### 2.3 A continuidade da expansão do desemprego em 2018

No segundo semestre de 2017 alguns setores da economia começaram a dar sinais de recuperação após dois anos de resultados negativos. Imediatamente o governo divulgou que a recessão tinha acabado, chegando-se ao ponto do atual presidente de plantão afirmar em julho de 2017 que não havia crise econômica no Brasil<sup>72</sup>. Em termos teóricos, sabe-se que para uma economia estar em processo de expansão consolidada é preciso que os indicadores de crescimento estejam espalhados por todos os ramos de atividade para que haja a possibilidade de uma nova fase de crescimento sustentado da economia. Tais indicadores são influenciados, tanto pelo comportamento do mercado interno como pela conjuntura externa.

No Brasil, o Comitê de Datação dos Ciclos Econômicos (Codace) é quem estabelece oficialmente o fim de um ciclo recessivo. Para tanto, tal órgão observou naquele momento (julho de 2017) que o crescimento mínimo apresentado, além de ter ocorrido em cima de uma base deprimida,

<sup>72</sup> Fala do Sr. Michel Temer em julho de 2017 na Alemanha durante encontro dos países do G20.



estava concentrado em alguns produtos para exportação, principalmente soja e minérios de ferro. Ao mesmo tempo, a produção industrial tinha caído quase 1% em relação ao mesmo semestre do ano anterior, enquanto que o mercado interno seguia desaquecido devido à queda do consumo das famílias.

Particularmente, o setor industrial, depois de três anos consecutivos com produção estagnada, iniciou 2018 com novas reduções do emprego e da massa salarial industrial. De alguma forma, essas informações confirmam o processo de desindustrialização em curso, com influências negativas sobre as perspectivas de recuperação sustentável do crescimento econômico do país. É neste contexto que se apresentam os novos dados sobre o comportamento do emprego no primeiro trimestre de 2018.

Tendo por base a PNAD Contínua do IBGE (2018), no trimestre móvel de janeiro a março de 2018 nota-se que o desemprego cresceu 1,3% em relação ao último trimestre de 2017. Isso significou a incorporação de mais 1,4 milhões de desempregados ao contingente existente ao final de 2017. Em termos absolutos, ao final de março de 2018 existiam 13,7 milhões de trabalhadores desempregados no país. Do ponto de vista das relações de trabalho, observa-se que o número de empregados com carteira de trabalho assinada caiu 1,2% no primeiro trimestre de 2018 em relação ao último de 2017, o que significou uma redução de 408 mil trabalhadores. Já em relação ao primeiro trimestre de 2017, a queda foi ainda maior, uma vez que 493 mil pessoas deixaram de trabalhar com carteira assinada. Em relação ao número de empregados no setor privado sem carteira de trabalho assinada, nota-se que houve uma alta de 5,2% no primeiro trimestre de 2018 em relação ao mesmo período do ano anterior, ou seja, mais 533 mil pessoas ingressaram no contingente de pessoas empregadas sem carteira de trabalho, resultando num total de 10,7 milhões de pessoas. Chama-se a atenção para a importância desses indicadores, uma vez que eles revelam o processo de desestruturação do mercado de trabalho do país.

## **Conclusão**

Ao longo do texto ficou explícito o processo de expansão do desemprego de forma articulada com os indicadores econômicos dos últimos três anos, quando a economia brasileira conviveu com um dos maiores processos recessivos de sua história. Esse cenário recessivo atingiu todas as regiões do país e praticamente todos os setores de atividade, porém com maior incidência sobre a esfera industrial, que vem perdendo participação no PIB de forma acentuada e contínua. Com isso, estima-se que atualmente a participação da indústria representa menos de 12% do PIB, o que equivale ao percentual de participação desse setor na década de 1950.

Esse comportamento geral da economia causou uma profunda alteração no mercado de trabalho após o ano de 2014, período em que se atingiu um dos menores índices de desemprego já registrado pelas estatísticas governamentais. A partir de então houve crescimento acelerado do

desemprego em praticamente todos os setores de atividade econômica. O último dado relativo ao primeiro trimestre de 2018 revelou a existência de 13,7 milhões de pessoas desempregadas, conforme informações do IBGE (2018).

Dois aspectos se somam neste cenário negativo do mercado de trabalho. Por um lado, a forte redução dos postos formais de trabalho, sendo que ao longo dos últimos três anos cerca de 1 milhão de empregos com carteira de trabalho assinada foram perdidos por ano; por outro lado, parcelas importantes dos trabalhadores passaram a se ocupar fazendo os famosos “bicos” para sobreviver, fato bastante revelador da precarização em curso do mercado de trabalho no país. A crise econômica, com sua extensão ao mercado de trabalho, também está provocando queda na renda mensal real dos trabalhadores. Esse fato foi constatado pela PNAD Contínua do IBGE do final de 2017, quando se observou que o rendimento proveniente do trabalho caiu 1,36% em relação a 2016.

Foi neste cenário que se aprovou recentemente a Reforma Trabalhista proposta pelo governo de plantão. Em grande medida, pode-se dizer que essa reforma está, na prática, contribuindo para desestruturar ainda mais o já precário mercado de trabalho do país, uma vez que a promessa governamental de que após a reforma das leis trabalhistas seriam criados milhões de empregos não se verificou. Ao contrário, o que está em alta é o desemprego. Além disso, também a promessa de que os salários seriam aumentados não se verificou. Ao contrário, apenas ocorreu algum aumento nas contratações nas faixas salariais baixas (até 2 salários mínimos), ao mesmo tempo em que vagas nas faixas salariais mais elevadas continuam sendo fechadas de forma bastante expressiva.

### **Referências Bibliográficas**

- ANTUNES, Ricardo. 1997. *Adeus ao trabalho? Ensaio sobre as metamorfoses e a centralidade do Mundo do Trabalho*. 4ª ed., São Paulo: Cortez.
- BALTAR, Paulo. 2014. Política econômica, emprego e política de emprego no Brasil. *Estudos Avançados*. v. 28, n. 81, mai/ago.
- BRAGA, Ruy. 2013. *A Política do Precariado: do populismo à hegemonia lulista*. São Paulo: Boitempo.
- CARCANHOLO, Marcelo Dias; SALUDJIAN, Alexis. 2014. Integração latino-americana, dependência da China e subimperialismo brasileiro na América Latina. In: ÁLVARES, J. E (Org.). *América Latina em medio de la crisis mundial*. Buenos Aires: CLACSO, 2014, p. 185-205.
- CARDOSO, José A. de L. 2004. *Reestruturação produtiva e mudanças no mundo do trabalho: um olhar sobre os setores têxtil e alimentício em Santa Catarina*. Tubarão: Studium.
- COUTINHO, Luciano. 1992. A terceira revolução industrial e Tecnológica: as grandes tendências de mudança. *Economia e Sociedade*, v.1, n. 1, ago.
- DIEESE. 2012. *A Situação do trabalho no Brasil na primeira década dos anos 2000*. São Paulo.
- HARVEY, David. 2012. *Condição Pós-Moderna: Uma pesquisa sobre as origens da mudança de cultura*. São Paulo: Loyola, p. 135-184.
- IBGE. 2018. *Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD). Diversos anos*. Disponível em: <http://www.ibge.org.br/pnad>. Acesso em janeiro e fevereiro de 2018.
- MATTOSO, Jorge. 1998. Transformações econômicas recentes e mudanças no mundo do trabalho. In: OLIVEIRA, Marco A. de (Org.). *Economia e trabalho: textos básicos*. São Paulo: UNICAMP. p. 61-77.

OREIRO, José Luís. Participação da indústria no PIB é a menor desde os anos 1950. Disponível em: <[www.vermelho.org.br](http://www.vermelho.org.br)>. Acesso em: 23 abr. 2018.

OSORIO, Jaime. 2014. *O Estado no centro da mundialização*. São Paulo: Outras Expressões.

PAULANI, Leda. 2017. A experiência brasileira entre 2003 e 2014: Neodesenvolvimentismo? *Cadernos do Desenvolvimento*, v. 12, n. 20, p. 135-155, jan-jun.

POCHMANN, Marcio. 2002. O trabalho sob fogo cruzado: exclusão, desemprego e precarização no final do século. São Paulo: Contexto.

POCHMANN, Marcio. 2011. Perspectivas das relações de trabalho no Brasil no começo do século 21. In: CACCIAMALI, Maria Cristina; RIBEIRO, Rosana; MACAMBIRA, Júnior; Org.(s). *Século 21: transformações e continuidade nas relações de trabalho*. Fortaleza: Instituto de Desenvolvimento do Trabalho, Banco do Nordeste do Brasil, Universidade de São Paulo, 2011.

RAIS/MTE. 2018. Programa de Disseminação das Estatísticas do Trabalho. Disponível em: <<http://pdet.mte.gov.br/acesso-online-as-bases-de-dados>>. Acesso em: 24 abr. 2018.

# O BRASIL EM CRISE: CHOQUE RECESSIVO, DESMONTE DO ESTADO E A ‘RECUPERAÇÃO PRECÁRIA’

Guilherme Mello<sup>73</sup>

Pedro Rossi<sup>74</sup>

Ana Luíza Matos de Oliveira<sup>75</sup>

Arthur Welle<sup>76</sup>

**Resumo:** O Brasil atravessou recentemente a maior contração da renda de sua história, cuja principal causa foi o choque recessivo de 2015, conforme será argumentado nesse artigo. No presente texto, apresentam-se o processo de desaceleração econômica de 2014 e do choque recessivo (fiscal, cambial, monetário e de preços administrados) de 2015 como momentos econômicos distintos. Desenvolve-se a seguir a mudança de estratégia econômica promovida pelo governo Temer, que mistura um “keynesianismo fisiológico” com uma agenda liberal de desmonte do Estado e austeridade permanente, encarnada na Emenda Constitucional 95 (EC 95). Em seguida, trata-se da precária recuperação em 2017 e 2018, que apesar de retomar patamares positivos de crescimento econômico, o faz através de medidas extraordinárias e causas externas, gerando pouco dinamismo e contribuindo para um crescimento desigual e com elevados níveis de desemprego.

**Palavras-chave:** Austeridade; Reformas Neoliberais; Economia Brasileira; Governo Temer.

**Abstract:** Brazil has recently crossed the biggest retraction in income in its history, whose main cause was a recessive shock in 2015, as it will be argued in this article. In the present text, the process of economic slowdown in 2014 and the recessive shock (fiscal shock, exchange rate shock, monetary shock and administered prices shock) are presented as different economic moments. We analyze the change in the economic strategy promoted by the Temer Government, which mixes a “physiological keynesianism” with a liberal agenda of restructuring of the State and permanent austerity with the Constitutional Amendment 95. We then discuss the precarious economic recovery in 2017 and 2018, which, despite the recovery of positive economic growth, is achieved through extraordinary measures and external causes, generating little dynamism and contributing to uneven growth and high levels of unemployment.

**Keywords:** Austerity; Neoliberal Reforms; Brazilian Economy; Temer Government.

## Introdução

O Brasil atravessou recentemente a maior contração da renda de sua história. O país enfrentou outros episódios recessivos ao longo do século XX, mas nenhum com tamanha gravidade quando se considera a contração do PIB. O Gráfico 1 apresenta a contração da renda anual das quatro grandes crises econômicas da história brasileira: dos anos 1930, dos anos 1980, do governo Collor e a atual. Em nenhuma dessas crises a queda acumulada do PIB foi superior a 7%, exceto a crise atual, com dois anos de forte redução do PIB em 2015 e 2016. Todas essas crises são multifacetadas e carregam diversos motivos explicativos. Contudo, há sempre um fator decisivo que justifica o caráter

---

<sup>73</sup> Professor da Unicamp, e-mail: guil.mello@gmail.com

<sup>74</sup> Professor da Unicamp, e-mail: pedrolrossi@gmail.com

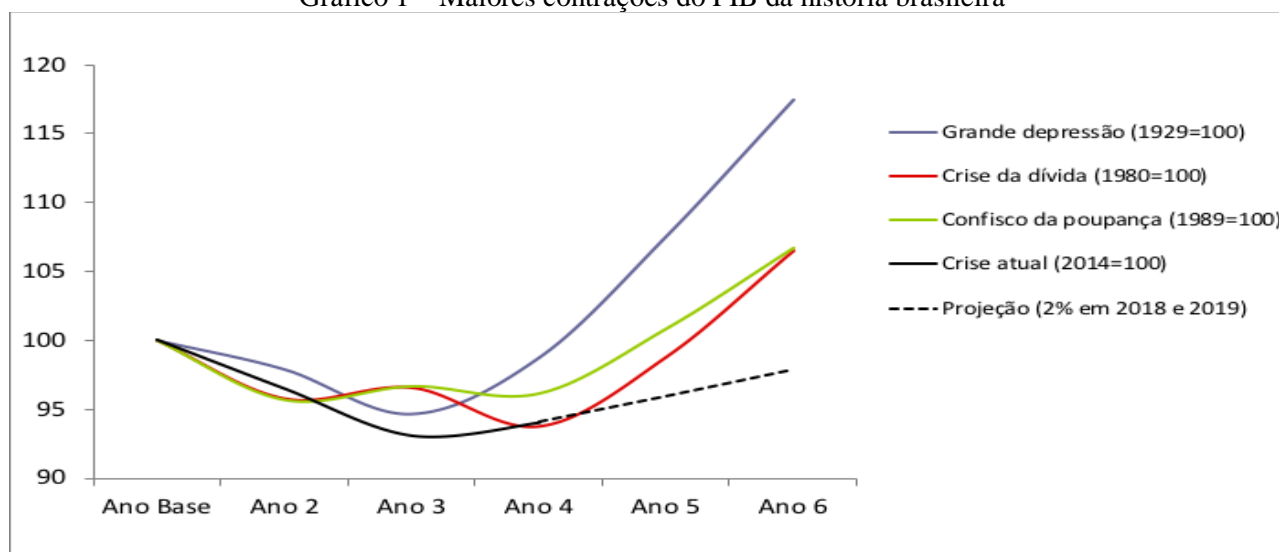
<sup>75</sup> Doutoranda em Economia na Unicamp, e-mail: almatosdeoliveira@gmail.com

<sup>76</sup> Doutorando em Economia na Unicamp, e-mail: arthurwelle@yahoo.com

extraordinário que as diferencia das demais crises ao longo dos ciclos econômicos: a crise dos anos 1930 foi detonada pelo crash de 1929, a crise dos anos 1980 explica-se pela dívida externa brasileira; nos 1990 o confisco das poupanças foi a principal razão para a gravidade da crise; já a principal causa da crise atual foi o choque recessivo de 2015, conforme será argumentado nesse artigo.

A recessão de 2015/2016 não apenas promoveu a maior queda do PIB da história, medida pela comparação de dados anuais do PIB, mas a retomada do patamar de renda ao vigente no ano base também promete ser a mais demorada: mesmo em um cenário otimista de crescimento do PIB de 3% em 2018 e 2019, o patamar do PIB de 2014 pode ser atingido apenas em 2020 (Gráfico 1).

Gráfico 1 – Maiores contrações do PIB da história brasileira



Fonte: IBGE. Elaboração própria.

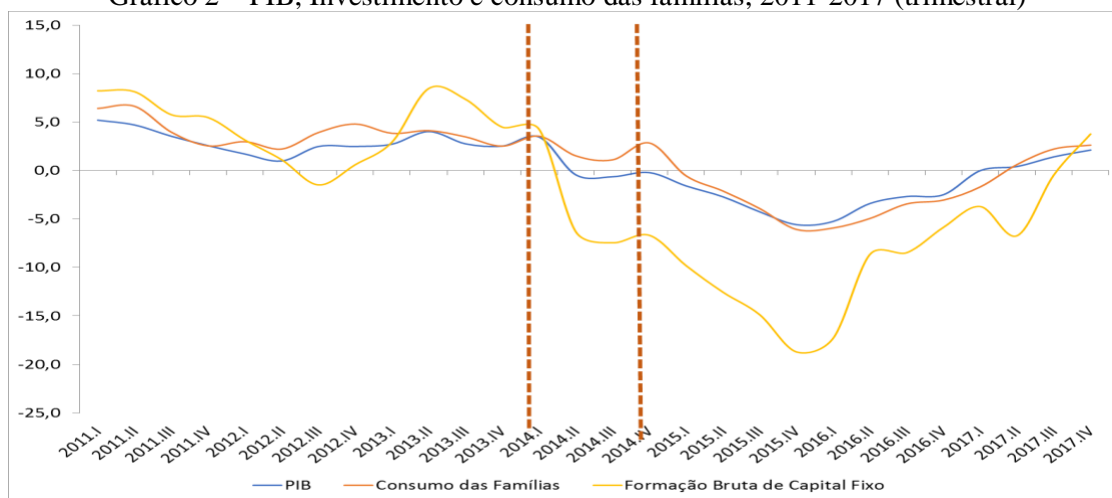
Para debater a origem e características desta crise, este texto se divide em duas partes. Na primeira, apresenta-se o processo de desaceleração econômica de 2014 e do choque recessivo de 2015 como momentos econômicos distintos, apesar de conectados por um mesmo pano de fundo. Argumenta-se que origem da crise brasileira está associada, principalmente, ao choque recessivo promovido no segundo governo Dilma, que não apenas afetou os principais determinantes da demanda agregada, como também desorganizou uma série de preços relativos da economia, diante de um cenário de desaceleração cíclica e deterioração nos termos de troca. Na segunda parte, busca-se descrever brevemente a mudança de estratégia econômica promovida pelo governo Temer, que mistura um “keynesianismo fisiológico” (com aumento dos gastos voltados ao atendimento de demandas políticas) com uma agenda liberal de desmonte do Estado e austeridade permanente, encarnada na Emenda Constitucional 95 (EC 95). Essa seção também trata da precária recuperação em 2017, que apesar de retomar patamares positivos para o crescimento do PIB, o faz através de medidas extraordinárias e causas externas, gerando pouco dinamismo e contribuindo para um crescimento desigual e com elevados níveis de desemprego.

## 1. A desaceleração de 2014 e o choque recessivo de 2015

Entre o terceiro trimestre de 2013 e o último trimestre de 2014, a economia brasileira enfrentou uma fase de desaceleração puxada pela queda na taxa de investimento, que passou a apresentar patamares negativos a partir do segundo semestre de 2014 (Gráfico 2). Essa desaceleração pode ser atribuída a múltiplas causas: além de falhas na condução da política econômica, fatores políticos (desde as manifestações de 2013 até a incerteza eleitoral de 2014), fatores internacionais (com a perspectiva do *tapering* nos EUA e a rápida queda no preço das commodities em 2014) e fatores institucionais ou jurídicos (o avanço da operação Lava Jato que afetou setores estratégicos da economia brasileira, como petróleo e gás, construção civil e indústria naval) certamente contribuíram para a desaceleração da economia brasileira no período.

Como mostra o Gráfico 2, a queda da taxa de investimento (medida pela formação bruta de capital fixo) é extremamente importante em 2014, enquanto o consumo das famílias continua contribuindo positivamente para o crescimento. Esse cenário muda de natureza em 2015 com o choque recessivo, que afeta a renda e o consumo das famílias, principal motor do crescimento econômico brasileiro.

Gráfico 2 – PIB, Investimento e consumo das famílias, 2011-2017 (trimestral)



Fonte: IBGE. Elaboração própria.

Destaca-se que o orçamento de investimento das Estatais Federais (sendo a Petrobrás responsável por quase 85%) apresentou sucessivas quedas a partir de 2013, quando o orçamento de investimento executado foi de R\$ 113 bilhões, passando para R\$ 95,5, R\$ 80,2 e R\$ 56,5 bilhões, respectivamente, em 2014, 2015 e 2016<sup>77</sup>. Assim, esse fator contribuiu para a queda do investimento agregado desde 2014 e da atividade de setores importantes, como a construção naval.

<sup>77</sup> Dados apresentados pelo Boletim das Empresas Estatais Federais (2016).

Apesar desta desaceleração, não é possível falar em recessão econômica neste período anterior a 2015. O conceito clássico de recessão (Shiskin, 1974) prevê um mínimo de dois trimestres consecutivos de queda do PIB (considerando trimestre contra trimestre imediatamente anterior) para se caracterizar tecnicamente um momento recessivo. Esse conceito foi recentemente atualizado e enriquecido (Achuthan e Banerji, 2008) para abarcar também variações no emprego, na renda e no consumo das famílias. Seja no conceito clássico, seja no conceito mais atual, pode-se afirmar que a recessão brasileira tem início no primeiro trimestre de 2015, quando não apenas o PIB passou a registrar seguidas quedas, como também o consumo das famílias, o emprego e renda passaram a cair de forma continuada, fatos não observáveis nos dados até o final do ano de 2014.

### *1.1 O choque recessivo*

Em 2015, diante da fragilidade e dos desequilíbrios da economia brasileira, o governo optou por um choque recessivo ou, em outras palavras, lançou mão de um conjunto de políticas de austeridade econômica<sup>78</sup>. De acordo com o diagnóstico então dominante, o objetivo desse “ajuste” era enfrentar, de uma só vez, os “desequilíbrios” da economia brasileira. Esses desequilíbrios diziam respeito tanto às contas públicas quanto à rentabilidade de alguns setores. Além disso, para alguns analistas, o mercado de trabalho sobreaquecido também era uma fonte de desequilíbrio cujo remédio era o aumento do desemprego e redução de salários reais<sup>79</sup>.

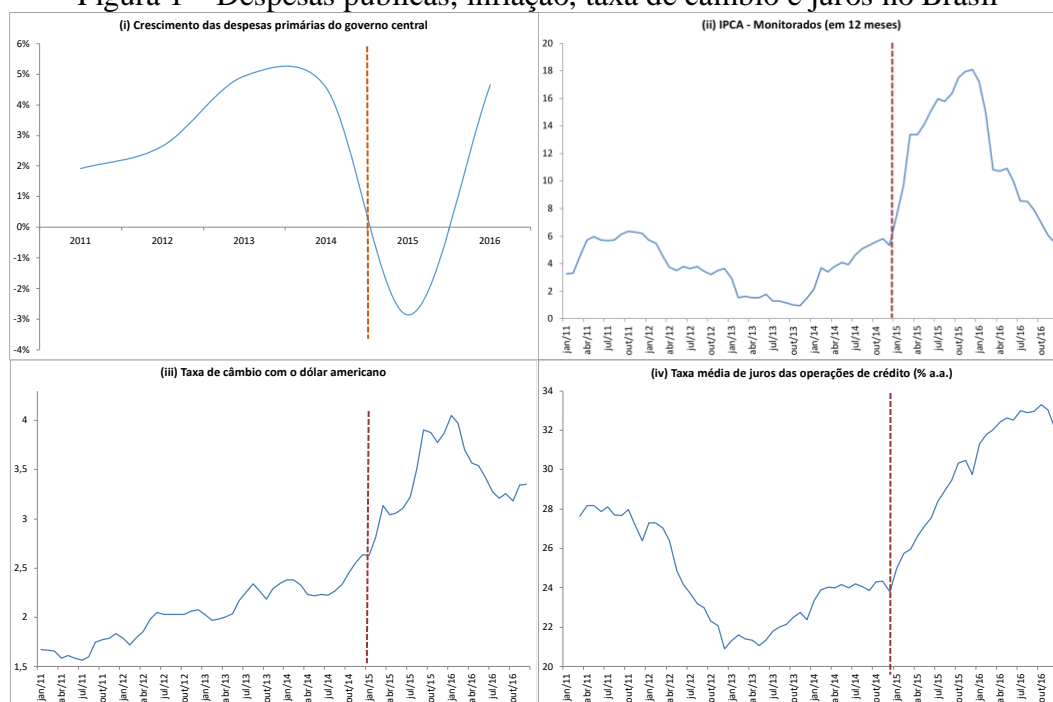
Dentre os principais elementos desse choque recessivo, que marca uma virada da política econômica, estavam o choque fiscal, o choque de preços administrados, o choque cambial e o choque monetário, ilustrados na Figura 1 descrita abaixo.

---

<sup>78</sup> De acordo com Mark Blyth (2013), o termo austeridade não diz respeito apenas a uma política fiscal contracionista, como é normalmente utilizado no debate público. De acordo com o autor: “Austeridade é uma forma de deflação voluntária na qual a economia se ajusta através de reduções nos salários, preços e no gasto público para resgata a competitividade, a qual (supostamente) é melhor obtida através de cortes no orçamento público, nas dívidas e nos déficits.”. (Blyth, 2013)

<sup>79</sup> Ver exemplo: <https://jornalggn.com.br/noticia/professor-da-fgv-fica-otimista-com-queda-dos-valores-dos-salarios>.

Figura 1 – Despesas públicas, inflação, taxa de câmbio e juros no Brasil



Fonte: (i) Tesouro Nacional, (ii) Banco Central do Brasil, (iii) IBGE e (iv) Banco Central do Brasil. Elaboração própria.

### *i) O choque fiscal*

No ano de 2015, houve uma queda real das despesas primárias do governo central da ordem de 2,9%, já desconsideradas as chamadas “pedaladas”. Essa queda interrompe uma trajetória de crescimento no gasto primário que vem desde a década de 1990 e provoca um impulso fiscal negativo, aprofundando a desaceleração econômica (Gobetti e Orair, 2018). Conforme a metodologia de Gobetti e Orair (2017), a despesa primária do governo central cresceu em média anual 3,5% entre 2011 e 2014 antes de interromper a trajetória de crescimento em 2015 e voltar a crescer 4,6% em 2016 (Gráfico 3). Essa contração da demanda pública, em particular do investimento público, se soma à contração dos outros elementos da demanda (consumo, investimento e demanda externa), atuando de forma pró-cíclica.

### *ii. O choque de preços administrados*

Diante do represamento de preços administrados pelo setor público, como energia e gasolina, o governo optou por uma estratégia de choque em detrimento de uma estratégia gradualista. O conjunto de preços monitorados do IPCA teve alta de 18% em 2015, o que contribuiu diretamente e indiretamente para a inflação do período, que foi superior a 10% (Figura 1). Esse tipo de reajuste tem um alto grau de difusão em uma economia muito indexada, na qual a formação de preços é extremamente oligopolizada e conta com um alto grau de repasses de custos para o consumidor. Nesse sentido, o choque de preços administrados foi mais um elemento de pressão de custos para empresas e de redução de renda real para as famílias.



### *iii. O choque cambial*

Após as eleições de 2014 ocorre uma inflexão na política cambial, quando a nova equipe econômica sinaliza ao mercado o fim do programa de leilões de swaps e uma política cambial menos atuante. A moeda brasileira já vinha se desvalorizando no segundo semestre de 2014, tendência que se reforça com a nova postura de política cambial. Em janeiro de 2014 a taxa de câmbio média foi de 2,63 R\$/US\$, enquanto no mesmo mês de 2015 a taxa média foi de 4,05 R\$/US\$, o que representou uma desvalorização de mais de 50% do real em relação ao dólar (Figura 1). Essa rápida mudança na taxa de câmbio teve impacto nas estruturas de custos e patrimonial das empresas, contribuiu para o aumento da taxa de inflação e com isso para a redução dos salários reais, impactando negativamente o consumo. Além disso, essa mudança encareceu a cesta de produtos que compõe o investimento.

### *iv. O choque monetário*

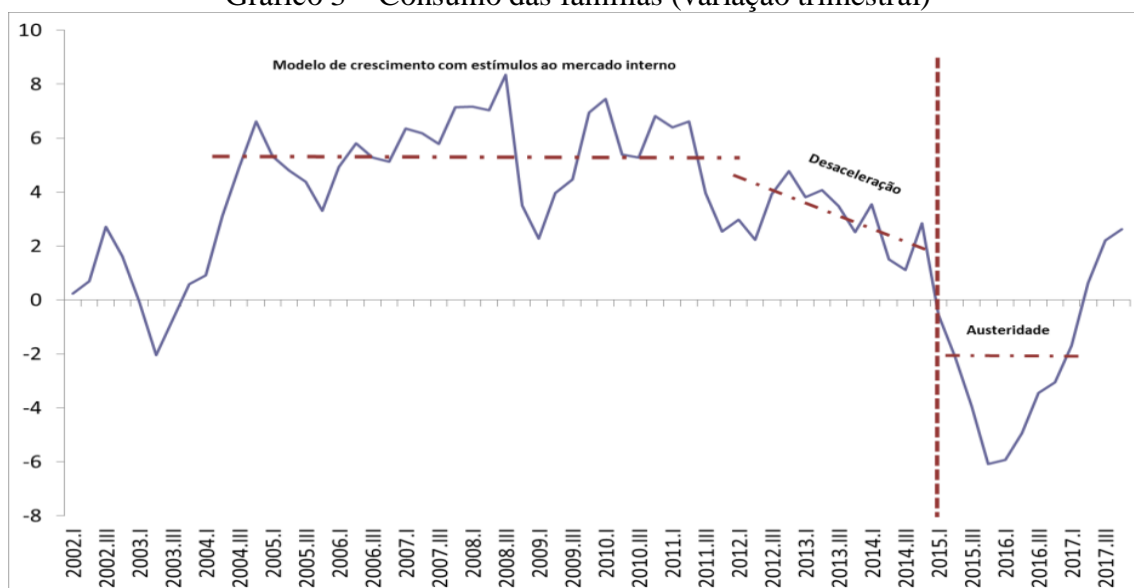
Diante de uma inflação essencialmente provocada pelo próprio governo, quando ajustou preços administrados e permitiu uma forte desvalorização cambial, o Banco Central deu continuidade aos aumentos na taxa básica de juros até o patamar de 14,25%. Já a taxa média de juros das operações de crédito aumentou de 25% em janeiro de 2015 para 31% em janeiro do ano seguinte (Figura 1) como reflexo não apenas das expectativas quanto ao ciclo da taxa de juros básica, mas também do aumento do risco para o setor bancário. Esse aumento do custo do crédito (e do custo de oportunidade para o investimento produtivo) é outro fator que contribuiu para o cenário contracionista.

Vale lembrar que o “tratamento de choque” foi uma escolha política e que havia alternativas tanto à intensidade do ajuste quanto à direção das medidas tomadas. O caráter “inevitável” do choque recessivo foi rejeitado no debate eleitoral em 2014, e a plataforma política vencedora trazia ideias como o ajuste gradual nos preços administrados, a expansão de gastos públicos sociais e de investimento, o uso das estatais como instrumentos de desenvolvimento e políticas voltadas para manutenção da baixa taxa de desemprego. O choque recessivo, portanto, não era inevitável e se configurou como uma opção política tomada à revelia do programa eleitoral vencedor.

## **2. Ajuste no emprego e no consumo das famílias**

Se, por um lado, é certo que economia brasileira já vinha com dificuldades e em desaceleração progressiva até 2014, por outro lado é impossível entender a intensidade da crise recente que assolou a economia brasileira sem levar em conta o choque recessivo e as políticas de austeridade. Em uma economia já fragilizada, tomou-se uma opção de ajuste que contribuiu para transformar uma desaceleração na maior crise da história brasileira.

Gráfico 3 – Consumo das famílias (variação trimestral)



Fonte: IBGE. Elaboração própria.

A partir de 2015, há uma mudança profunda no mercado de trabalho, com rápido aumento da taxa de desocupação. Além disso, há uma modificação importante na dinâmica dos componentes da demanda agregada: se em 2014 a variável de demanda que puxou a desaceleração foi o investimento, em 2015 o consumo das famílias passou a ser a variável mais relevante na condução da desaceleração.

O consumo das famílias foi símbolo do padrão de crescimento dos governos Lula, no qual o dinamismo do mercado interno tinha um importante papel indutor do investimento e do crescimento. Entre 2004 e 2010, o consumo das famílias cresceu em média 5,3% ao ano, enquanto que no 1º governo Dilma esse ritmo recuou para 3,5% ao ano em média, mas em um claro movimento de desaceleração. No entanto, essa desaceleração em nada explica a quebra estrutural no 1º trimestre de 2015. Tampouco parece razoável atribuir essa quebra aos efeitos defasados de políticas anteriores. Há claramente fatores exógenos ao ciclo econômico que ajudam a explicar essa quebra estrutural; nesse caso, o fator explicativo é o choque recessivo.

### 3. Desmonte do Estado e a ‘recuperação precária’

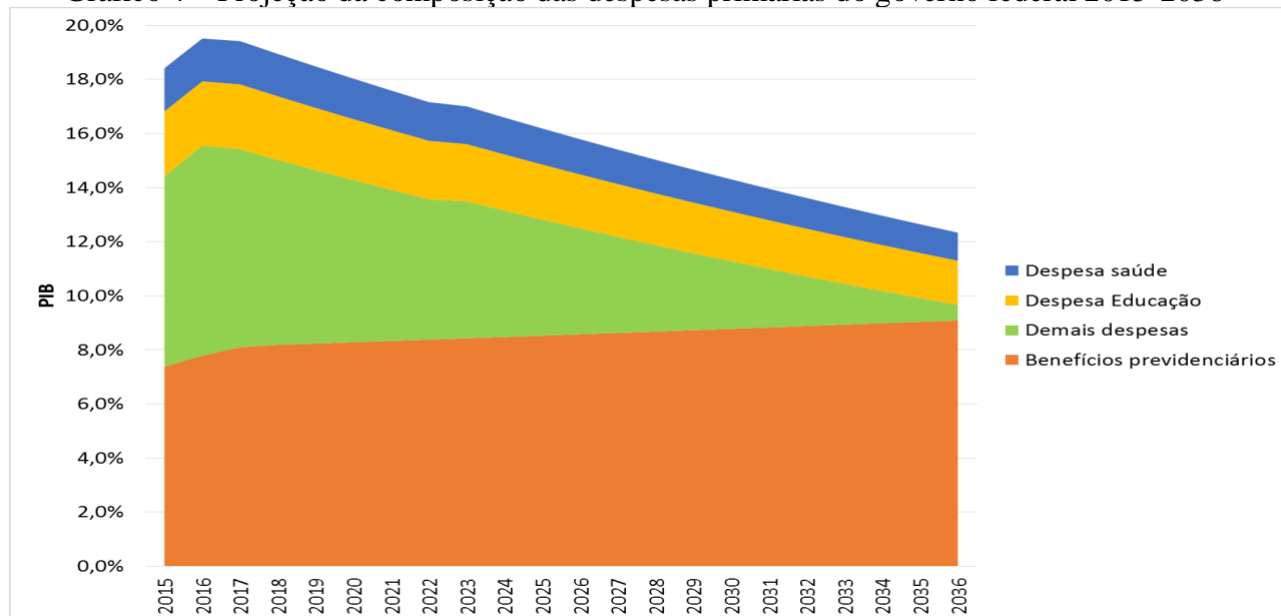
Em 2016, com a mudança de governo, há também uma mudança na estratégia econômica, que passa a privilegiar as reformas estruturais em detrimento do ajuste de curto prazo. Ao invés de apostar em uma lógica da austeridade imediata, o governo Temer buscou mesclar a expansão dos gastos públicos no curto prazo com uma agenda de austeridade permanente e redução do tamanho do estado.

No curto prazo, o governo aumentou a meta de déficit para R\$ 170,5 bilhões para permitir que o governo gastasse mais mesmo que a arrecadação tributária continuasse despencando. Com isso, o gasto público real aumentou 5,3% em 2016, descontando o registro do pagamento de pedaladas de anos anteriores (Oliveira, 2017).

Apesar do aumento do gasto, é importante destacar que a despesa foi majoritariamente direcionada para itens de gasto com baixo efeito multiplicador, como elevação de salários para funcionários que já recebem além do teto do funcionalismo. Esse tipo de aumento de gastos com objetivos meramente políticos, visando garantir apoio parlamentar e de setores do Estado ao governo recém empossado, ficou conhecido como “keynesianismo fisiológico”.

No longo prazo, o objetivo foi implementar uma agenda de austeridade permanente, através da aprovação da Emenda Constitucional 95 (EC95), que constitucionalizou um limite nulo para o crescimento real dos gastos públicos, o que implicará uma redução do gasto público em proporção do PIB (Gráfico 4)<sup>80</sup>. Esse princípio pode ser identificado como um esforço de austeridade continuado que busca reduzir sistematicamente a participação do Estado na economia e, conseqüentemente, no crescimento econômico.

Gráfico 4 – Projeção da composição das despesas primárias do governo federal 2015-2036\*



Fonte: Rossi e Dweck (2016).

\* A simulação considera um cenário bastante otimista de retomada do crescimento econômico a 2,5% ao ano a partir de 2018, ainda que inferior à média de crescimento do PIB dos últimos 20 anos, próxima de 3%. Além disso, a simulação considera uma evolução conservadora para o gasto com benefícios previdenciários.

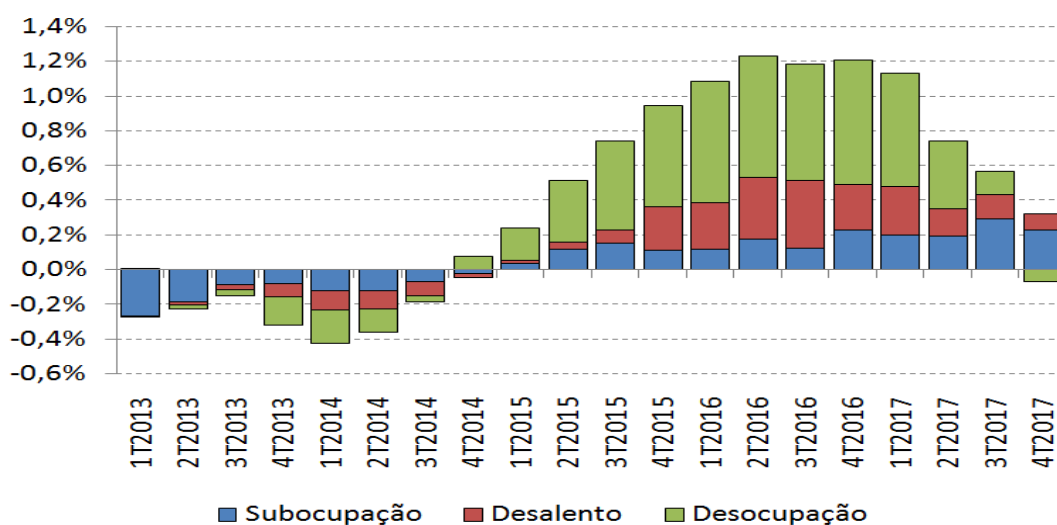
Apesar do “keynesianismo fisiológico”, o PIB de 2016 permaneceu no campo negativo, registrando queda de 3,6% e confirmando um cenário depressivo na economia brasileira. A saída da recessão apenas ocorreria em 2017, quando o PIB apresentou um crescimento de 1,0% em relação a 2016, pouco recuperando a queda de 7,2% no acumulado do biênio 2015 e 2016. Por sua vez, o PIB *per capita* teve crescimento de 0,2% em 2017, ante queda acumulada de 8,3% dos dois anos anteriores.

<sup>80</sup> Como analisado em Rossi e Dweck (2016: 2) não havia necessidade de constitucionalização de um teto fiscal “no caso da PEC 55, a única medida relevante em matéria constitucional é a desvinculação das receitas destinadas à saúde e educação.”

Se a taxa de crescimento foi positiva no ano, sua aceleração foi diminuindo ao longo dos trimestres de 2017. Na comparação entre trimestre contra o trimestre imediatamente anterior, os valores do ano foram de crescimento de 1,3%, 0,6%, 0,2%, e 0,1%, respectivamente. Esta desaceleração ganha ares de estagnação nos últimos dois trimestres do ano, jogando dúvidas acerca da sustentabilidade do crescimento em 2018. Porém, mais grave que a lentidão e fragilidade da retomada é sua baixa qualidade. Mesmo com taxas positivas de crescimento do PIB, o ano de 2017 foi marcado pelo aumento do desemprego, da precarização e das desigualdades sociais e regionais. A taxa de desocupação foi a maior da série histórica: a média anual de desocupados cresceu de 6,7 milhões em 2014 para 13,2 milhões em 2017.

É verdade que o número de desocupados tem caído nos últimos trimestres e com ele também a taxa de desocupação, porém o número de pessoas que desistiram de procurar trabalho (desalento) continua aumentando, bem como aqueles ocupados que gostariam de trabalhar mais horas, mas não conseguiram (subutilização por insuficiência de horas trabalhadas), conforme o Gráfico 5.

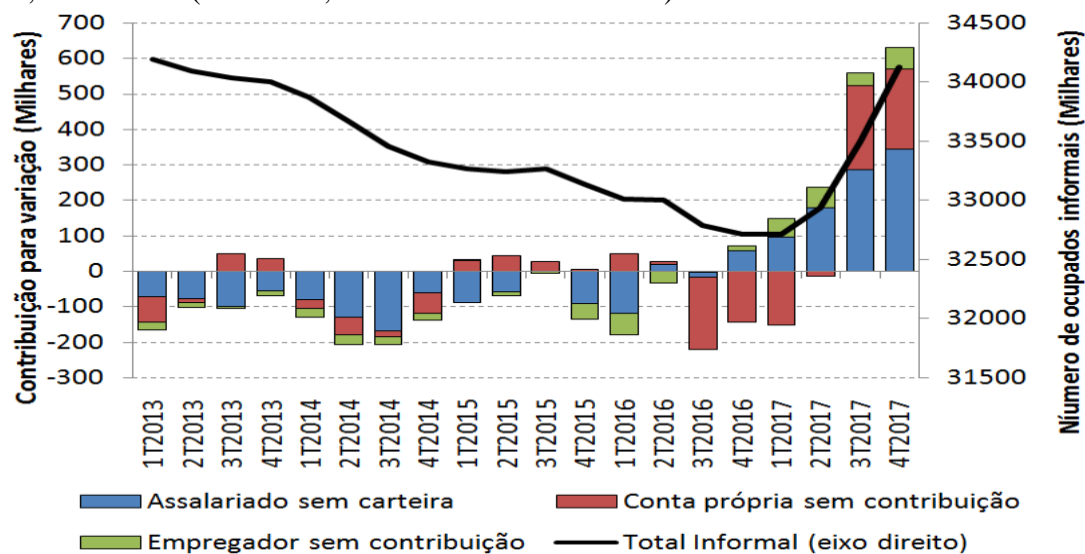
Gráfico 5 – Contribuição para a variação da taxa de subutilização da força de trabalho, 2013-2017 (trimestral, média móvel 4 trimestres)



Fonte: Elaboração própria com base na PNAD Contínua.

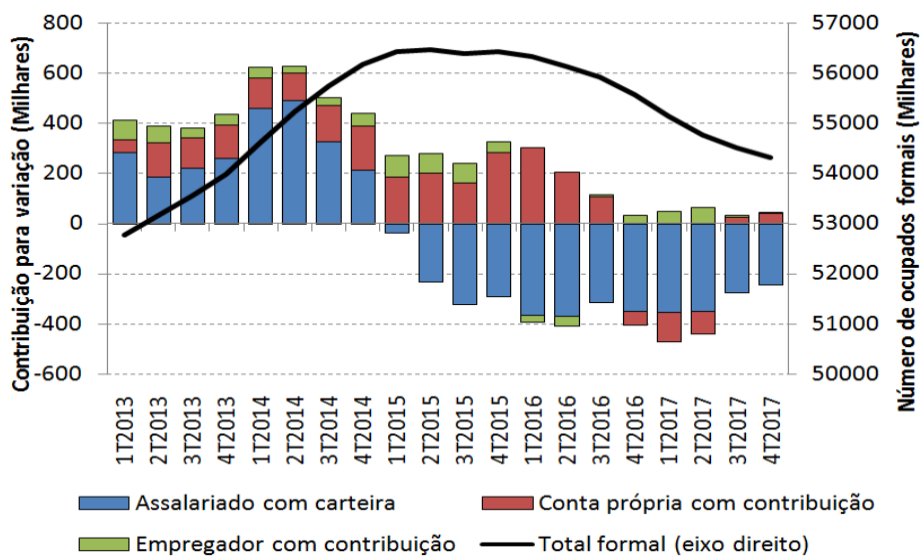
Ademais, as mudanças na composição entre os ocupados indicam que as transições dos desocupados para ocupados se concentram na informalidade (Gráfico 6), isto é, assalariados sem carteira assinada, trabalhadores conta-própria e empregadores que não contribuem para a seguridade social. Especial atenção tem que ser dada para os assalariados, pois a qualidade de sua composição continua em queda, com o aumento do número dos sem carteira e diminuição do volume dos com carteira assinada (Gráfico 7).

Gráfico 6 – Número de ocupados informais, e contribuição para a variação do número de ocupados informais, 2013-2017 (trimestral, média móvel 4 trimestres)



Fonte: Elaboração própria com base na PNAD Contínua.

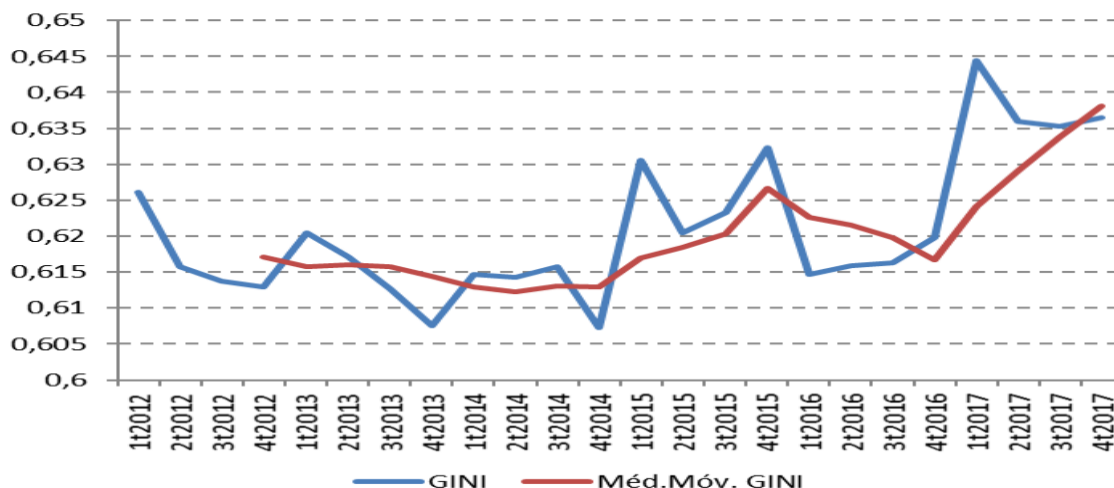
Gráfico 7 – Número de ocupados formais, e contribuição para a variação do número de ocupados formais, 2013-2017 (trimestral, média móvel 4 trimestres)



Fonte: Elaboração própria com base na PNAD Contínua.

Quanto à distribuição pessoal da renda, observou-se um aumento da desigualdade na renda familiar obtida de todos os trabalhos, como mostra o Gráfico 8, com um crescimento expressivo em 2017, ano da “recuperação” do crescimento.

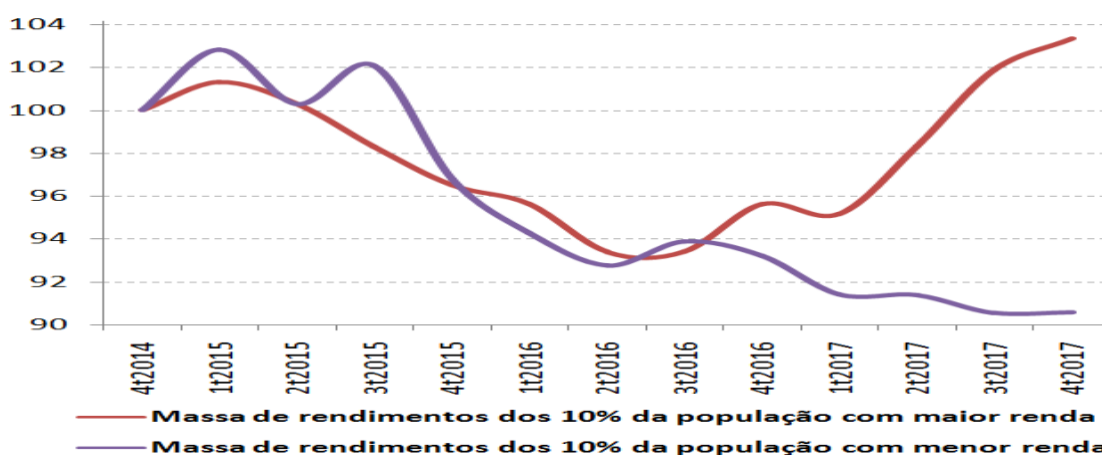
Gráfico 8 – Índice de GINI da renda familiar per capita de todos os trabalhos habitualmente recebida, 2012-2017 (trimestral)



Fonte: IBGE/PNADC

Outra faceta negativa da recuperação está estampada no aumento da pobreza e da miséria. Entraram na condição de pobreza (pessoas cuja renda familiar per capita é menor que US\$ 5,5 por dia), entre 2016 e 2017, 444 mil pessoas. A pobreza extrema (pessoas cuja renda familiar per capita é menor que US\$ 1,9 por dia) aumentou 11,2%, o que representa quase 1,5 milhões de pessoas a mais nesta condição. No mercado de trabalho, a massa real de rendimentos de todos os trabalhos dos 10% com maior renda reverteu sua trajetória em 2017 e o mesmo não ocorreu com os 10% com menor renda (Gráfico 9).

Gráfico 9 – Massa real de rendimentos habituais de todos os trabalhos, 2014-2017 (trimestral, 4T2014=100)



Fonte: Elaboração própria com base na PNAD Contínua trimestral.

Em suma, o ano de 2017 marcou a saída do país de sua profunda recessão iniciada em 2015, mas está longe de tirar o país do cenário de crise e prostração em que ainda se encontra. O baixo dinamismo do PIB, o volume recorde de desemprego, a crescente precarização, assim como o aumento da pobreza e da desigualdade regional apontam para uma recuperação lenta e de baixa

qualidade, sem perspectivas sustentáveis de reversão da crise social e econômica que se instalou no país.

### **Referências bibliográficas:**

- ACHUTHAN, L. e BANERJI, A. 2008. The risk of redefining recession. CNN money.
- BLYTH, M. 2013 Austerity: The history of a dangerous idea. NY: Oxford University Press.
- GOBETTI, Sérgio e ORAIR, Rodrigo. 2017. Resultado primário e contabilidade criativa: Reconstruindo as estatísticas fiscais “acima da linha” do governo geral, Texto para Discussão IPEA, n. 2288. [http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td\\_2288.pdf](http://www.ipea.gov.br/portal/images/stories/PDFs/TDs/td_2288.pdf)
- SHISKIN, J. 1974. The changing business cycle. The New York Times, Seção 3: 12, 1 de dezembro.
- OLIVEIRA, Ribamar. 2017. Dados mostram forte alta de gastos no ano passado. Valor Econômico, 31/01/2017.
- ROSSI, Pedro e DWECK, Esther. 2016. Impactos do Novo Regime Fiscal na saúde e educação. Cadernos de Saúde Pública, 32(12).

## PARTE 3 – O BRASIL PÓS-CRISE



## INSERÇÃO EXTERNA DECADENTE E ESTRUTURA PRODUTIVA DEPENDENTE

Cristina Fróes de Borja Reis<sup>81</sup>  
Tatiana Berringer<sup>82</sup>

**Resumo:** O objetivo geral deste artigo é analisar a relação da inserção do Brasil na economia mundial com a à crise econômica e política que culminou no golpe de Estado de 2016. Como objetivos específicos, tem-se a investigação sobre a evolução das estruturas produtiva e comercial do país, avaliando o papel do Brasil nas cadeias globais de valor no contexto da política regional e internacional e da disputa financeira e tecnológica interestatal. Em seguida, analisam-se as transformações dos interesses da grande burguesia interna brasileira e como a crise política interna alterou a inserção internacional do país na economia mundial. Procura-se responder às seguintes perguntas: a inserção externa do Brasil após o impeachment o tornou mais vulnerável economicamente? Qual o impacto da alteração na política externa, em termos de possibilidades de desenvolvimento inclusivo no médio e longo prazo? As conclusões respondem a essas perguntas afirmativamente, caracterizando um aprofundamento da decadência da inserção externa e da dependência da estrutura produtiva e comercial brasileira a partir do golpe de 2016.

**Palavras-chave:** Inserção Externa; Estrutura Produtiva; Imperialismo.

**Abstract:** The general objective of this article is to analyze how is the insertion of Brazil into the world economy associated with its economic and political crisis. Specific objectives are the investigation of the evolution of Brazilian productive and trade structures, assessing the role of Brazil in global value chains in the regional and international geopolitical context of inter-state financial and technological competition. Then, the transformations of the Brazilian internal bourgeoisie's interests and how the internal political crisis changed the country's international insertion into the world economy: Did the foreign insertion after the impeachment make the Brazilian economy more vulnerable? What is the impact of the change in foreign policy, in terms of possibilities for the inclusive development in the medium and long run? The conclusions affirm these questions, arguing that there was a deepening of the external insertion's decadence and of the productive and trade structure's dependence after the coup d'état of 2016 in Brazil.

**Keywords:** Foreign insertion; Productive Structure; Imperialism.

---

<sup>81</sup> Professora da UFABC, e-mail: cristina.reis@ufabc.edu.br

<sup>82</sup> Professora da UFABC, e-mail: berringer.tatiana@ufabc.edu.br

## Introdução

Durante os governos do Partido dos Trabalhadores (PT, 2003-2016) a economia brasileira registrou significativos índices de crescimento econômico que decorreram em grande medida, em um contexto externo favorável e da adoção da plataforma política neodesenvolvimentista, isto é: políticas seletivas de defesa da produção nacional como a política de compras governamentais e conteúdo local, financiamento às exportações de manufaturas e *commodities*, apoio à internacionalização das empresas brasileiras, políticas de distribuição de renda via valorização do salário mínimo e políticas sociais, e controle dos recursos naturais, especialmente o pré-sal (Boito, 2012). Entretanto, tais políticas seletivas alcançaram diferentes graus de sucesso, enfrentando não somente resistências internas e externas, mas também lidando com as contradições do regime macroeconômico baseado em metas inflacionárias – com a gestão monetária baseada em juros altos e a fiscal submetida às metas para o superávit primário, substancializando a apreciação cambial, que contribuiu para o aumento do poder de compra da população, mas ao mesmo tempo reduziu a competitividade da indústria nacional.

A política externa, que privilegiou as relações sul-sul, foi um instrumento fundamental da plataforma política neodesenvolvimentista, tendo como prioridade a integração regional e a formação de coalizões com os Estados periféricos (Berringer, 2015). A força dirigente dessa estratégia de desenvolvimento foi a grande burguesia interna brasileira: fração de classe cuja produção e investimentos é prioritariamente voltada para o mercado interno e regional, mas cuja inserção internacional segue dependente financeira e tecnologicamente do capital externo, pois é fruto do processo de internacionalização produtiva que teve início após o final da Segunda Guerra Mundial (Poulantzas, 1978). Assim, a política externa manteve uma *subordinação conflitiva* com o imperialismo<sup>83</sup>, já que a burguesia interna brasileira precisava da proteção e do apoio do Estado para concorrer com o capital externo em alguns mercados internos e externos, mas não podia – e nem queria – adotar uma posição anti-imperialista, ou seja, de confronto aberto com o imperialismo. Além da burguesia interna, os governos PT contaram com o apoio de setores organizados das classes populares que foram beneficiados com o aumento de emprego, da renda, do acesso ao crédito e das políticas sociais. Esse apoio, no entanto, não foi acompanhado de um processo de mobilização e organização dos setores populares. De todo modo, foi então constituída uma frente política que era dirigida pela grande burguesia interna, mas que tinha o suporte das classes populares.

---

<sup>83</sup> Para Poulantzas (1978) o imperialismo corresponde à relação de dominação e dependência entre Estados tendo, portanto, como base o desenvolvimento desigual entre as nações, em que predominam as exportações de capitais e de mercadorias, impulsionadas pelos grandes monopólios. Na fase de desenvolvimento do capitalismo, emergida após a Segunda Guerra Mundial sob a hegemonia dos Estados Unidos, há a reprodução ampliada e induzida do capital externo no seio das formações sociais periféricas, que não abala a estrutura dos Estados-nacionais, mas altera o fracionamento de classes e a relações das frações com o capital externo

Vale frisar que frente política é distinta de uma aliança, pacto ou coalizão, porque é mais inconsciente e carregava a instabilidade de um conflito interno fundamental: a questão distributiva. De um lado, a redistribuição de renda beneficiou as caudas da hierarquia dos rendimentos; setores da massa marginal, os mais pobres, e a burguesia, os mais ricos. Ainda que tenha inserido 30 milhões de pessoas na suposta classe média, esta se sentia comprimida e sem possibilidade de nova ascensão social. De outro, a grande burguesia interna não aprovava o conjunto das políticas sociais do governo, ao mesmo tempo em que não consideram suficientes os progressos na agenda “redução do custo Brasil”, principalmente no governo Dilma, com redução dos custos da folha de pagamento, infraestrutura e tributos – precisamente diante da contrapartida da valorização dos salários e aumento do poder de barganha dos trabalhadores, acirrando o conflito distributivo entre taxa de lucro e taxa de salários na divisão do excedente econômico. Enquanto houve crescimento econômico sustentado até 2011, a grande burguesia interna apoiou os governos Lula e Dilma, garantindo a vitória eleitoral em 2002, 2006, 2010 e, já não tão homogeneamente, em 2014. Mas com a reversão do crescimento econômico, diante de uma taxa de desemprego muito baixa e uma parcela recorde dos salários na renda, tal apoio foi retirado em 2015.

Nós acreditamos que a inserção internacional desde então, aprofundou seus caracteres decadente e de dependência produtiva e financeira, conforme será analisado ao longo do artigo. Dentre as razões mais importantes, primeiramente as transformações na economia política mundial na década seguinte à crise financeira internacional e, em segundo lugar, a crise política nacional e sua agenda de reformas de modernização conservadora após o golpe de 2016. Terceiro, essas questões decorrem também dos limites do neodesenvolvimentismo, principalmente a não observância de mudanças estruturais na matriz produtiva e dos direitos de propriedade no país, relacionadas à ausência de reformas profundas – como a política, administrativa, tributária e agrária.

Nesse sentido, pretende-se discutir se desde o golpe: a) a inserção externa do Brasil após o impeachment o tornou mais vulnerável economicamente? b) Qual o impacto da alteração na política externa, em termos de possibilidades de desenvolvimento inclusivo no médio e longo prazo? Para responder essas questões, a seção 1 investiga a evolução das estruturas produtiva e comercial do país, com foco na indústria, avaliando o papel do Brasil nas cadeias globais de valor no contexto geopolítico regional e internacional de competição financeira e tecnológica interestatal. A seção 2 busca associar ao comportamento estrutural da produção à evolução dos interesses da grande burguesia interna brasileira e como a crise política interna alterou a inserção internacional do país na economia mundial, considerando o impacto da volta do regionalismo aberto (Cepal, 2000) sobre o balanço de pagamentos e a direção dos acordos internacionais em discussão no governo Temer. As conclusões buscam responder a essas perguntas, a partir da análise de abordagem teórica estruturalista sob a perspectiva da demanda, buscando também compreender o fracionamento de classes no interior

da formação social brasileira e a sua relação com o capital externo, a partir da perspectiva teórica de Nicos Poulantzas.

## **1. Estruturas comercial e produtiva do Brasil durante a crise**

A taxa acumulada dos últimos quatro meses do PIB a preços de mercado assinalou 1% em dezembro de 2017, a primeira taxa positiva desde o primeiro trimestre de 2015, tendo alcançado -4,6% no segundo trimestre de 2016, em meio ao processo de impeachment de Dilma Rousseff. Pelo lado da demanda, o consumo das famílias cresceu 1%, enquanto as importações e as exportações aumentaram 5% e 5,2%, respectivamente, em 2017. Por outro lado, o consumo do governo caiu 0,6% e a formação bruta de capital fixo (FBCF) teve redução de 1,8% - chegando ao percentual do PIB mais baixo deste século, 15,6%, em contraste com 21% em 2013.

Como a FBCF representa o investimento produtivo da economia, percebe-se que o governo Temer começou muito mal. Quando a principal variável para o dinamismo da renda chega a patamar tão baixo em comparação internacional, na visão keynesiana significa que as perspectivas de desenvolvimento sustentado são reduzidas, principalmente se não houver estímulos do governo ou dos mercados externos. Considerando as medidas adotadas de contenção dos gastos públicos e a sinalização para maior abertura dos mercados, a possibilidade de desenvolvimento – tomado como o crescimento econômico com elevação da qualidade de vida e redistribuição de renda de forma inclusiva – fica ainda mais afastada. No centro dessa explicação, residem as relações produtivas, tecnológicas e financeiras que geram o nível de emprego fundamental para o crescimento do consumo e do investimento, muito atrelados à qualidade em termos de produtividade e valor adicionado das atividades econômicas desenvolvidas pelo país, em especial da indústria – considerando atuais as leis de Kaldor (Kaldor 1966, Marconi *et al*, 2016).

Na ótica da oferta, conforme o IBGE, em 2017 o valor adicionado da indústria não teve variação (0,0%) – tendo o da indústria extrativa crescido 4,3%, enquanto na construção caiu 5% (puxando a queda da FBCF) e na indústria de transformação se elevou em 1,7%. Já o valor adicionado da agropecuária cresceu 13% (com destaque para as culturas de soja e milho) e dos serviços 0,3% (tabela 2 do anexo). Deste modo, em 2017 a indústria de transformação assinalou 11,8% do PIB de acordo com o IBGE, a mais baixa parcela desde 1950! Embora o quarto trimestre de 2017 tenha registrado uma evolução favorável, os números do início de 2018 apontam oscilações, ou seja, permanecem as incertezas para o setor – que em 2018 e 2019 não deve ainda recuperar as perdas da crise econômica.

O processo de industrialização brasileiro vivido ao longo do pós-guerra tornou sua indústria grande, diversificada e resiliente – já que se manteve expressiva mesmo após os processos de abertura econômica dos anos 1990 e de valorização cambial dos anos 2000. De acordo com a *United Nations*

*Industrial Development Organization* (UNIDO), em 2016 o Brasil detinha a 7ª maior indústria de transformação do mundo (em valor adicionado constante, em dólares de 2010), participando do grupo dos 15 maiores produtores mundiais da maioria das divisões industriais, exceto equipamentos de escritório, computadores e contabilidade, e farmacêuticos. Contudo, em 2005 o Brasil tinha uma parcela de 2,8% no valor adicionado da indústria de transformação (VTI) mundial, passando para 1,8% em 2016 (com queda de 25% no VTI per capita de cerca de USD 1341 para USD 1080), porque assinalou fraco crescimento entre 2005 e 2010 (média de 1,6% por ano, abaixo das economias em desenvolvimento e emergentes de 7,7% e do mundo de 2,4%), e decresceu 3,3% ao ano em dólares entre 2010 e 2016, vis-à-vis uma expansão de 5,3% nas economias em desenvolvimento e emergentes e de 2,8% no mundo. Já os resultados do PIB e da VTI por setor para 2017, ainda conforme a UNIDO, retratam um novo folego da indústria mundial, com crescimento de cerca de 3,5%, enquanto o VTI do Brasil foi 2,5%. Em contraste, o PIB em dólares do Brasil cresceu mais do que no mundo no período 2005-2010, porém ficou praticamente estagnado com variação média de 0,4% entre 2010-2016 (tabela 2 do anexo).

Como a própria UNIDO esclarece, a prolongação dos efeitos da crise sobre a indústria nos anos recentes se deve aos impactos incertos sobre o comércio e investimentos internacionais da eleição de Donald Trump nos EUA e do BREXIT, somados à reversão dos preços das *commodities* – que impactaram fortemente países em desenvolvimento da América Latina, África e a Rússia, entre outros. Durante estes anos (2004 a 2014), na composição do valor adicionado da indústria de transformação<sup>84</sup> a parcela do trabalho diminuiu na maior parte dos países analisados, mas no Brasil subiu de 20% para 26% (sendo que esta participação ainda era bastante inferior à dos países desenvolvidos, e também da Turquia, ou no mesmo nível de outros países em desenvolvimento, como Malásia e Rússia).

Entretanto, quem vê a floresta de cima, não sabe o que se passa a sua sombra. Além de olhar para as divisões da matriz industrial, tendentes a se concentrarem mais em bens de média/baixa intensidade tecnológica, como intermediários e alimentos/bebidas,<sup>85</sup> há de se analisar a qualidade das atividades desempenhadas, que vão se refletir no desempenho interno e externo dos mercados da indústria doméstica. O que se observou desde 2011, mais substantivamente, foi um movimento duplo

---

<sup>84</sup> Composto por, de um lado, salários e remunerações do trabalho, que contabiliza o custo do trabalho total pago diretamente para remunerar o trabalho, e por outro lado, depreciação do capital e excedente operacional (IEDI, 2017, a partir de UNIDO, 2017).

<sup>85</sup> Setorialmente, conforme mostrou o IEDI (2017), as indústrias em que o Brasil alcançou posições mais notáveis foram couro, produtos do couro e calçados (4ª posição), coque, refino do petróleo e combustíveis nuclear (4ª posição), alimentos (5ª), bebidas (6ª) e papel e produtos do papel (6ª). Tomando-se a distribuição setorial interna, os setores com maior participação na indústria de transformação brasileira em 2015 foram alimentos e bebidas (21%), produtos químicos (12%), coque, petróleo refinado e combustível nuclear (10%), veículos automotores, carrocerias e semi-carrocerias (8%) e máquinas e equipamentos (7%). Os dois primeiros aumentaram a participação em relação a 2005, enquanto o terceiro diminuiu. No caso de coque e petróleo refinado, assim como metais básicos, a redução nos preços explica a retração significativa de sua participação no valor adicionado total da indústria de transformação.

de perda de competitividade das exportações industriais brasileiras e maior penetração dos importados nos mercados internos, com déficit no comércio dos produtos industriais e a reprimarização da pauta. Naquele ano, o valor-adicionado estrangeiro das exportações brasileiras, indicador para trás das cadeias globais de valor (CGV) segundo a TIVA (OCDE/OMC) era 11% – valor distante das demais economias emergentes e em desenvolvimento. Nas exportações de manufaturados do Brasil, a participação importada foi em média 15%, atingindo fatias maiores em coque, petróleo refinado e combustível nuclear (21,3%), equipamentos eletrônicos e óticos (19,85%), equipamentos de transporte (19,5%), borracha e plástico (17,4%), produtos minerais não metálicos (16,7%), máquinas e equipamentos (16,2%) e instrumentos elétricos (16%). Esses indicadores revelam que certas indústrias de alta e média-alta tecnologia estão contando mais com importações para a fabricação de seus produtos comparativamente a outras do país. Podem sinalizar um aumento de eficiência em termos de custos relativos das cadeias, porém também implicam o aumento das porosidades das cadeias internas – afetando emprego, investimento produtivo e renda.

Ademais, a estrutura comercial de bens brasileira, de acordo com dados do MDIC, foi se apoiando mais em exportações de produtos primários, da indústria extrativa, ou de baixa intensidade tecnológica ao longo dos anos 2010, tendo como contrapartida a elevação das importações de manufaturados, principalmente de média-alta intensidade tecnológica - o que levou a crescentes déficits comerciais no período neodesenvolvimentista, tendo sido o menor em 2014. Entretanto, com a crise econômica, tanto as importações quanto as exportações assinalaram variações trimestrais negativas em 2015 e em 2016 (comparado com igual período do ano anterior), mas cresceram em 2017, atingindo neste ano o maior superávit comercial da história do Brasil (US\$ 67 bilhões FOB). Conforme o IEDI (2018), o superávit comercial se deu em outros produtos exceto os manufaturados, contando com a certa recomposição dos preços de *commodities* (destacando-se petróleo e metais) e a super-safra agrícola, que elevou vendas de primários e semimanufaturados, como de óleo de soja, açúcar bruto, etc. Assim, produtos intensivos em recursos naturais (agricultura, caça, atividades florestais e pesca; indústrias extrativas) somadas às indústrias de baixa tecnologia (reciclados; madeira, produtos de madeira e celulose; alimentos, bebidas e tabaco; têxteis, couro e calçados) respondiam por 63% das exportações brasileiras em 2017, praticamente o mesmo do que em 2014 (64%). A participação total da indústria de transformação nas exportações em 2017 foi de 61%, tendo sido 59% em 2014. Por sua vez, as importações em 2017 contaram com 90% do valor em manufaturados, tendo sido 86% em 2014. Por fim, apesar de ter melhorado em relação à 2016, o patamar das exportações totais manteve-se inferior aos de 2011-2014, bem como das importações.

Tomando-se os parceiros comerciais de mercadorias a partir dos dados do MDIC e do Atlas da Complexidade, em 2017 os EUA continuam como principal destino de exportação, sobretudo nos mercados de produtos industriais de alta e média-baixa tecnologia, enquanto a China é a principal

importadora no geral, destacando-se manufaturas de baixa intensidade tecnológica e produtos baseados em recursos naturais. A China, é, entretanto, a origem principal das importações, predominantemente de manufaturados de média a baixa intensidade tecnológica. Vale destacar que a Argentina deteve em 2017 cerca de 30% de participação nas exportações brasileiras de média-alta intensidade tecnológica; continua, então, sendo um parceiro importante apesar de já ter sido mais expressivo. Aliás, o saldo do comércio do Brasil em manufaturados com a América do Sul permanece sendo positivo, ao mesmo tempo em que é absorvedor líquido de produtos derivados de recursos naturais dos parceiros da região.

Nesse sentido, nos anos 2000 e 2010 o Brasil se inseriu nas cadeias globais de valor (ou melhor, na divisão internacional do trabalho) fundamentalmente como fornecedor de matérias-primas e alimentos, de um lado, e consumidor de produtos para serem absorvidos no seu mercado interno, de outro (Reis, 2018). Importador de tecnologia (saldo de US\$ 4,6 bilhões em 2017 em serviços de uso de propriedade intelectual, conforme FMI), as indústrias de alta intensidade tecnológica brasileiras têm menor expressão na estrutura produtiva interna e nos mercados internacionais do que as demais - sendo que a única exceção importante, a Embraer, caminha para consolidar a privatização do seu controle no Governo Temer. No que diz respeito aos parceiros, os EUA parecem ter reforçado em 2017 um perfil de trocas conveniente para as multinacionais industriais e de serviços que atuam no Brasil, relegando para o último as atividades de menor valor adicionado. A China, por sua vez, firmou-se como demandante principalmente para as matérias-primas e alimentos, e como fornecedora de manufaturas – querendo cada vez mais disputar as cadeias industriais domésticas vis-à-vis os EUA. Por fim, tem se desperdiçado oportunidades de melhorar a qualidade e a profundidade da integração com a América do Sul, quando se deveria buscar adensamento das cadeias produtivas industriais e de serviços, essencial para ganhar escala e competitividade - como no caso asiático e europeu.

Com a crise econômica, em 2015, 2016 e 2017 a maior parte dos créditos e dos débitos do balanço de pagamentos brasileiro assinalaram montantes inferiores aos de 2014. Em 2017, o superávit comercial de bens levou a uma significativa redução do déficit em transações correntes, já que as balança de serviços e de rendas continuaram deficitárias, tal como vinham sendo desde 2010. A conta financeira também observou expressiva queda no déficit, por causa da queda no passivo de IDE o do superávit em investimentos em carteira (deficitários anteriormente a 2015), por meio fundamentalmente de fusões e aquisições e outros investimentos facilitados por liberalizações (UNCTAD, 2017) – conforme já tinha ocorrido em 2016, destacando-se os mega-acordos envolvendo recursos estratégicos, notadamente petróleo, aviação comercial e o setor elétrico. Então, as tendências para o perfil da estrutura comercial relacionadas à crise econômica, entendidas também no cenário amplo de crescimento dos mercados internacionais puxados pelos Estados Unidos e Europa associado à emergência de novos paradigmas tecnológicos digitais, acenam para o reforço de seu caráter

dependente. Conforme argumentou Medeiros (2008), a dependência financeira no Brasil e na América Latina tem sido historicamente a causa e a consequência da inserção comercial na economia mundial. Dada a hierarquia das moedas no sistema internacional, condicionado aos ciclos de preços das commodities e suas consequências para a sobre-apreciação do câmbio real e para uma propensão a importar incompatível com a base exportadora, o déficit em transações correntes e na conta financeira leva a patamares elevados da taxa real de juros para atrair capital, reforçando um padrão macroeconômico de endividamento.

Na esteira da vulnerabilidade das estruturas produtivas e comercial dependentes, na crise econômica brasileira a taxa de desocupação total no Brasil quase dobrou em três anos, de 7,2% em janeiro-março de 2014 para 13,1% no mesmo trimestre de 2018. Ademais, o número de empregados com carteira de trabalho assinada continua caindo em 2018, indicando deterioração do mercado de trabalho – consequências da crise, bem como da política econômica e da reforma trabalhista aprovada no Governo Temer.

## **2. A volta da subordinação passiva do Estado Brasileiro**

A reorientação da política externa brasileira no governo Temer, que chamamos de decadente, trata-se do retorno da *subordinação passiva* do Estado brasileiro ao imperialismo (Berringer, 2015). A decadência se revela principalmente dos seguintes movimentos principais: 1) reaproximação com os Estados Unidos e da renegociação do acordo Mercosul-União Europeia; 2) desmantelamento da política de integração regional que tem transformado o Mercosul em um mero processo de integração comercial e tem paralisado a dinâmica interna da Unasul (com a suspensão da participação nesta iniciativa ao lado dos Estados argentino, paraguaio, chileno, peruano e colombiano, através do alinhamento com ou da oposição ao governo venezuelano), recolocando o regionalismo aberto (Cepal, 2000) como modelo de integração regional; 3) esvaziamento do conteúdo político dos BRICS, principalmente no que concerne a uma nova estratégia de relações internacionais com a China, mais vista como investidora – principalmente das empresas públicas e recursos estratégicos – do que como aliada no enfrentamento Sul-sul junto às instituições multilaterais; 4) término das políticas de cooperação sul-sul como a política de combate à fome com os Estados africanos; 5) sinalizações de subordinação marcantes e reversas ao sentido da política externa ativa - como a candidatura brasileira para a entrada na OCDE, a adesão do protocolo adicional do Tratado de Não Proliferação de Armas (TNP), o treinamento conjunto das forças armadas brasileiras e estadunidense na Amazônia, a renegociação da base de Alcântara no maranhão, entre outras.



A frente política que dirige o então governo Temer é uma frente neoliberal composta pela burguesia compradora, pela alta classe média<sup>86</sup> e por setores da burguesia interna que resolveram romper com a frente neodesenvolvimentista para se aliar aos setores golpistas (Boito, 2016). Além do ataque aos direitos dos trabalhadores via reformas trabalhista, está em curso uma política de aprofundamento da dependência tecnológica, produtiva e financeira do país, com exemplos mais marcantes o abandono do regime de partilha do pré-sal, o fim da política de conteúdo local, a redução dos recursos do BNDES, as rodadas de privatização do setor elétrico, dos portos e aeroportos, derrubada das licitações ambientais, etc. A crise política brasileira que resultou no golpe de Estado de 2016 teve início em 2012, conforme defendeu Singer (2015), quando a presidenta Dilma tentou consolidar o neodesenvolvimentismo, diminuindo os *spreads* bancários e a taxa de juros e, ao mesmo tempo, reduziu o crescimento dos gastos públicos e das receitas, através de subsídios e desonerações industriais (Orair e Gobetti, 2017), provocando desaceleração no crescimento do PIB brasileiro, que ainda sentia os efeitos do menor dinamismo da economia internacional após a crise financeira. Passadas as manifestações de 2013, que mobilizaram uma porção crescente da população brasileira a favor de pautas conservadoras sob liderança da FIESP e da FEBRABAN, houve então um entrelaçamento de uma crise econômica com uma crise política interna. Estas estão imbricadas a contra-movimentos na dinâmica da economia política internacional contemporânea em curso desde a crise financeira internacional de 2008, como o fortalecimento da economia chinesa e do Estado russo, o acirramento dos conflitos internacionais com a invasão da Síria, as disputas no mar meridional da China, a aprovação da saída do Reino Unido da União Europeia (Brexit), etc. – que a partir da eleição de Trump nos EUA sinalizam para uma retomada do poder por parte dos Estados imperialistas, que tem resultado em uma forte ofensiva contra a América Latina.

Tal retomada se desenha em um cenário pós-crise internacional de mudança paradigmática da tecnologia, em que a indústria 4.0 e a manufatura avançada prometem revolucionar a produção dos setores atuais e abrir espaço para uma série de inovações de produtos, processos e mercados. Não à toa, a indústria de máquinas e equipamentos mundial vem crescendo fortemente, puxada pelos EUA, Alemanha e Japão. Em paralelo, o dólar se valoriza e os Estados dos EUA com Trump estabelecem uma política externa que aposta numa receita antiga: proteção à propriedade intelectual, abertura dos mercados emergentes, acesso privilegiado às fontes de matérias-primas e alimentos, seguridade energética e aumento da competição com Estados rivais – incluindo-se os emergentes BRICS.

---

<sup>86</sup> A alta classe média representou grande parte do público que foi às ruas ou “bateu as panelas” pedindo o impeachment da Presidenta Dilma, como também corresponde aos funcionários do Judiciário, Ministério Público e Polícia Federal que foram importantes atores da Lava-jato e da ação golpista de 2016. No Brasil, esse setor se distingue pela alta escolaridade e pela alta renda, concentrando-se em setores de serviço e aparelhos do Estado, entre as profissões estão: jornalistas, médicos, advogados, diretores das grandes empresas, juizes, promotores, etc. A crença na meritocracia é um elemento distintivo desta camada social, que é comumente, conservadora e reacionária. Sobre este debate ver: Saes (1985); Boito (2016).

Neste quadro, para o Estado dos Estados Unidos, por um lado, tornou-se fundamental abafar a liderança e o protagonismo do Estado brasileiro na região durante o neodesenvolvimentismo, revigorando a dependência associada, com este último, tendo em troca sua atuação como desarticulador regional e vizinhança sem ameaças. Além disso, quebrar a aliança estratégica com os BRICS, que enquanto bloco galgou certo espaço na geopolítica internacional no imediato pós-crise financeira internacional, haja vista a posição desses Estados no Conselho de Segurança da ONU quando da decisão de controle do espaço aéreo na Síria. Com a América do Sul e com os BRICS, os governos do PT foram estabelecendo as já citadas parcerias, na tentativa de reduzir a influência estadunidense no país – sem nunca a ter afastado de fato. Aquela frente neodesenvolvimentista foi mais coesa entre 2003 e 2011, quando a economia brasileira apresentou resultados positivos, que inclusive levaram o Brasil a ser alçado à posição de “potência emergente”, ao lado dos demais países do agrupamento BRICS. A política externa sul-sul trouxe um enorme aumento da margem de manobra do Estado brasileiro face ao imperialismo, que pode ser resumida ao papel regional do Estado brasileiro – com a criação da União das Nações Sul-americanas – e ao papel nesse agrupamento, visando fortalecer, através do Banco de Desenvolvimento e do Arranjo Estrutural de Reservas, uma alternativa aos organismos financeiros do regime de Bretton Woods, como FMI e Banco Mundial (Berringer, 2015). Tanto incomodaram essas relações do Brasil, que o governo Dilma era um dos alvos principais da espionagem estadunidense, cujo símbolo maior foi o grampo dos telefones de ministros, diplomatas e assessores pela agência de inteligência americana, conforme revelado pelo wikileaks entre 2014 e 2015.

Mas, desde 2012, já se observava um declínio dessa posição mais ativa do Brasil nas relações internacionais e um aprofundamento da dependência produtiva, econômica, tecnológica e financeira do país face ao capital externo. Como não houve mudanças estruturais na produção e na tecnologia do Brasil no período anterior, a queda do preço dos commodities a partir de 2012/2013 foi uma primeira investida eficiente contra a entrada de divisas por exportações e, principalmente, os planos de expansão da Petrobrás, (além de prejudicar a economia de diversos países periféricos, incluindo Venezuela e Rússia). Em seguida, a operação Lava a Jato, para alguns sustentada por interesses e recursos estadunidenses (Nassif, 2016), seletivamente detecta escândalos de corrupção que acertam em cheio algumas das principais empresas nacionais atuando no exterior, inclusive a Petrobrás. O golpe de 2016 foi facilitador para o acesso dos capitais dos EUA e outros Estados ao pré-sal, às compras governamentais e ao mercado interno, garantindo maiores ganhos para as suas empresas, bem como obtendo maior controle sobre a política do governo. Paralelamente, ainda em 2016, aumentaram as entradas de IDE em *equity* em extração de minerais metálicos, veículos automotores (+50%) e em outros setores, por meio fundamentalmente de fusões e aquisições – que cresceram de US\$2 bilhões em 2015 para US\$9 bilhões, destacando-se os mega-acordos envolvendo recursos

estratégicos, notadamente no setor elétrico com a China Three Gorges Corporation (China) e a Statoil ASA (Noruega). Já os fluxos de saída de IDE do Brasil caíram US\$ 3 bilhões em 2015, para um desinvestimento de US\$ 12 bilhões em 2016, incluindo Fusões & Aquisições (F&A) por parte das multinacionais brasileiras atuando no exterior. Conforme a UNCTAD (2017), as principais liberalizações para venda de ativos brasileiros resultariam em novo ingresso de capitais em 2017 e 2018 – mas que comprometem o desenvolvimento e a soberania – estão associados ao petróleo, aviação comercial e outras áreas estratégicas. Destituindo-se o país de poder e riqueza em termos produtivos, tecnológicos e financeiros, a decadência da posição brasileira na política internacional é clara, o que infelizmente pode ter consequências negativas no médio e longo-prazo para o desenvolvimento inclusivo.

## **Conclusões**

A análise responde duplamente sim para as perguntas iniciais: a inserção externa do Brasil após o impeachment o tornou mais vulnerável economicamente? Qual o impacto da alteração na política externa, em termos de possibilidades de desenvolvimento inclusivo no médio e longo prazo? Assim, desde o golpe de 2016, o Brasil aprofunda uma estrutura produtiva dependente, que o torna mais vulnerável economicamente. Além disso, a alteração na política externa para uma posição mais decadente também deteriora possibilidades de desenvolvimento no médio e longo prazo. Enquanto a dependência já vinha se aprofundando, a decadência é uma marca do governo Temer, pois durante os governos Dilma não houve uma alteração da estratégia e das prioridades da política externa (Bastos, 2017) tal como tem ocorrido desde o *impeachment*.

Conclui-se que o enfraquecimento do regionalismo multidimensional que buscava uma integração política, produtiva e social, e a reaproximação com os Estados Unidos e União Europeia, afetaram o papel do Estado brasileiro na América Latina, obstruindo uma inserção externa com maior margem de manobra. Este desafio se torna ainda mais agudo em que se pese a deterioração do setor produtivo industrial do Brasil após a recessão econômica do país, a partir de uma inserção dependente nos fluxos de comércio, conhecimento e capital das cadeias globais de valor - que resultaram da atuação ambígua da grande burguesia interna nas relações políticas externas e domésticas. Vacilando entre o projeto neodesenvolvimentista e o neoliberal, mas sempre anti-trabalhista, a indústria apoiou o golpe jurídico-parlamentar e se encontra em uma encruzilhada decisiva para sua autonomia e para o desenvolvimento soberano do Brasil. A decisão da frente neoliberal de alinhar-se passivamente ao imperialismo, acrescentando-se tantas medidas políticas de Temer que fragilizam os trabalhadores e a própria capacidade política redistributiva do Estado ( por exemplo, a recente extinção do Fundo Soberano e o desmantelamento da Petrobras), permitiram a decadência da política e do comércio

externos e a maior dependência das estruturas produtivas e financeira brasileira – o que não poderá ter outro desdobramento senão o aprofundamento das desigualdades sociais.

### Referências Bibliográficas

- Atlas of Economic Complexity. *Dados de importação e exportação do Brasil*. Disponível em: <http://atlas.cid.harvard.edu/>
- Bastos, Pedro Paulo Z. Hiratuka, Célio. 2017. A política externa econômica do governo Dilma: comércio, cooperação e dependência. *Texto para Discussão* nº360, Instituto de Economia da Unicamp.
- Berringer, Tatiana. 2015. A burguesia brasileira e a política externa nos governos FHC e Lula. Curitiba: Ed. Appris.
- Boito Jr., Armando. 2012. A nova burguesia nacional no poder. In *Política e classes sociais no Brasil dos anos 2000* (ed.) Boito Jr., Armando; Galvão, Andréia. São Paulo: Alameda Editorial, pp. 69-106.
- \_\_\_\_\_. 2016. A crise política do neodesenvolvimentismo e a instabilidade política da democracia. *Crítica Marxista*, n. 42.
- Cardoso, Fernanda Graziella; Reis, Cristina Fróes de Borja. 2016. A divisão centro e periferia no atual contexto das Cadeias Globais de Valor: uma interpretação a partir dos pioneiros do Desenvolvimento. In: *XXI Encontro Nacional de Economia Política*, São Bernardo do Campo.
- CEPAL. Regionalismo aberto na América Latina e no Caribe. 2000. In *Cinquenta anos de pensamento da CEPAL*, (ed.) Bielchowsky, Ricardo, v. 2. Rio de Janeiro: Editora Record, pp. 937-958.
- FMI. Fundo Monetário Internacional. *Balance of Payment Statistics*. Disponível em: <http://www.imf.org/>
- IBGE. Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística. *PNAD contínua, Contas Nacionais Trimestrais*. Disponível em: <https://www.ibge.gov.br/>
- IEDI. Instituto de Estudos Para o Desenvolvimento Industrial. 2017. *Indústria Mundial: O Brasil na contramão dos emergentes*. Carta IEDI, n. 809, São Paulo, agosto.
- IEDI. Instituto de Estudos Para o Desenvolvimento Industrial. 2018. *Indústria de Transformação por intensidade tecnológica em 2017: aumento generalizado de exportações e importações*. São Paulo, fevereiro.
- Kaldor, Nicholas. 1966. Causes of the Slow Rate of Economic Growth in the United Kingdom. In *Further Essays on Economic Theory*, Kaldor, N., New York: Holmes & Meier.
- Marconi, N.; Reis, C. F. B.; Araujo, E. C. 2016. Manufacturing and economic development: The actuality of Kaldor's first and second laws. *Structural Change and Economic Dynamics*, v. 37, p. 75.
- MDIC. Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio Exterior. *Dados da balança comercial*. Disponível em: <http://www.mdic.gov.br/>
- Medeiros, Carlos Aguiar de. *Financial dependency and growth cycles in Latin American countries*. *Journal of Post Keynesian Economics*, v. 31(1), pp. 79-99, 2008.
- Nassif, Luis. 2016. Lava-jato: tudo começou em junho de 2013. *Jornal GGN*, 03/06/2016. Disponível em <http://jornalggm.com.br/noticia/lava-jato-tudo-comecou-em-junho-de-2013>.
- Orair, Rodrigo; Gobetti, Sergio. 2017. Brazilian fiscal policy in perspective: from expansion to austerity". *Working paper n. 160 Institute for Applied Economic Research (Ipea) and International Policy Centre for Inclusive Growth (IPC-IG)*, Brasília, Agosto.
- Poulantzas, Nicos. 1978. *Classes sociais no capitalismo de hoje*. Rio de Janeiro: Zahar Editores,
- Reis, Cristina Fróes de Borja Reis. 2018. O que Significa Melhorar a Inserção do Brasil nas Cadeias Globais de Valor? *Radar*, n. 58, IPEA, abril.
- Saes, Decio. *Classe média e sistema político no Brasil*. São Paulo: T. A. Queiroz, 1985.
- Singer, André. 2015. Cutucando a onça com as varas curtas: o ensaio desenvolvimentista do primeiro mandato de Dilma Rousseff (2011-2014). *Novos Estudos Cebrap*, n. 102.
- UNIDO. United Nations Industrial Development Organization. *Country profiles, MVA 2018, quarterly IIP*. Disponível em: <https://www.unido.org/>

# POLÍTICA CAMBIAL, PRODUTIVIDADE E CRESCIMENTO SUSTENTADO NO BRASIL PÓS-CRISE<sup>87</sup>

Fabrcio J. Missio<sup>88</sup>  
Frederico G. Jayme Jr.<sup>89</sup>  
Lcio O. Seixas Barbosa<sup>90</sup>  
Hugo Carcanholo I. Pereira<sup>91</sup>

**Resumo:** O objetivo do artigo é discutir o papel da poltica cambial como instrumento capaz de promover mudana estrutural e, em consequncia, estimular o crescimento econmico. Com base na extensa literatura terica e emprica recente, admite-se que a taxa de cmbio real uma varivel-chave para o crescimento de longo prazo de um pas em desenvolvimento. Em particular, investiga-se a relao entre a taxa de cmbio real e a acumulao de capital. Os resultados sugerem que o seu nvel tem um efeito positivo sobre a acumulao de capital no Brasil at determinado nvel ótimo. Nesse sentido, a autoridade monetria brasileira tem sido omissa ao permitir uma valorizao excessiva do real. A partir dessa anlise, propoe-se uma discusso acerca da conduo da poltica cambial que favorea o crescimento sustentado da economia brasileira nos prximos anos.

**Palavras-chave:** Desvalorizao; Acumulao de Capital; Crescimento Sustentado.

**Abstract:** The purpose of this paper is to discuss the role of exchange rate policy as an instrument capable of promoting structural change and, consequently, stimulating economic growth. Based on extensive theoretical and empirical literature, it is assumed that the real exchange rate is a key variable for the long-term growth of a developing country. In particular, the relationship between the real exchange rate and capital accumulation is investigated. The results suggest that their level has a positive effect on the accumulation of capital in Brazil to a certain optimal level. In this sense, the Brazilian monetary authority has been silent in allowing an excessive appreciation of the real. Based on this analysis, it is proposed a discussion about the conduct of the exchange policy that favors the sustained growth of the Brazilian economy in the coming years.

**Keywords:** Depreciation; Capital Accumulation; Sustainable growth.

## Introduo

O processo de crescimento econmico est associado a mudana estrutural, a qual corresponde a alteraes no sistema de produo (e trabalho) de diferentes setores. Nesse contexto, se a dinmica das estruturas de produo importante para o crescimento, torna-se relevante, em termos de poltica econmica, identificar quais so as variveis capazes de promover mudanas estruturais *pr-crescimento*. Neste trabalho argumentamos que o nvel da taxa de cmbio real (RER) uma dessas variveis.

Partimos da hipotese de que o nvel da taxa de cmbio real uma varivel coadjuvante importante para o crescimento econmico, especialmente dos pas em desenvolvimento. Mais especificamente, reconhece-se, a partir de vasta experincia emprica, que uma taxa de cmbio

---

<sup>87</sup> Os autores agradecem os comentrios de Daniela Prates. As exoneracoes de responsabilidade usuais se aplicam.

<sup>88</sup> Professor do CEDEPLAR/UFMG, e-mail: fabricio.missio@gmail.com

<sup>89</sup> Professor do CEDEPLAR/UFMG, e-mail: gonzaga@cedeplar.ufmg.br

<sup>90</sup> Pesquisador da Fundao Joao Pinheiro (FJP-MG), e-mail: lucioosb@hotmail.com

<sup>91</sup> Doutorando em Economia no CEDEPLAR/UFMG, e-mail: hugo.carcanholo@yahoo.com.br

competitiva (moderadamente desvalorizada) contribui para o crescimento do emprego e do produto. Longos períodos de valorização<sup>92</sup> da taxa de câmbio via de regra afetam negativamente o crescimento econômico, razão pela qual a política monetária acaba por exercer papel relevante no longo prazo, ao eventualmente contribuir para a referida valorização da taxa real de câmbio.

Com efeito, quando o banco central determina a taxa de juros de curto prazo, os fluxos de capitais se ajustam, influenciado a taxa de câmbio nominal. Adicionalmente, ele é capaz de modificar a liquidez do mercado cambial, que também tem efeito sobre a taxa de câmbio nominal. Conforme destacado por Rossi (2012), o processo de determinação dessa taxa decorre da interação entre os agentes econômicos, dentre os quais a autoridade monetária de cada país, no âmbito da institucionalidade do mercado cambial. Ou seja, além dos fluxos real e monetário-financeiro, outro determinante do comportamento da taxa de câmbio é a política cambial conduzida pela autoridade monetária.

Ainda que o banco central não tenha a prerrogativa de controlar totalmente a taxa de câmbio, ele é um agente importante que pode, em situações não excepcionais, direcionar e/ou alterar o seu comportamento (tanto em termos de nível como de flutuação). Em uma economia aberta, em que o mercado cambial à vista e de derivativos são muito voláteis, o controle da taxa de câmbio não é trivial. No entanto, reservas internacionais elevadas podem garantir âncora razoável para interferências mais cuidadosas, particularmente em momentos de maior estabilidade.

Essa intervenção no mercado de câmbio, de fato, já ocorre no Brasil desde 1999. Desde então o Brasil prática, de *jure*, o regime cambial flexível, embora, *de facto*, há intervenções da autoridade cambial nesse mercado, i.e., regime de flutuação suja. A política cambial adotada, pelo menos desde a crise de 1999, não tem contribuído para mitigar os efeitos deletérios da taxa de câmbio sobre o crescimento econômico. Ou seja, o Banco Central do Brasil (BCB) tem adotado uma posição excessivamente conservadora, priorizando o controle da inflação no curto prazo e não tem utilizado diversos instrumentos disponíveis que possam minimizar a valorização excessiva do real<sup>93</sup> e evitar aumentos de volatilidade da taxa de câmbio em momentos de maior *stress*. Mais do que isto, conforme demonstrou Libânio (2010) e Pimentel, Luporini e Modenesi (2016), há uma assimetria na política monetária, uma vez que a mesma tende a ser excessivamente contracionista em momentos de maior instabilidade ou pressões inflacionárias, o que afeta diretamente a taxa de câmbio real, ao passo que o oposto não ocorre em momentos de maior estabilidade e menores pressões inflacionárias. Este comportamento impacta diretamente a taxa de câmbio, em virtude do seu papel central na mitigação de pressões inflacionárias devido ao *pass-through* da taxa de câmbio. Em que pese o resultado na

---

<sup>92</sup> Considera-se o preço de uma unidade de moeda nacional em moeda estrangeira, e.g.: R\$/US\$. Logo, quando essa razão cai, a moeda se valoriza.

<sup>93</sup> À exceção do período entre outubro de 2010 e maio de 2013 quando foram adotadas medidas para regulação dos fluxos de capitais e de derivativos com vistas a frear a apreciação cambial (Prates e Paula, 2017).

maior parte das vezes positivo no combate à inflação, o efeito colateral é a valorização da taxa real de câmbio.

Com efeito, sob o regime de metas de inflação estrito, os bancos centrais, via de regra, se preocupam com a taxa de câmbio apenas por seus efeitos sobre a inflação (papel como canal de transmissão da política monetária para os preços). Contudo, mesmo antes da crise, conforme destacado por Blanchard (2010), economias emergentes vinham utilizando instrumentos para combater a volatilidade cambial e até mesmo alterar o patamar do câmbio. Porém, esse não tem sido o caso brasileiro, pelo menos não em ciclos de apreciação real da taxa de câmbio.

Mesmo que se reconheçam os efeitos negativos de desvalorizações cambiais sobre a inflação, argumentamos ser fundamental garantir a estabilidade da taxa de câmbio em um nível competitivo. Ou seja, o nível e a estabilidade do câmbio deveriam ser parte do objetivo dos bancos centrais. Em primeiro lugar, porque o câmbio desempenha um papel relevante sobre o crescimento e, em segundo, porque assim é possível que a sociedade compreenda a forma de atuação do BCB e, portanto, seja capaz de fiscalizar suas ações (isso seria fundamental, por exemplo, para entender os eventuais resultados negativos em operações de *swaps* cambiais, que podem gerar prejuízos que, em geral, são socializados em contraposição aos ganhos concentrados em poucos agentes<sup>94</sup>).

Não obstante, para além da já mencionada literatura (que em geral enfatiza o papel do câmbio enquanto variável capaz de induzir um processo de crescimento puxado pela demanda), sustenta-se aqui que a taxa de câmbio real também tem efeitos reais sobre o lado da oferta da economia (acumulação de capital e produtividade). Portanto, ele é variável fundamental para o crescimento sustentado de longo prazo.

A seção seguinte apresenta, brevemente, a relação entre a taxa de câmbio real e crescimento, destacando seu papel na indução da mudança estrutural e tendo como pano de fundo a discussão da política cambial adotada pelo BCB. Na seção 3, realiza-se um exercício econométrico simples, com vistas a testar a influência da taxa real de câmbio sobre a acumulação de capital. Na última seção, defendemos que a manutenção de condições mais favoráveis em termos da política cambial (ou seja, evitando-se ciclos prolongados de apreciação excessiva) é condição indispensável para o crescimento sustentado da economia brasileira nos próximos anos.

## **2. Taxa de câmbio real e Crescimento Econômico**

A mudança estrutural exerce papel central no crescimento econômico de longo prazo. Vale dizer, a garantia de um crescimento econômico mais estável e menos vulnerável às intempéries

---

<sup>94</sup> Quando o BCB declara que vai fornecer dólar no mercado de derivativos a uma taxa de R\$ 3,50, por exemplo, ocorre que, se no momento de vencimento do contrato essa taxa é mais alta, a operação tem um prejuízo, ou seja, onera a dívida pública.

externas encontra elemento impulsionador na mudança estrutural, que ocorre em direção a setores dinâmicos, em geral associados ao setor industrial (especialmente aqueles intensivos em tecnologia) e de serviços complexos. Portanto, a composição setorial importa para o crescimento.

Nesse caso, o câmbio funciona como coadjuvante importante na mudança estrutural porque: i) permite uma maior acumulação de capital, seja porque uma desvalorização cambial tende a aumentar o lucro interno das empresas (em decorrência do aumento do volume de vendas e/ou da redução do salário real<sup>95</sup>) facilitando a retomada dos projetos de investimento, seja em função dos estímulos ao investimentos orientados para a exportação, uma vez que a desvalorização facilita o acesso ao mercado externo por parte das empresas nacionais; ii) permite ganhos de produtividade, já que os setores com maior intensidade de capital e progresso técnico em geral atuam com rendimentos crescentes de escala de tal forma que à medida que ganham participação na composição do produto aumenta a produtividade média setorial e da economia como um todo; iii) permite um maior relaxamento da restrição externa que advêm da condição de crescimento com equilíbrio intertemporal do Balanço de Pagamentos, que é a restrição responsável em grande parte pela política "*stop and go*" adotada pelos países em desenvolvimento; e iv) diminui a vulnerabilidade externa, na medida em que estimula a competitividade do setor industrial cujos preços são menos voláteis no mercado internacional.

Em síntese, embora não seja a panaceia para resolver os problemas estruturais de crescimento e aumento da complexidade de uma economia, a taxa de câmbio é capaz de afetar sua competitividade-preço e não preço, melhorando sua performance tanto em termos internos, a partir da produção de uma maior gama de produtos (serviços) de melhor qualidade (maior incorporação do progresso técnico), como em termos de sua inserção internacional. Ou seja, a economia se dinamiza com o aumento da produtividade, dos novos investimentos e do acesso a novos mercados, o que resulta no aumento do emprego e da renda nacional.

Nesse contexto, existe uma crescente literatura, envolvendo diferentes abordagens, mostrando evidências que taxas de câmbio reais desvalorizadas estão positivamente associadas com maiores taxas de crescimento *per capita* (Rodrik, 2008; Missio et. all, 2015; Dao, 2017; Setterfield e Ozcelik, 2017; entre outros). Essas evidências são robustas a diferentes técnicas econométricas, base de dados e composições da amostra de países. Ademais, esse resultado é mais significativo para os países em desenvolvimento (Dolar, 1992; Razin e Collins, 1999; Chen e Rogoff, 2002 e 2003; Gala, 2008; Rapetti, Scott e Razmi, 2012; Bresser, Oreiro e Marconi, 2015; Barbosa, Jayme Jr. e Missio, 2017; Missio et all., 2017; entre outros).

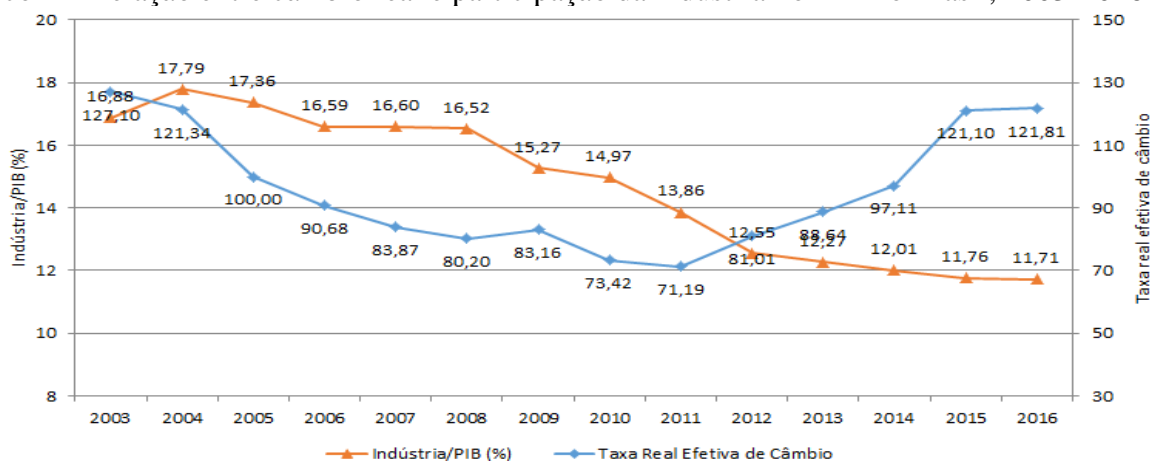
---

<sup>95</sup> Por um lado, a redução do salário real, ao reduzir a demanda agregada, tem efeitos negativos sobre a acumulação de capital. Por outro, o aumento da margem de lucro tem efeitos positivos. O efeito que prevalece é uma questão empírica (ver Alencar, Jayme Jr. e Britto, 2018).



Contudo, no Brasil, desde a adoção do regime de câmbio flutuante e de metas de inflação em 1999, as operações de intervenção do BCB no mercado de câmbio têm o objetivo declarado de prover liquidez em momentos de maior volatilidade, de acumular reservas, bem como de coadjuvar no controle da inflação, mas não de influenciar o nível ou a tendência da taxa de câmbio (à exceção do período entre outubro de 2010 e maio de 2013). Neste contexto, na medida em que a taxa de câmbio real tem se mantido apreciada por um longo período, o que se observa é uma mudança estrutural regressiva, no sentido de que a economia brasileira tem diminuído o seu grau de complexidade em ritmo acelerado, com perda significativa de setores importantes na composição do PIB, como o da indústria de transformação mais complexa. O gráfico 1 mostra que, no período de forte apreciação da taxa real de câmbio efetiva (2005-2011), a participação da indústria no PIB reduziu-se significativamente. Ainda que não se possa responsabilizar unicamente a política cambial e monetária no período, que produziu uma valorização sistemática da taxa real de câmbio, a evidência empírica internacional, como acima já mencionado, revela o papel não desprezível desta variável na perda de dinamismo do setor industrial do país.

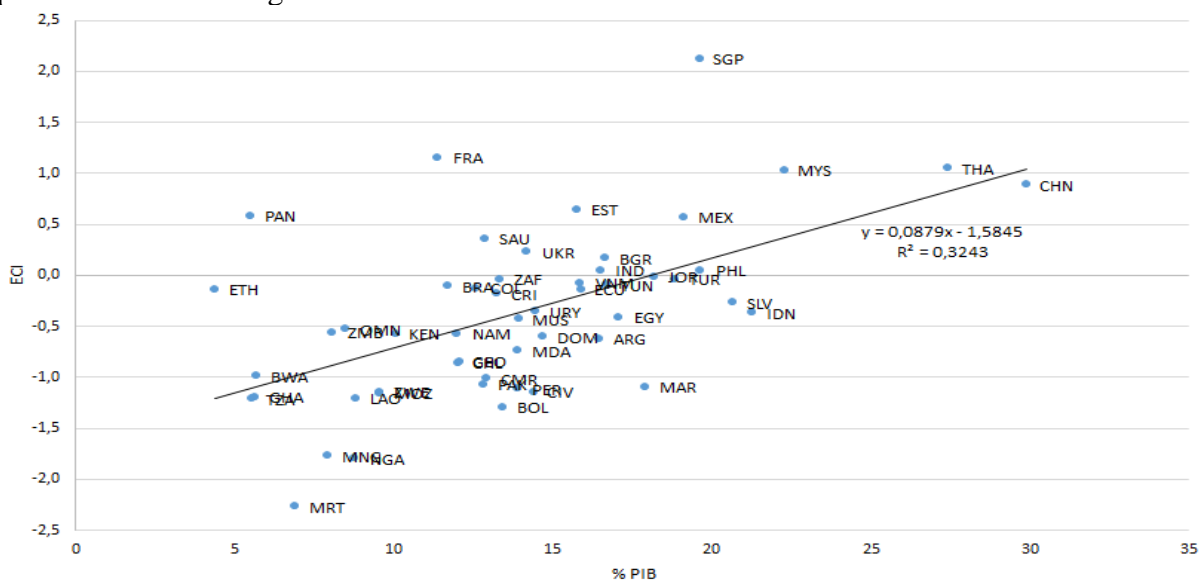
Gráfico 1 – Relação entre câmbio real e participação da indústria no PIB no Brasil, 2003-2016



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados IPEADATA e WDI (2018). Nota: Taxa de câmbio real efetiva-INPC-exportações -índice (média 2005=100).

Os dados do gráfico 2 corroboram nossa análise ao mostrar que países em desenvolvimento com menor participação da indústria no PIB são menos complexos.

Gráfico 2 – Relação entre a Indústria Manufatureira e o Nível de Complexidade Econômica (ECI) para economias emergentes ou em desenvolvimento - 2016



Fonte: Elaboração própria a partir dos dados do WDI (2018) e do Atlas of Economic Complexity.

A perspectiva de continuidade de uma mudança estrutural regressiva implica restrições ainda maiores ao crescimento econômico e à geração de emprego, levando a economia brasileira a um cenário de crescimento dependente do movimento dos preços e da demanda de *commodities primárias* no mercado internacional. Portanto, admitindo-se que a política cambial possa contribuir para evitar a perda de dinamismo do setor industrial e da maior complexidade da economia brasileira, entende-se que o manejo do nível da taxa de câmbio é um instrumento importante como coadjuvante do crescimento de longo prazo e da mudança estrutural. A seção seguinte apresenta um exercício empírico que corrobora a importância do nível da taxa de câmbio real para a acumulação de capital e, conseqüentemente, para o crescimento econômico.

### 3. Taxa de câmbio real e acumulação de capital: evidências empíricas

O objetivo do exercício empírico é testar a hipótese de que a taxa de câmbio real afeta a acumulação de capital. Se os parâmetros encontrados forem positivos e estatisticamente significativos, então as evidências encontradas reforçam o papel pró-crescimento da taxa de câmbio real. Isso porque, entre outras razões, argumenta-se que uma maior acumulação de capital está associada à redução do hiato tecnológico, uma vez que as novas tecnologias se encontram, em geral, incorporadas (*embodied*) em novas máquinas e equipamentos (Fagerberg, 1994). A estratégia empírica consiste em estimar empiricamente a relação entre o nível da taxa real de câmbio e a acumulação de capital através de séries temporais por mínimos quadrados ordinários (MQO). A primeira especificação estimada é a relação linear entre as variáveis:

$$\dot{k}_t = b_1 r e r_t + b_2 u_t + \varepsilon_t \quad (1)$$

Onde  $\dot{k}$  é a taxa de variação da formação bruta de capital fixo,  $rer$  é a taxa de câmbio real,  $u$  é a taxa de utilização da capacidade instalada. Ademais, testou-se a não-linearidade entre a acumulação de capital e a taxa de câmbio real utilizando uma especificação em que a taxa de câmbio real é elevada ao quadrado:

$$\dot{k}_t = b_1rer_t + b_2rer_t^2 + b_3u_t + \varepsilon_t \quad (2)$$

Ambas as especificações retratam uma função investimento a partir da taxa de crescimento do estoque de capital. No equilíbrio de curto prazo, variações no grau de utilização da capacidade produtiva promoverão a igualdade entre investimento desejado e a taxa de crescimento do estoque de capital.

A especificação dessas funções está baseada no entendimento de que a depreciação da taxa de câmbio real, ao afetar positivamente a competitividade e lucratividade dos setores de bens comercializáveis, estimula a acumulação de capital (equação 1). Por outro lado, uma depreciação também produz efeitos negativos sobre a acumulação de capital, uma vez que ela implica redução do salário real (queda da demanda agregada) e no aumento do custo de certos insumos importados. Considerando que esses mecanismos têm efeitos opostos, espera-se que o efeito final seja positivo em um primeiro momento, tornando-se negativo quando a taxa real de câmbio ultrapassar certo patamar, gerando uma curva em U invertido (especificação 2)<sup>96</sup>.

As estimações foram feitas utilizando uma base de dados trimestral entre março de 1996 e setembro de 2017 (87 observações). A variável “utilização da capacidade instalada” foi fornecida pelo BCB, ao passo que a taxa de câmbio real foi disponibilizada pelo Instituto de Pesquisas Econômicas Aplicadas (IPEA). A variável dependente “formação bruta de capital fixo” foi obtida do sistema de contas nacionais do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). A Tabela 1 sintetiza as informações da base de dados.

Tabela 1- Base de dados

Variável	Informações básicas		Estatísticas descritivas	
		Descrição	Fonte	
$u$	utilização da capacidade instalada	Utilização da capacidade instalada, com ajuste sazonal (ARIMAX13) e filtro Hodrick-Prescott	Bacen	média 0,01 D.P. 1,64 mediana 0,04
$Rer$	taxa de câmbio real	Taxa de câmbio efetiva real para 24 parceiros comerciais – exportações de manufaturados (média de 2010=100)	IPEA	média 130,23 D.P. 42,42 mediana 112,99
$K$	formação bruta de capital fixo	Taxa de variação dos valores reais de 1995, originalmente com ajuste sazonal	IBGE	média 0,005 D.P. 0,03 mediana 0,005

Fonte: Elaborado pelos autores

<sup>96</sup> Há uma crescente literatura que mostra os efeitos positivos ao nível da firma (ver Baggs, Beaulie e Fung, 2009, por exemplo). A novidade da especificação aqui proposta é captar os efeitos do câmbio real sobre a acumulação de capital em termos agregados, o que evidencia o papel do primeiro enquanto variável capaz de induzir a mudança estrutural.

As variáveis “utilização da capacidade instalada” e “formação bruta de capital fixo” são  $I(0)$ <sup>97</sup>. No entanto, a variável taxa de câmbio real se mostrou  $I(1)$ . Nesse caso, a recomendação seria utilizar a taxa de variação da taxa de câmbio real. No entanto, essa opção implica perda de informação<sup>98</sup> e dificuldade de interpretação dos resultados, que envolveriam a taxa de variação de um número índice. Por outro lado, como apontado no texto seminal de Granger e Newbold (1974), a possibilidade de correlação espúria ocorre quando tanto a variável independente quanto a dependente são  $I(1)$  - com  $R^2$  elevado, estatística de Durbin-Watson baixa e possivelmente com resíduos não estacionários. Tomando em conta estes apontamentos, apresentam-se os resultados econométricos na próxima seção.

### 3.1 Resultados

Os resultados das estimações das equações (1) e (2) são apresentados na Tabela 2. Os resultados das especificações 01 (versão linear) e 04 (versão não-linear) não passaram nos testes de auto correlação residual e heterocedasticidade. Para corrigir estes problemas, as equações (1) e (2) foram reestimadas utilizando a matriz Newey-West de covariância dos erros.

O resultado da versão linear (especificação 02) indicou que apenas o parâmetro “grau de utilização da capacidade instalada” é estatisticamente significativo ao nível crítico de 1%. O sinal deste parâmetro é positivo, sugerindo que o aumento do grau de utilização da capacidade instalada está relacionado com a acumulação de capital, o que é totalmente esperado pela teoria. Adicionou-se *dummies* para a crise econômica de 1999, o efeito Lula em 2002 e a crise de 2008 e os resultados não se alteraram (especificação 03).

Contudo, existe a possibilidade de que este resultado não seja estruturalmente estável ao longo do tempo. Testou-se tal possibilidade em um esquema de *rolling regressions* com janelas recursivas.<sup>99</sup> Os resultados mostraram que, ao nível crítico de 5%, o parâmetro da taxa real de câmbio é estatisticamente significativo e positivo entre março/2007 (44 observações) e março/2014 (74 observações). Tem-se, portanto, evidências, pela especificação linear, de que desvalorizações cambiais neste período afetaram positivamente a acumulação de capital.

As estimações da versão não-linear (especificação 05) sugeriram que o parâmetro da versão linear da taxa de câmbio real é positivo, ao passo que a versão não-linear é negativa. Ambos os

---

<sup>97</sup> Uma série deve ser diferenciada  $d$  vezes antes de se tornar estacionária (média zero e variância constante). Logo, quando ela contém  $d$  raízes unitárias, ela é dita ser integrada de ordem  $d$ , isto é,  $I(d)$ . Testamos a estacionariedade de todas as variáveis usando os testes ADF, DF-GLS, Philip Perron, a versão AO e IO de Clemente-Montañez-Reys e analisando as FAC e FACP. Devido ao reduzido número de páginas, optamos por não apresentar os testes.

<sup>98</sup> Como a ordem de integração das variáveis independentes e a dependente é diferente, não podemos utilizar econometria não-estacionária baseada na cointegração das variáveis.

<sup>99</sup> A janela inicial foi estabelecida em 25 observações, começando em Jun/1996 e terminando em Mar/2002. A medida que a janela aumentou, as observações restantes foram incorporadas uma a uma até Set/2017, totalizando 61 regressões. Os resultados não foram aqui apresentados, mas estão disponíveis aos leitores que podem solicita-los aos autores por e-mail.

parâmetros são significativos ao nível crítico de 10%. Adicionando as *dummies* de crise do período, os sinais das variáveis não se alteraram. Contudo, os parâmetros passaram a ser significativos ao nível crítico de 5%.<sup>100</sup> Ao comparar os R<sup>2</sup> ajustados dos modelos, percebemos que o modelo linear explica 22% da variação da acumulação do capital, enquanto a versão não-linear explica 25%.

Tabela 2 - Acumulação de capital, câmbio real e utilização da capacidade instalada

	versão linear			versão não-linear		
	01	02	03	04	05	06
$u_t$	0,009*** (0,002)	0,009*** (0,002)	0,009*** (0,003)	0,008*** (0,002)	0,008** (0,003)	0,008** (0,003)
$rer_t$	0,00002 (0,00002)	0,00002 (0,00002)	0,000017 (0,00002)	0,0001*** (0,00008)	0,0001* (0,0001)	0,0001** (0,00008)
$rer_t^2$				-1,13e-06** (5,01e-07)	-1,13e-06* (5,94e-07)	-1,07e-06** (4,86e-07)
<i>Crise 1999</i>			-0,01 (0,008)			-0,019** (0,01)
<i>Lula 2002</i>			-0,02*** (0,008)			-0,02*** (0,008)
<i>Crise 2008</i>			0,02 (0,23)			0,017 (0,02)
R <sup>2</sup> ajustado	0,18	0,18	0,22	0,22	0,22	0,25
F	10,68[0,00]	6,20 [0,00]	11,80 [0,00]	9,16[0,00]	10,88[0,00]	12,24[0,00]
breusch-g	13,74[0,00]			10,14[0,00]		
D-W	1,19			1,30		
White	19,09[0,00]			26,40[0,00]		

Nota: Elaborado pelos autores; \*significante ao nível de 10%; \*\*significante ao nível de 5%; \*significante ao nível de 1%. Os modelos 02, 03, 05 e 06 foram estimados com matriz de erros newey west robusta à correlação AR (1) dos erros e à heterocedasticidade. Os erros-padrão dos parâmetros estimados estão entre parênteses, os p-valores dos testes estão entre colchetes.

Os resultados da especificação (2) (equação não-linear) sugerem que desvalorizações do câmbio real inicialmente (termo linear) afetam positivamente a acumulação de capital. O sinal do termo não linear é negativo, o que sugere um nível “ótimo” de desvalorização real da taxa de câmbio. Em outras palavras, embora desvalorizações cambiais impactem positivamente a acumulação de capital, há um limite na utilização de tal instrumento quando considerado o nível ótimo. No limite, desvalorizações reais *ad infinitum* podem ter um impacto negativo na acumulação de capital, pois, a partir de certo nível, seu efeito negativo sobre a demanda agregada e sobre os custos dos insumos importados pode prevalecer. Não obstante este comportamento, corroborando o argumento teórico acima levantado, o pequeno valor dos parâmetros, embora significativos estatisticamente, revelam a necessidade de estudos futuros com séries de tempo mais longas e outras especificações dos modelos.

<sup>100</sup> O teste Durbin-Watson apontou a existência de correlação residual, como esperado, mas a magnitude do teste não foi baixa. Ademais, os resíduos das equações foram submetidos aos testes ADF, ADF-GLS, Philip Perron (e analisamos também as FAC e FACP), os quais sugeriram a estacionariedade dos mesmos. Portanto, seguindo Granger e Newbold (1974), têm-se evidências de não existência de correlação espúria entre acumulação de capital e câmbio real.

## Conclusão

A lógica do regime macroeconômico atual, baseado no chamado tripé câmbio “flutuante”, metas de inflação e superávit primário, tem obtido relativo êxito ao garantir a estabilidade do nível de preços. Contudo, o mesmo não se pode afirmar em relação à criação das condições necessárias para o crescimento sustentado da economia brasileira.

A ausência dessas referidas condições, dentre outras, passa pela, no mínimo duvidosa, política cambial adotada. A atuação do BCB, ao permitir a valorização excessiva da taxa real de câmbio e, principalmente, a falta de uma estratégia que eventualmente reveja a política de controles de capitais<sup>101</sup>, bem como opere na regulação do mercado de derivativos que diminua as posições especulativas dos investidores estrangeiros e institucionais, atua como uma restrição ao ciclo de crescimento sustentado da econômica.

Os dados aqui apresentados indicam o papel ativo que a manutenção de uma taxa de câmbio moderadamente desvalorizada tem sobre o crescimento econômico, embora os resultados mostrem a necessidade de mais estudos, em linha com a ampla literatura internacional. Portanto, ao ignorar esse papel da política cambial, o BCB restringe as possibilidades de crescimento que, para países em desenvolvimento como o Brasil, com inserção de baixa qualidade no comércio internacional e baixo progresso tecnológico, já são demasiadamente limitadas.

Concluimos, portanto, que qualquer proposta futura de crescimento sustentado para a economia brasileira requer uma ampla discussão e reformulação da função da política cambial e da forma de atuação do BCB. Entendemos que essa política deve ser conduzida de forma a evitar a instabilidade e a especulação excessiva e que, principalmente, a sua condução deva levar em consideração os seus efeitos sobre o crescimento, especialmente em períodos de relativa estabilidade do nível de preços.

## Referências bibliográficas

- Alencar, Douglas, Frederico Gonzaga e Gustavo Britto. 2018. Productivity, real exchange rate, and aggregate demand: An empirical exercise applied to Brazil from 1960 to 2011, *Journal of Post Keynesian Economics* (forthcoming).
- Barbosa, Lúcio, Frederico Gonzaga e Fabrício Missio. 2017. Determinants of The Real Exchange Rate in The Long-Run for Developing and Emerging Countries: a theoretical and empirical approach, *International Review of Applied Economics*, 32(1): 62-83.
- Blanchard, Olivier, Giovanni Dell’Ariccia e Paolo Mauro. 2010. Rethinking macroeconomic policy, *Journal of Money, Credit and Banking*, Blackwell Publishing, 42(1): 199-215.
- Bresser-Pereira, Luiz Carlos, Oreiro, José e Marconi, Nelson. 2015. *Developmental Macroeconomics: New Developmentalism as a Growth Strategy*. London: Routledge.
- Chen, Yu-chin Chen e Kenneth Rogoff. 2002. Commodity currency and empirical exchange rate Puzzles, *IMF Working Paper* Nº 02/27.

---

<sup>101</sup> Atualmente, os impostos financeiros sobre o fluxo de capitais e sobre os derivativos, utilizados para regular a conta de capitais entre 2009 e 2013, foram zerados.

- Chen, Yu-chin Chen e Kenneth Rogoff. 2003. Commodity Currencies, *Journal of International Economics*, 60(1):133-60.
- Dao, Mai, Camelia Minoiu e Jonathan David Ostry. 2017. Corporate Investment and the Real Exchange Rate. *IMF Working Papers* Nº 17/183.
- Dollar, David. 1992. Outward-Oriented Developing Economies Really Do Grow More Rapidly: Evidence from 95 LDCs, 1976-1985. *Economic Development and Cultural Change*, 40(3): 523-544.
- Gala, Paulo. 2008. Real exchange rate levels and economic development: theoretical analysis and econometric evidence, *Cambridge Journal of Economics*, 32(1): 273–88.
- Granger, Cliv e Paul Newbold. 1974. Spurious Regression in Econometrics, *Journal of Econometrics*, 2(2):111-120.
- Baggs, Jen, Eugene Beaulieu e Loretta Fung. 2009. Firm Survival, Performance, and the Exchange Rate. *The Canadian Journal of Economics*, 42(2):393-421.
- Libânio, Gilberto. 2010. A note on inflation targeting and economic growth in Brazil, *Revista de Economia Política* (Impresso), 30(1):73-88.
- Missio, Fabrício, Frederico Gonzaga, Gustavo Britto e José Oreiro. 2015. Real exchange rate and economic growth: new empirical evidence, *Metroeconomica*, 66(4): 686-714.
- Missio, Fabrício, Frederico Gonzaga, Gustavo Britto e José Oreiro. 2017. Real Exchange Rate and the Endogeneity of Income Elasticities: theoretical aspects and empirical evidence, In 21st FMM Conference, Berlin. Anais da 21st FMM Conference 2017.
- Prates, Daniela e Luiz Fernando de Paula. 2017. Capital account regulation in Brazil: An assessment of the 2009-13 period. *Brazilian Journal of Political Economy*, 37(1):108-129.
- Pimentel, Débora, Viviane Luporini e André Modenesi. 2016. Assimetrias no repasse cambial para a inflação: Uma análise empírica para o Brasil (1999 a 2013). *Estudos Econômicos*, 46(2): 343-372.
- Rodrik, Dani. 2008. The Real Exchange Rate and Economic Growth. *Brooking Papers on Economic Activity* 2: 365–439.
- Ramzi, Aslam, Martín Rapetti e Peter Skott. 2012. The Real Exchange Rate and Economic Development. *Structural Change and Economic Dynamics* 23(2): 151–169.
- Razin, Ofair e Susan Collins. 1997. Real Exchange Rate Misalignments and Growth, *NBER Working Paper* Nº 6174. Disponível em: <http://www.nber.org/papers/w6174>.
- Rossi, Pedro. 2012. Taxa de câmbio no Brasil: dinâmicas da arbitragem e da especulação, Tese de Doutorado, Campinas, Instituto de Economia/Unicamp.
- Setterfield, Mark e Selen Ozcelik. 2017. Is the balance of payments constrained growth rate time-varying? Exchange rate over valuation, policy-induced recessions, deindustrialization, and long run growth. Department of Economics/ New School for Social Research, *Working Paper* 26/2017, August 21.

## A ECONOMIA BRASILEIRA EM MARCHA LENTA

Giuliano Contento de Oliveira<sup>102</sup>

**Resumo:** Esse artigo tem o objetivo de analisar a difícil situação recente da economia brasileira, atualmente em marcha lenta. Argumenta-se que sem um processo de reorganização do Estado e de retomada de sua capacidade de coordenar e realizar os investimentos em infraestrutura, a economia brasileira tende a conviver com um regime de crescimento frágil e instável, sendo cada vez mais deslocada para setores ligados a vantagens comparativas estáticas e para setores de serviços de baixa produtividade.

**Palavras-chave:** Investimento em Infraestrutura; Regime de Crescimento; Crescimento Econômico.

**Abstract:** The objective of this paper is to analyse the hard situation of the Brazilian economy, actually at idle speed. It is argued that without a State reorganization and without recovering its capacity to coordinate and to make the necessary investment in infrastructure, the Brazilian economy tends to remain with unstable and fragile economic growth regime, being increasingly dislocated to sectors of static comparative advantages and to service sectors characterized by low productivity.

**Keywords:** Infrastructure Investments; Growth Regime; Economic Growth.

### 1. Introdução

Depois de uma profunda recessão em 2015 e 2016, a economia brasileira apresentou crescimento inferior a 1% em 2017. Em 2018, as expectativas de mercado apontam para um crescimento econômico apenas moderado, em torno de 1,5%<sup>103</sup> - do qual quase 0,5 ponto percentual (p.p.) decorre do efeito *carry over*. Não obstante, essa tímida recuperação, fundamentalmente baseada em utilização de capacidade ociosa, ainda se mostra insuficiente para compensar a retração acumulada entre 2015 e 2016.

Diante da encruzilhada em que passou a se encontrar, diante da ausência de reformas estruturais (política, fiscal, financeira, previdenciária etc.) nos últimos vinte anos e de investimentos capazes de colocá-la nos trilhos do crescimento, a economia brasileira atualmente se encontra em marcha lenta, sob o comando de um governo sem legitimidade popular, um legislativo promíscuo e um judiciário que, dia após dia, escancara suas fragilidades e contradições. Sem uma agenda de investimentos coordenada pelo Estado, capaz de viabilizar as necessárias inversões em infraestrutura, o atual regime de crescimento frágil e instável (que determina o padrão de crescimento bastante conhecido do tipo “voo de galinha”) tende a prevalecer no Brasil.

---

<sup>102</sup> Professor do Instituto de Economia da Unicamp, e-mail: giuliano@eco.unicamp.br

Artigo redigido com informações disponíveis até junho de 2018. O autor agradece as sugestões de Fábio Terra, isentando-o de eventuais erros e omissões, evidentemente.

<sup>103</sup> As projeções de mercado a respeito do PIB de 2018 apuradas pelo Relatório de Mercado Focus do BCB foram progressivamente revisadas para baixo ao longo do ano corrente. No primeiro relatório de 2018, de janeiro, a projeção para o crescimento do PIB era de 2,69%, enquanto no último do mês de junho, por sua vez, era de 1,55%.



Essa condição, em um mundo que tem apresentado profundas transformações estruturais, com aumento progressivo de produtividade, tende a deslocar a economia brasileira cada vez mais para os setores baseados em vantagens comparativas estáticas, de um lado, e para os setores ligados a serviços de baixa produtividade, de outro. Uma nau sem rumo, em marcha lenta, cuja macrotendência, se ditada tão somente pela lógica dos mercados, aponta, em uma situação limite, para a reconversão da economia brasileira em uma economia primário-exportadora, com uma inserção ainda mais subordinada na globalização – ou seja, exportando bens com baixa intensidade em conhecimento e tecnologia, de um lado, e importando bens com alta intensidade em conhecimento e tecnologia, de outro. Um retrocesso econômico e social sem precedentes, configurando um cenário muito preocupante para as gerações atual e futuras.

Nesse contexto, a estratégia dominante do atual governo foi a de buscar implementar rapidamente, sob a égide do “presidencialismo de coalisão”, a agenda de reformas ditada pelo mercado, mesmo que altamente regressivas do ponto de vista social, mas tidas como necessárias para atender às exigências dos credores a partir do caminho de menor resistência. E, para os mais incautos, essa agenda de reformas não tem se mostrado, porque efetivamente não o é, incompatível com o crescimento econômico baseado em utilização de capacidade ociosa, apenas moderadamente recomposta (quando muito) pelo aumento tímido da produtividade.

A economia brasileira está em marcha lenta. Superar essa condição não é tarefa simples, pois exige uma ampla e persistente rodada de investimentos, sobretudo em infraestrutura. O expressivo enxugamento das operações do BNDES<sup>104</sup> e o impacto fiscal decorrente da carga de juros da dívida pública problematizam ainda mais a situação de baixo investimento em infraestrutura, já altamente complexa.

Nesse sentido, esse artigo tem o objetivo de analisar a difícil situação recente da economia brasileira, de resto sedimentada ao longo de anos sem reformas estruturais orientadas para o desenvolvimento. Argumenta-se que sem um processo de reorganização do Estado e de retomada de sua capacidade de coordenar e realizar os investimentos em infraestrutura, a economia brasileira tende a conviver com um regime de crescimento frágil e instável, sendo cada vez mais deslocada para os setores ligados a vantagens comparativas estáticas e setores de serviços de baixa produtividade.

## **2. Investimento em infraestrutura no Brasil**

O Brasil, de igual modo aos demais países que não são desenvolvidos, carece muito de investimentos em infraestrutura para progredir em termos econômicos e sociais. Esse investimento é fundamental, pois permite a conciliação entre a dinamização dos setores mais dinâmicos da economia,

---

<sup>104</sup> Sobre o importante papel desempenhado pelo BNDES no financiamento do investimento em infraestrutura no Brasil, ver Puga e Gabrielli (2018).

com efeitos multiplicadores sobre os demais departamentos<sup>105</sup>, e os elevados ganhos de produtividade por ele desencadeados.

Como se sabe, apenas para citar um dos exemplos mais emblemáticos, a matriz de transporte de cargas no Brasil é preponderantemente baseada em rodovias. O modal rodoviário corresponde a cerca de 70% do total de cargas transportadas no país<sup>106</sup>. Em 2015, o Brasil tinha 1,721 milhão de quilômetros de malha rodoviária, da qual somente 210,6 mil quilômetros eram pavimentados, ou seja, apenas 12,3% do total das rodovias. Ademais, somente 11,1 mil quilômetros correspondiam a rodovias com pista dupla, ou seja, 0,06% da malha rodoviária total. O problema não termina aqui, uma vez que a condição geral das rodovias pesquisadas pela Confederação Nacional dos Transportes (CNT) em 2016 foi considerada bastante adversa: de 103,3 mil quilômetros de rodovias pavimentadas no Brasil, ruins e péssimas foram 23,6%, regulares, 34,7% e somente 30,2% classificadas como boas e 11,6% como ótimas (CNT, 2017a).

Trata-se de uma situação bastante problemática, considerando que essa condição encarece sobremaneira o custo do frete no Brasil e inviabiliza o transporte adequado e eficiente para o escoamento da produção, isso apenas para restringir o problema a esse quesito, uma vez que estradas em condições inadequadas para o tráfego de veículos aumentam substancialmente o número de acidentes, muitos dos quais fatais, e as emissões de poluentes nocivos à saúde humana<sup>107</sup>. Se considerado, ainda, que rodovias não pavimentadas aumentam em cerca de 50% o custo do frete, torna-se notório que a precária infraestrutura, em geral, e rodoviária, em particular, constitui elemento importante de desvantagem competitiva da produção nacional, inviabilizando a produção de muitos produtos de maior valor agregado, além de encarecer os produtos que conseguem ser competitivos mesmo diante desse contexto.

Entre 2002 e 2015, enquanto o total de rodovias pavimentadas cresceu 21,8%, passando de 172,9 mil para 210,6 mil quilômetros, a frota de veículos aumentou 164,5%, tendo atingido 93,9 milhões em 2016, revelando o descompasso entre o investimento em infraestrutura de transporte rodoviário e as necessidades requeridas pelo crescimento da produção de bens e serviços. Tem-se, pois, que o Brasil possui um sistema de transporte de cargas fortemente concentrado no modal rodoviário, o que por si só já representa um fator de redução de competitividade do país, e esse modal

---

<sup>105</sup> Le Corre et al. (2017), por exemplo, estimam que o potencial de criação de empregos diretos no atual portfólio de concessões do Brasil é de 124,8 mil.

<sup>106</sup> O transporte de cargas ferroviário, em termos gerais mais eficiente do que o rodoviário, corresponde a apenas cerca de 18% do total do transporte de cargas no Brasil.

<sup>107</sup> CNT (2017b) mostra que as condições inadequadas do pavimento das rodovias implicaram um gasto adicional de 775 milhões de litros de diesel no setor de cargas, o que significou um custo adicional de R\$ 2,34 bilhões. O mesmo estudo aponta, ademais, os motivos que fazem com que os pavimentos das rodovias brasileiras apresentem baixa durabilidade, a partir de consultas realizadas junto a especialistas das universidades, do Departamento Nacional de Infraestrutura de Transportes (Dnit) e das concessionárias, são eles: i) método de dimensionamento defasado; ii) descon sideração das diferenças climáticas entre as diversas regiões do país; iii) insuficiente rigor técnico e fiscalização; e iv) falta de manutenção preventiva. Para maiores detalhes, ver CNT (2017b).

é bastante precário. Revela-se, desse modo, que há a necessidade de investimento em infraestrutura em geral, tanto no modal rodoviário, como nas demais modalidades de transporte de cargas, de maneira a viabilizar uma desconcentração do atual sistema<sup>108</sup>. De acordo com CNT (2017b, p.131):

[...] a predominância do transporte de cargas pelo modal rodoviário acarreta uma maior demanda por essa infraestrutura. Uma matriz de transportes mais ampla e diversificada permitiria um desafogamento das rodovias, o que demandaria menos dos pavimentos e lhes possibilitaria uma maior durabilidade.

Seria ocioso mencionar que países desenvolvidos como Alemanha e França possuem 100% de suas rodovias pavimentadas. Esses dois países, contudo, possuem extensões rodoviárias de 644,4 mil quilômetros e 951,2 mil quilômetros, respectivamente, bem inferiores à extensão rodoviária brasileira, de 1,7 milhão, em 2015 – sendo que, como já indicado, apenas 210,6 mil quilômetros dessa malha eram pavimentados (12,3% do total). Os EUA, que possuem extensão territorial mais semelhante à brasileira<sup>109</sup>, têm uma malha rodoviária muito maior que a brasileira, de 6,4 milhões de quilômetros de rodovias, das quais 64,5% são pavimentadas. Entre os BRICS, por sua vez, a China possui 1,9 milhão de quilômetros de estradas, com mais de 80% pavimentadas, enquanto a Índia tem mais de 3 milhões de quilômetros de rodovias, sendo pouco menos de 50% pavimentadas.

O Brasil, dessa forma, destoa do restante do mundo não apenas nesse quesito, mas também no que diz respeito ao elevado desbalanceamento da matriz de transporte. Isso porque nos países de elevada extensão territorial como EUA, Canadá, China e Rússia, apenas para citar alguns exemplos, o transporte ferroviário prevalece em relação ao transporte rodoviário, sendo a relação custo-benefício deste inferior àquele. Trata-se, pois, de outro fator de desvantagem competitiva da estrutura de transportes do Brasil relativamente à prevalente em outros países do mundo com extensões territoriais semelhantes.

Esses dados são eloquentes em revelar que o Brasil carece de investimentos em infraestrutura de transportes, setor no qual se verifica a maior lacuna de infraestrutura no país (Raiser et al., 2017). Evidentemente, o problema da carência de investimentos em infraestrutura no Brasil não se restringe ao setor de transportes, pois envolve, também, destacadamente os setores de eletricidade e água e saneamento básico.

O Gráfico 1 apresenta as médias anuais do investimento em infraestrutura no Brasil entre os anos 1970 e 2010, bem como para os dois últimos anos, 2016 e 2017 (ABDIB, 2017). Pode-se verificar que enquanto nas décadas de 1970 e 1980 essa modalidade de investimento correspondia a 5,4% e 3,6% do PIB, respectivamente, nos anos 1990, 2000 e 2010 esse percentual recuou para um patamar entre 2,2% e 2,4% do PIB, em média. Em 2016, no contexto altamente recessivo, esse

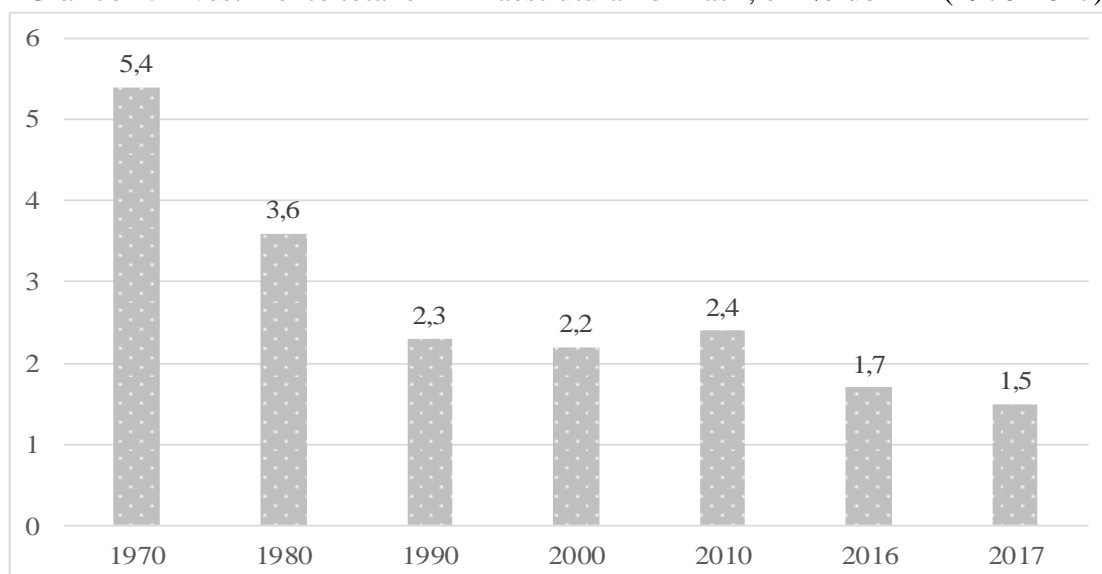
---

<sup>108</sup> A concentração do transporte de cargas no modal rodoviário ficou evidente quando da mais recente “greve dos caminhoneiros”, ocorrida entre o final de maio e o início de junho de 2018.

<sup>109</sup> Os EUA têm extensão territorial de 9,8 milhões de km<sup>2</sup>, enquanto o Brasil possui extensão territorial de 8,5 milhões de km<sup>2</sup>.

percentual atingiu 1,7% do PIB, o menor percentual histórico registrado até então. Em 2017, de acordo com estimativas da Abdib (2017), esse investimento foi ainda menor, de 1,5%.

Gráfico 1: Investimento total em infraestrutura no Brasil, em % do PIB (1970-2017)



Fonte: Abdib (2018).

Nota: para as décadas de 1970, 1980, 1990, 2000 e 2010, médias anuais. Para 2016 e 2017, dados anuais, sendo o de 2017 projetado pela Abdib (2018).

A Tabela 1 apresenta as exigências previstas de investimento anual em infraestrutura no Brasil por setor, de um lado, e o investimento efetivamente realizado, de outro - dados esses estimados por Raiser et al. (2017, p. 16). Verifica-se que entre os quatro grandes setores da infraestrutura, a saber, transportes, telecomunicações, eletricidade e água e saneamento, somente em telecomunicações o investimento realizado foi superior ao total exigido.

Tabela 1: Exigências estimadas de investimentos em infraestrutura no Brasil, de acordo com o cenário base, 2015-2025 (em % do PIB)

Setor	Exigido		Efetivamente Investido	
	Total	Manutenção	2001-10	2011-15
Transportes	1,91	1,20	0,54	0,64
Rodovias	1,81	1,12	0,39	0,42
Pavimentadas	1,37	0,77		
Não pavimentadas	0,44	0,35		
Ferrovias	0,07	0,06	0,11	0,14
Portos	0,03	0,01	0,05	0,09
Telecomunicações	0,29	0,26	0,68	0,45
Linhas telefônicas fixas	0,06	0,06		
Linhas telefônicas móveis	0,26	0,20		
Eletricidade	1,90	0,87	0,62	0,70
Geração elétrica	1,79	0,78		
Acesso à eletricidade	0,11	0,09		
Água e saneamento	0,11	0,08	0,19	0,18
Água	0,04	0,03		
Saneamento	0,08	0,05		
<b>Total</b>	<b>4,25</b>	<b>2,41</b>	<b>2,04</b>	<b>1,97</b>

Fonte: Raiser et al. (2017, p. 16).

Destarte, pode-se afirmar que sem a retomada do investimento em infraestrutura o Brasil não tem condição de modificar o atual regime de crescimento, frágil e instável, uma vez que um processo mais vigoroso de retomada do nível de atividades a partir da utilização de capacidade ociosa irremediavelmente irá, mais uma vez, esbarrar em gargalos ligados à infraestrutura. Além disso, como se sabe, o investimento em infraestrutura possui elevado efeito sobre a produtividade da economia, o que também é indispensável para a retomada do crescimento econômico consistente.

O nó que se coloca, contudo, é que o Brasil necessita investir cerca de R\$ 300 bilhões ao ano em infraestrutura, durante dez anos. Não obstante, a capacidade de investimento do Estado, historicamente o principal protagonista desse tipo de investimento no país, tem sido cada vez menor e, por isso, cada vez menos suficiente para lidar com as lacunas da infraestrutura brasileira. Segundo Abdib (2018, p. 91):

[...] o Brasil precisa investir R\$ 300 bilhões ao ano em infraestrutura, o equivalente a 5% do PIB, ao longo de uma década, se o país pretender prover condições para a inserção do país na economia global e para a ampliação da qualidade de vida das pessoas.

Evidentemente, o problema da infraestrutura no Brasil não decorre apenas do subinvestimento nesse setor, em vista das ineficiências diversas existentes ao longo de todo o ciclo de investimentos, como apontado por Raiser et al. (2017, p.25), segundo os quais “[...] as ineficiências podem estar presentes em várias etapas do ciclo de investimentos, desde o planejamento, a seleção de projetos e a alocação de recursos, até a implementação e a avaliação.” Não se pode negar, contudo, que mesmo com melhorias nesse quesito, ainda assim o investimento em infraestrutura precisa aumentar substancialmente no Brasil. O Brasil tem investido muito menos em infraestrutura não apenas em relação a países como China, Índia, Rússia e África do Sul, apenas para citar alguns exemplos, mas, também, em relação a diversos países da América Latina, com destaque ao Chile (Raiser et al., 2017; Tadini e Rocha, 2017; Le Corre, 2017; CNI, 2015).

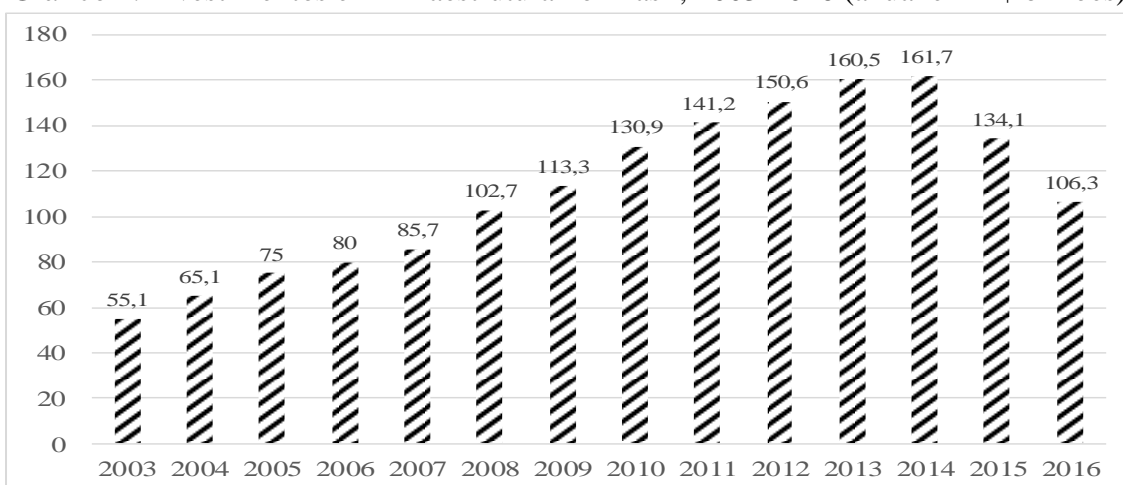
O Gráfico 2 apresenta o investimento total em infraestrutura no Brasil no período recente, nos setores de energia elétrica, transportes, telecomunicações e saneamento básico. Pode-se verificar que ele aumentou bastante entre 2003 e 2014, tendo passado de R\$ 55,1 para R\$ 161,7 bilhões. Depois da deflagração da crise de 2008, como se sabe, essa expansão demandou cada vez mais aportes do Tesouro Nacional no BNDES para ser sustentada. Quando deflagrada a recessão, contudo, observou-se expressiva retração desse investimento, para R\$ 134,1 bilhões, em 2015 e, depois, para R\$ 106,3 bilhões, em 2016, segundo estimativas da Abdib (2017).

Como mostram Tadini e Rocha (2017), no período mais recente o setor privado tem investido mais em infraestrutura do que o setor público no Brasil, uma decorrência, de um lado, das políticas de estímulo ao investimento privado nesse setor, e, de outro, da capacidade cada vez mais limitada de o Estado nele investir, diante do quadro de fragilidade das contas públicas. Importante ressaltar,

contudo, que essa redução da participação do setor público no investimento em infraestrutura tem determinado, como visto, uma retração do investimento total nesse setor, ou seja, o setor privado não tem sido capaz de compensar a queda do investimento público.

Para Raiser et al. (2017), além das ineficiências envolvidas ao longo de todo o ciclo de investimentos em infraestrutura, como já mencionado, o reduzido investimento nesse setor no Brasil também decorre do baixo nível de poupança, atualmente em torno de apenas 16% do PIB. Para os autores, a solução para o problema corresponde ao aumento da poupança do setor público, a ser obtida tanto a partir do limite constitucional para os gastos primários como pela reforma da previdência. Em suma, a recomendação ortodoxa para o aumento do investimento.

Gráfico 2: Investimentos em infraestrutura no Brasil, 2003-2016 (anual em R\$ bilhões)



Fonte: Abdib (2017).

Embora a estratégia de aumento da poupança pública em um contexto de restrição fiscal não impossibilite, necessariamente, o crescimento econômico a partir da utilização de capacidade ociosa, ela pode concorrer para agravar o problema da infraestrutura no Brasil e, conseqüentemente, para interromper a retomada do crescimento econômico em razão da existência de gargalos nesse setor. Na medida em que o ajuste macroeconômico via preço, quando esgotado o crescimento econômico baseado em utilização de capacidade ociosa, enseja o aumento da taxa básica de juros, restringe-se ainda mais a capacidade de investimento do Estado, frente o risco de agudizar o desajuste fiscal.<sup>110</sup>

A estratégia de condução procíclica da política fiscal dificulta sobremaneira a superação do regime de crescimento frágil e instável há tempos em vigor na economia brasileira. A ausência de reformas estruturais e socialmente justas ao longo dos diversos governos pós-redemocratização,

<sup>110</sup> Isso, importante ressaltar, nada tem a ver com a necessidade de reformas em diversas áreas, incluindo a previdência. Embora, evidentemente, é importante não perder de vista que existem diversas alternativas, decerto socialmente mais justas, ao modelo de reforma da previdência proposta pelo governo atual. Tampouco significa, também é relevante registrar, que o aumento da poupança interna de uma economia não desempenhe papel importante em uma economia, seja porque ela pode decorrer do aumento do investimento, não necessariamente o antecedendo, seja porque ela cumpre papel fundamental no processo de consolidação financeira das dívidas.

juntamente com uma equação macroeconômica perversa, tem imposto severos limites para a realização de política fiscal anticíclica e tem cobrado um preço alto para a sociedade brasileira. Como resultado, a economia brasileira está em marcha lenta.

#### **4. Economia brasileira em marcha lenta...**

Depois da profunda recessão entre 2015 e 2016, a economia brasileira voltou a crescer, ainda que de forma tímida, em 2017. As expectativas de mercado têm apontado, atualmente, para um crescimento do PIB no Brasil em torno de 1,5% em 2018, considerando a “herança estatística” de quase 0,5 p.p. (efeito *carry over*). A economia brasileira está, no entanto, em marcha lenta. Não no sentido de que não poderá ocorrer, possivelmente, uma aceleração do (tímido) crescimento do PIB entre 2017 e 2018, mas, sim, porque com investimentos insuficientes em infraestrutura, equação macroeconômica desfavorável, instabilidade política e ambiente de negócios repleto de adversidades (como crédito caro e restrito, carga tributária elevada, burocracia excessiva etc.), apenas para citar alguns dos principais fatores negativos, quando esgotada a capacidade ociosa o crescimento tende a ser rastejante a partir da dinâmica interna.

A economia brasileira atual se assemelha a um veículo em marcha lenta (ponto morto) em um ligeiro declive não muito extenso: começa a andar devagar e aumenta um pouco a velocidade, mesmo sob aceleração mínima do motor, desde que não haja grandes obstáculos à frente. Contudo, quando o declive deixa de existir (no caso da economia, sua capacidade ociosa), o veículo vai perdendo velocidade até parar, podendo inclusive regredir a partir de certo ponto. Para não parar ao longo do trecho sem declive, o motorista desse veículo precisa engatar uma marcha compatível com a velocidade desejada (no caso da economia, seria o equivalente a aumentar o investimento e a produtividade). Agora, imagine que esse veículo está em uma autoestrada e apresenta problemas mecânicos, de modo que não pode engatar além da segunda marcha (supondo, claro, uma potência de motor homogênea entre os veículos que trafegam na autoestrada). O que vai acontecer? Se não acontecer um trágico acidente, vai ocorrer o seguinte: i) o veículo não vai necessariamente parar, mas vai trafegar a uma velocidade baixa; e ii) o veículo será facilmente ultrapassado pelos outros, que trafegam em quinta ou sexta marcha.

Isto é, com baixo investimento em infraestrutura associado ao fenômeno da desindustrialização, esgotada a capacidade ociosa e não havendo crescimento significativo dos preços das *commodities* no curto prazo (capaz de modificar radicalmente a equação fiscal atual e propiciar vultosos investimentos em infraestrutura), mesmo um crescimento econômico em torno de 3% ao ano de forma consistente tende a ser difícil de ser viabilizado. A condição de reduzido investimento e aumento da produtividade enseja uma situação de baixo crescimento econômico. Então, apenas para finalizar a metáfora, duas consequências conformam o que pode ser chamado de cenário básico: i) a economia não necessariamente deixa de crescer, desde que a capacidade produtiva apresente certo

grau de ociosidade ou cresça um pouco (a tal da “segunda marcha”), mas cresce de forma rastejante e fica ainda mais sujeita à instabilidade; e ii) a economia brasileira continuará sendo ultrapassada pelas outras economias do mundo.

Com a retração acumulada do PIB no Brasil, de quase 7% no biênio 2015-16, se a economia brasileira crescesse 2,5% em 2018 tal como originalmente previsto pelo mercado e, depois, 3% em 2019, ainda assim o índice de volume encadeado do PIB com ajuste sazonal não atingiria o índice médio de 2014. Isso significa que até 2020 a economia brasileira poderá navegar em mares já antes navegados: crescer mediante uso de capacidade instalada, acrescentada apenas timidamente pelo aumento da produtividade. De tal modo que sem a retomada sustentada do investimento, destacadamente em infraestrutura, e a restauração ou o fortalecimento de elos inter e intrassetoriais dinâmicos da economia brasileira, mesmo que associados direta ou indiretamente ao setor de *commodities*, dificilmente será viabilizado o rompimento do atual regime de crescimento, frágil e instável.

Torna-se, imperativo, pois, restaurar a capacidade de investimento em infraestrutura e coordenação desse investimento pelo Estado, de modo a propiciar o crescimento econômico sustentado do Brasil. Contudo, do ponto de vista do investimento, o espaço fiscal tem se apresentado muito limitado, com a carga de juros da dívida pública determinando um elemento estrutural de desajuste fiscal. Já no que diz respeito à coordenação do investimento pelo Estado, a falta de legitimidade social do atual governo, articulada às incertezas decorrentes da crise política e da ausência de perspectiva de crescimento econômico consistente ao longo do tempo, dificulta sobremaneira esse processo.<sup>111</sup> Reformas estruturais, portanto, são necessárias. Mas reformas estruturais socialmente mais justas são difíceis de ocorrer em contextos de adversidades. De tal modo que o próximo presidente do Brasil assumirá uma responsabilidade enorme, talvez uma das maiores da Nova República: preservar a unidade nacional e realizar reformas estruturais (política, fiscal, financeira, previdenciária etc.), inclusive para modernizar o atual Estado brasileiro, em diversas áreas ainda bastante burocrático e pouco eficiente, de tal modo a restaurar sua condição de realizador e coordenador dos investimentos em infraestrutura no país, bem como de condutor de política econômica anticíclica, como sugerido por Keynes (1936), e compatível com as necessidades de financiamento do setor público e com a trajetória sustentável da dívida pública. Ocioso destacar que

---

<sup>111</sup> Frischtak (2008) acrescenta, ainda, a fragilidade institucional e a incerteza do ambiente regulatório como elementos adicionais para o baixo investimento em infraestrutura no Brasil, insuficiente para repor o estoque capital fixo – estima-se que, para isso, o investimento teria que ser de aproximadamente 3% do PIB (CNI, 2016). Uma estrutura de financiamento privado para potencializar as Parcerias Público-Privadas nesse âmbito também é destacada em diversos trabalhos sobre o tema, como meio para destravar o investimento nesse setor. Ver, por exemplo, CNI (2016), particularmente no que diz respeito ao papel potencialmente relevante que pode ser cumprido pelo mercado de capitais nesse âmbito.



essa estratégia impõe a preservação do BNDES como importante instituição financiadora, em articulação com o setor privado, do investimento em infraestrutura no país.

O poema de Carlos Drummond de Andrade, “José”, de 1942<sup>112</sup>, exprime muito bem a situação da economia brasileira atual. O que resta? O que fazer? E agora, José? Sim, devemos continuar marchando, resistindo, a despeito das desesperanças e adversidades dos dias de hoje. Mas, para onde queremos e precisamos ir? Pois, pelo atual caminho, tende a prevalecer o mais do mesmo, vale dizer, uma “economia moribunda”, deslocada para os setores primários e submetida, cada vez mais, a uma dinâmica ditada por fatores exógenos, determinada pelas oscilações de preços das *commodities*. Uma economia, dessa forma, incapaz de gerar empregos de qualidade para a população e de incorporar, especialmente, os jovens ao mercado de trabalho. São essas as possibilidades econômicas que serão deixadas aos nossos filhos e netos?

### Referências bibliográficas

- ABDIB. 2018. Os caminhos da infraestrutura em 2018. São Paulo: Abdib.
- \_\_\_\_\_. 2017. As perspectivas para a infraestrutura em 2017. São Paulo: Abdib.
- LE CORRE, Jean et al. 2017. Investimento em infraestrutura e seu impacto na criação de empregos no Brasil. BCG: São Paulo.
- CONFEDERAÇÃO NACIONAL DA INDÚSTRIA (CNI). 2016. O financiamento do investimento em infraestrutura no Brasil: uma agenda para sua expansão sustentada. Confederação Nacional da Indústria. Brasília: CNI.
- \_\_\_\_\_. 2015. Por que o Brasil investe pouco em infraestrutura? Confederação Nacional da Indústria. Brasília: CNI.
- CONFEDERAÇÃO NACIONAL DOS TRANSPORTES (CNT). 2017a. Anuário CNT do transporte: estatísticas consolidadas 2017. Brasília: CNT.
- \_\_\_\_\_. 2017b. Transporte rodoviário: por que os pavimentos das rodovias do Brasil não duram? Brasília: CNT.
- FRISCHTAK, Cláudio R. 2008. O investimento em infraestrutura no Brasil: histórico recente e perspectivas. Pesquisa e Planejamento Econômico, Rio de Janeiro, v.38, n.2.
- KEYNES, J. M. 1985. A teoria geral do emprego, do juro e da moeda. 3. ed. São Paulo: Nova Cultural.
- PUGA, Fernando; Gabrielli, Humberto. 2018. O BNDES e o investimento: 2000 a 2016. Texto para Discussão BNDES, Rio de Janeiro, n.122.
- REISER, Martin et al. 2017. De volta ao planejamento: como preencher a lacuna de infraestrutura no Brasil em tempos de austeridade? Relatório n. 117392-BR. Grupo Banco Mundial.
- TADINI, Venilton; ROCHA, Igor. 2017. As particularidades do investimento em infraestrutura. Texto para Discussão Addib n.1, ano 1.

---

<sup>112</sup> Para acessar o poema, na voz de Drummond, consultar: <https://www.lettras.mus.br/carlos-drummond-de-andrade/353799/>

## A ECONOMIA BRASILEIRA E O DISCURSO DE AUSTERIDADE FISCAL: ONDE A CRISE NOS LEVARÁ?

Karla Vanessa B. S. Leite<sup>113</sup>

Ricardo Schmidt Filho<sup>114</sup>

**Resumo:** O presente artigo tem por objetivo fazer uma reflexão crítica, a partir do referencial teórico de Keynes, sobre os impactos da política econômica recessiva que vem sendo adotada na economia brasileira, marcada pela austeridade fiscal, sobre o crescimento econômico e na obtenção/manutenção de uma trajetória sustentada deste. Utilizou-se o método analítico descritivo, com o auxílio da estatística descritiva para observarem-se os dados e indicarem-se as tendências para a dinâmica econômica de médio e longo prazo. A conclusão aponta que os impactos de tal política sobre a indústria e a estrutura produtiva poderão comprometer, de maneira decisiva, a capacidade da economia brasileira em trilhar o caminho de um crescimento sustentado e com o mínimo de justiça social.

**Palavras-chave:** Austeridade Fiscal. Keynes. Crescimento Sustentado.

**Abstract:** The purpose of this article is to make a critical reflection, based on Keynes' theoretical framework, on the impacts on economic growth and on obtaining/maintaining its sustained trajectory of the recessive economic policy adopted in the Brazilian economy, marked by fiscal austerity. The descriptive analytical method was used, with the aid of descriptive statistics to observe the data and indicate trends for the medium and long-term economic dynamics. The conclusion is that the impacts of such a policy on industry and productive structure could decisively jeopardize the ability of the Brazilian economy to follow the path of sustained growth and achieving the minimum of social justice.

**Keywords:** Fiscal Austerity. Keynes. Sustained Growth.

---

<sup>113</sup> Professora da UFCG e Tutora do PET – Economia. E-mail: kvanessaleite@gmail.com.

<sup>114</sup> Professor da UFCG. E-mail: rschmidtfilho@hotmail.com.

## 1. Introdução

Nos últimos quatro anos, o discurso de austeridade fiscal ganhou espaço no cenário econômico brasileiro. Historicamente, no Brasil, o investimento privado segue, em grande medida, a tendência do investimento público, o que evidencia a importância dos gastos públicos para a dinâmica de crescimento econômico. Sendo assim, a economia brasileira apresenta uma lógica interna que é, fundamentalmente, puxada pelo Estado.

A partir de 2015, especialmente, optou-se por adotar uma política econômica excessivamente focada no curto prazo, apoiada ainda no tripé de política macroeconômica (*superávit* primário, metas de inflação e câmbio flexível) e pautada no reforço do discurso de austeridade fiscal e controle inflacionário. Os elementos pró-cíclicos contidos nessa escolha explicam, em grande medida, não apenas a profundidade, mas o tempo de permanência da economia nesse estado de profunda crise.

Nesse contexto, o presente artigo tem por objetivo fazer uma reflexão crítica, a partir do referencial teórico de Keynes, sobre os impactos da política econômica recessiva, e marcada pela austeridade fiscal, que vem sendo claramente adotada na economia brasileira sobre a estrutura industrial, o crescimento econômico e na obtenção/manutenção de uma trajetória sustentada deste.

Para cumprir o objetivo, o texto encontra-se estruturado em mais três seções, além dessa introdução. Na segunda seção são colocadas, de maneira sucinta, algumas características importantes da economia brasileira, buscando evidenciar a importância dos gastos públicos para o crescimento econômico. A seção 3 contém uma discussão mais detalhada sobre os efeitos da política de austeridade fiscal para a dinâmica da economia brasileira, no longo prazo. Por fim, a seção 4 sumaria e conclui o artigo.

## 2. A importância do Estado na trajetória de crescimento da economia brasileira

De acordo com o receituário de política econômica proposto por Keynes e pelos pós-keynesianos<sup>115</sup>, a ação do Estado na economia deve ser orientada por uma lógica contra cíclica que permita, em momentos de desemprego elevado, utilizar o impulso fiscal como estímulo temporário para a economia. Entretanto, Keynes indicou que essa alternativa não poderia ser utilizada de maneira permanente e estratégias preventivas deveriam ser adotadas com o propósito de estabilizar o nível da demanda efetiva, de modo que não se verificassem flutuações bruscas do produto e emprego (KEYNES, 1936). Por outro lado, o discurso predominante de austeridade fiscal argumenta que a política econômica, especificamente a fiscal, deve estar baseada na redução do gasto público e do

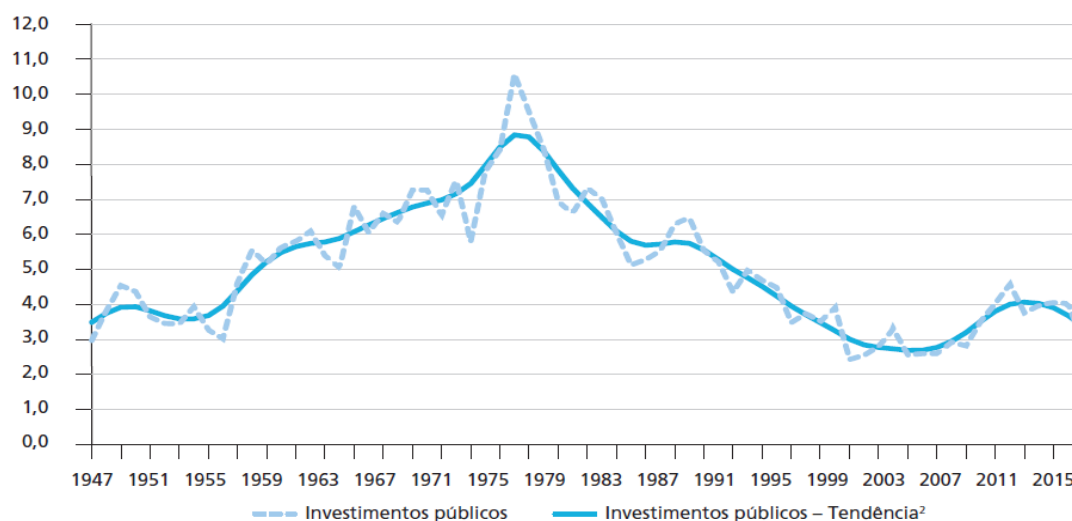
---

<sup>115</sup> Para uma análise mais detalhada sobre a proposição de políticas econômicas de Keynes e Pós-Keynesianos, consultar: Ferrari Filho (2006a), Carvalho (1999) e Terra e Ferrari Filho (2012).

tamanho do Estado, pois esses seriam os fatores que contribuem, sobremaneira, para a elevação da dívida pública<sup>116</sup>.

O Estado brasileiro exerce influências sobre os níveis de investimento da economia por, pelo menos, três caminhos, quais sejam: investimentos feitos através de recursos orçamentários da União; decisões de investimentos de empresas estatais não dependentes<sup>117</sup>; financiamentos concedidos por órgãos públicos à iniciativa privada (IPEA, 2011, p.2). É importante ressaltar que a economia brasileira, ao longo de sua história, apresentou uma forte relação de dependência do Estado como indutor e promotor do crescimento econômico<sup>118</sup>, da formação de infraestrutura e do fornecimento de serviços essenciais. A Figura 1 apresenta dados do investimento público como proporção do PIB, entre 1947 e 2015.

Figura 1 – Investimentos Públicos: 1947 a 2016 (anual em % PIB)



Notas: <sup>1</sup> Considera-se o total do governo geral e das empresas estatais federais.  
<sup>2</sup> A tendência foi extraída pelo filtro Hodrick-Prescott.

Fonte: ORAIR (2016, p. 13).

De acordo com Orair e Gobetti (2010, p. 114), “é possível identificar dois momentos marcadamente distintos na trajetória do investimento público federal na economia brasileira do pós-guerra”. O primeiro apresenta uma tendência ascendente e atinge seu auge na segunda metade da década de 1970. O segundo, por sua vez, é marcado pelo declínio da taxa de investimento, até o início dos anos 2000. A partir daí o investimento público retoma trajetória de crescimento, ainda que em proporções menores, voltando a cair, especialmente pós-2015, quando são adotadas políticas de ajuste fiscal.

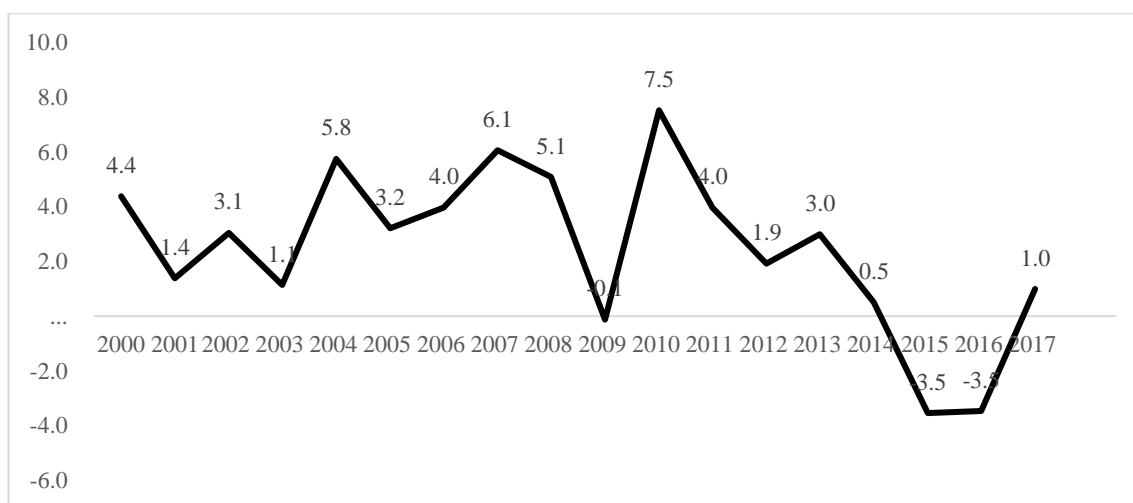
<sup>116</sup> Para mais detalhes sobre a política de austeridade fiscal ver, por exemplo, Bastos (2015).

<sup>117</sup> Empresas cujos orçamentos possuem alto grau de independência em relação aos orçamentos públicos tradicionais, a exemplo da Petrobras.

<sup>118</sup> Para análises empíricas da relação entre investimentos públicos e crescimento econômico, consultar, por exemplo, Servén (2007), Candido Júnior (2006), Ferreira (1996) e Pires (2014).

A dinâmica de maior ou menor investimento público reflete, entre outras coisas, o modelo de desenvolvimento da economia, bem como o padrão de intervenção do Estado nela. Além disso, tal investimento está diretamente associado ao regime fiscal prevalecente que, por sua vez, condiciona a orientação da política fiscal. No caso do Brasil, desde 1999, adotou-se o tripé de política macroeconômica que consiste em metas para o superávit primário, do lado fiscal, regime de metas de inflação como política de controle inflacionário e um regime de câmbio flexível. Associadas, essas políticas impactaram, sobremaneira, no ritmo de crescimento da economia brasileira impondo, em alguma medida, uma trajetória de elevações e quedas abruptas. O Gráfico 1 apresenta a trajetória mais recente de crescimento do PIB.

Gráfico 1 – Taxa de crescimento do PIB: 2000-2016 (anual em %)



Fonte: Elaboração própria com dados do BCB (2018).

É possível perceber que o PIB apresenta uma trajetória errática e um padrão *stop and go*. Como dito anteriormente, o crescimento da economia apresenta relação com o investimento público, especialmente em infraestrutura. Entre 1999 e 2005, a política fiscal apresentou uma tendência contracionista que foi revertida no período 2006-14, quando se verificam as maiores taxas de crescimento do PIB, embora a economia já estivesse dando claros sinais de desaquecimento. A partir de 2015, primeiro ano do segundo governo de Dilma Rousseff, houve um ponto de inflexão na política econômica que passou a ter um caráter fortemente contracionista e pró-cíclica: o ajuste fiscal e o consequente corte de gastos, incluindo aqueles com investimento, passaram a orientar as decisões de política econômica. Entretanto, foi em 2016, com a aprovação da Emenda Constitucional 95, que impôs um limite ao gasto público por vinte anos, que a austeridade foi ‘institucionalizada’.

De acordo com Orair e Gobetti (2010, p.10), “*episódios de ajuste fiscal tendem a estar associados a cortes desproporcionais nos investimentos públicos, e isso cria um viés pró-cíclico na política fiscal que acaba impactando negativamente o crescimento econômico por ocasionar volatilidade, incertezas e descontinuidades nos projetos*”. Por sua vez, Calderón, Easterly e Servén

(2003) argumentam que parte significativa do ajuste fiscal experimentado pelos países da América Latina, nos anos 1990, foi realizado através de cortes nos investimentos em infraestrutura. Em nome de uma suposta disciplina fiscal, esses cortes de gastos impõem consequências seríssimas, talvez irreversíveis no curto e médio prazos, para o crescimento e a capacidade produtiva da economia, bem como para o fornecimento de serviços essenciais à sociedade que impactam, diretamente, na qualidade de vida e bem-estar da população.

Como argumentava Keynes (1936), a economia não tem freios próprios e nem mecanismos que a conduzam ao equilíbrio de pleno emprego. Como o corte de investimento público impacta na atividade econômica, o resultado de tais políticas, nos anos mais recentes, foi a transformação de uma fase de queda do ciclo econômico na maior recessão que a economia brasileira experimentou pós-anos 1930. Assim sendo, torna-se crucial questionar quais são e serão as consequências da redução do gasto público e diminuição do papel do Estado como agente indutor e promotor da mudança estrutural e do crescimento econômico sustentado? O que esperar de uma economia, quando o seu principal motor de crescimento foi *desligado*? A seção seguinte traz essa discussão apontando os desafios que já existem e os que estão por vir.

### **3. Estrutura econômica e crescimento econômico: descaminhos do Brasil no século XXI**

Therborn (2001) coloca que o século XX foi o século histórico do Estado-nação, fortalecendo a tendência existente desde o século XIX, espalhando-se pelo mundo, em especial após a segunda guerra mundial, e os processos de descolonização e fortalecimento do estado social. Segundo ele (2001, p. 164) *“a recente e atual onda de globalização não desfez esta era do Estado-nação, ao contrário do que dizem muitas afirmações ideológicas, ao mesmo tempo nostálgicas e triunfalistas”*. Contudo, apesar desta análise, ao observar-se mais especificamente o caso brasileiro, percebe-se uma forte adesão à ideia de desmonte da estrutura estatal desde a década de 1990, pautada em desregulamentação, privatização, abertura econômica e mais recentemente, austeridade fiscal. A austeridade pode ser retratada assim:

Uma forma de deflação voluntária em que a economia se ajusta através da redução de salários, preços e despesa pública para restabelecer a competitividade, que (supostamente) se consegue melhor cortando o orçamento do Estado, as dívidas e os déficits. Fazê-lo, acham os seus defensores, inspirará a “confiança empresarial” uma vez que o governo não estará “esvaziando” o mercado de investimento ao sugar todo o capital disponível através da emissão de dívida, nem aumentando a já “demasiado grande” dívida da nação. (BLYTH, 2017, p.22)

Blyth (2017) aponta que a austeridade vem sendo propagada por uma grande parte da comunidade, acadêmica e não acadêmica, por sua natural vinculação ao argumento de que tudo de mau que ocorre na economia deve-se ao setor público, nunca ao mercado. A austeridade pode ser uma resposta de política econômica em alguns casos, mas não é caso geral e atemporal de regra para

a condução fiscal e monetária. Segundo ele, Keynes já se perguntava sobre a atratividade que esta ideia tem mesmo sem embasamento sólido em termos práticos e empíricos.

Um elemento destacado pelo autor é a frase popularizada por Margaret Thatcher, “não há alternativa” (*There is no alternative* – que ganhou a sigla TINA) e seu impacto sobre os economistas e formuladores de política econômica até os dias atuais. Ou seja, segue o princípio de austeridade por falta de outro? Mas, será que na Economia, ciência que tem por característica justamente estudar as distintas formas de alocação e distribuição de recursos, ou seja, debater alternativas, esta ideia é válida? Será mesmo que não existem alternativas? Ou apenas podem ser consideradas as alternativas condizentes com os interesses do capitalismo financeirizado e das altas finanças?

Blyth (2017) aponta que a história intelectual da austeridade é curta e superficial. Não existe algo como uma “teoria da austeridade” na história do pensamento econômico. O que existe, segundo ele, é uma sensibilidade à ideia do Estado como elemento participante do processo econômico, sensibilidade herdada desde o princípio da economia liberal clássica. Merece destaque que a concepção e formatação do Estado naquele momento histórico era muito diferente do que se tem hoje. O autor relembra uma frase de Milton Friedman, “*só uma crise – real ou percebida – produz verdadeira mudança. Quando esta crise ocorre, as medidas que se tomam dependem das ideias que pairam no ar*” (Blyth, ANO, p.150), ou seja, mesmo sem fundamentos sólidos (empírica e teoricamente) adota-se um discurso e a partir deste uma prática estabelece-se.

A versão mais atual da defesa da austeridade foi engendrada por um grupo de economistas italianos<sup>119</sup>, mas a análise histórica realizada pelo autor de diversos casos de tentativa de aplicação do princípio, desde os das décadas de 1920 e 1930, até os mais recentes como os da Irlanda e Suécia, indicam que a aplicação desta ideia e prática traz em si consequências ruins para a economia, pois acaba sendo contraproducente, atuando de forma contra cíclica, e atua contra seu próprio objetivo central, que é sanar as contas públicas. Por fim, como destaca o Relatório da Unctad (2017, p.XII):

A virada subsequente para a austeridade em resposta a falência fiscal atingiu duramente algumas das comunidades mais pobres, levando a uma maior polarização e aumentando a ansiedade das pessoas sobre que futuro podem ter. Enquanto isso, as elites políticas têm insistido que não há alternativa. Tudo isso provou ser um terreno econômico fértil para a retórica xenófoba, políticas voltadas para dentro e uma postura de empobrecimento-do-vizinho.

Segundo a tradição estruturalista, a composição setorial de uma economia é muito importante para o seu desempenho, seja o atual como o de longo prazo. Gala (2017) aponta como a construção de uma rede de produção mais complexa e diversificada foi e é importante para o processo de desenvolvimento econômico e criação de capacidades dinâmicas que alavanquem o crescimento ao longo do tempo. Sem a sofisticação do tecido produtivo não existe processo de desenvolvimento,

---

<sup>119</sup> Entre eles Alberto Alesina, Guido Tabellini, Francesco Giavazzi e Marco Pagano.

países pobres são aqueles não complexos e não sofisticados e os ricos são os de característica contrária. Nesta concepção, o setor industrial, devido a sua contribuição historicamente reconhecida para a geração de valor, de bons empregos e impacto sobre outros setores da economia, deve ser estimulado e fortalecido para que um bom desempenho seja alcançado e sustente-se ao longo do tempo.

Reinert (2016) mostra como o desenvolvimento e fortalecimento das economias passa por fortalecer o setor industrial, devido aos seus inúmeros efeitos dinâmicos e de transbordamento sobre as demais atividades econômicas. Ele também destaca que a ação do Estado é importante para fortalecer o setor industrial e que medidas protecionistas foram e são usadas com esta finalidade, a grande discussão é qual a melhor forma de fazê-lo. De acordo com Carvalho (2008), o Brasil vem vivenciando, desde a década de 1990, um processo de especialização industrial precoce, visto que este processo é esperado apenas em economias com alta renda per capita. Setores que já correspondiam por elevada parcela do produto industrial ganharam mais peso e a intensidade tecnológica da estrutura industrial brasileira não vem aumentando desde o processo de abertura comercial. A autora destaca que este processo de especialização ocorreu de forma mais passiva que ativa, visto que tem como forças motrizes o baixo nível de demanda e de crescimento da economia brasileira após a liberalização comercial. Somada a esta questão está o fato de que entre as atividades industriais existentes no país, as que têm apresentado maior crescimento são as de característica de retorno rápido e baixo risco, associado, segundo a autora, a setores de menor conteúdo tecnológico. Por fim, apesar destes efeitos prejudiciais à atividade industrial e à economia brasileira como um todo, percebe-se que políticas industriais e comerciais, em especial orientadas pelo lado da demanda, poderiam ter sido usadas para conter esta precoce e intensa especialização e manter/fortalecer a malha industrial e sua diversificação.

Falta foco no desenvolvimento industrial e o hiato em relação ao Leste Asiático cresce ano após ano, em parte devido aos nossos ciclos de crescimento *stop and go*, desde a década de 1980. De acordo com Hiratuka e Sarti (2017), a intensificação da concorrência global significou ajustes por parte das economias em desenvolvimento que, especialmente na China, voltaram para a redução de custos como elemento central para a captura de investimentos externos, o que por si só intensifica as barreiras à entrada neste cenário de produção global e fragmentada. A estratégia vigente no Leste Asiático combina os baixos custos de mão de obra, escala produtiva, câmbio e fortes incentivos governamentais.

Todas estas possíveis esferas de atuação e estímulo passam pela ação do Estado, seja via desenho institucional, administração cambial, ou políticas de apoio industrial e à inovação. A grande questão que surge é: o atual foco do governo nacional, como descrito na primeira seção, com sua ênfase na redução do tamanho do Estado e na aplicação da ideia de austeridade, é o necessário para a



melhoria estrutural e crescimento econômico da economia brasileira? Por quantos anos e décadas se sofrerão as consequências desta ênfase atual em termos de potencial produtivo e de integração comercial perdidos?

## **Conclusão**

Este artigo buscou contribuir para o debate e reflexão acerca dos (des)caminhos que a condução da política macroeconômica brasileira vem trilhando, desde os anos 1990, quando se verificou uma ampliação no grau de abertura comercial e financeira, sob a égide das políticas neoliberais. Nos últimos quatro anos, especialmente a partir de 2015, a condução da política econômica foi fortemente influenciada por uma suposta *responsabilidade fiscal* assumindo, assim, um caráter contracionista e marcado por corte de gasto público, inclusive em investimento.

Historicamente, a economia brasileira experimentou forte participação do Estado, seja como condutor, seja como estimulador do processo de crescimento e formatação produtiva e institucional. Entretanto, com a mudança na orientação da política econômica, dentro do princípio da não existência de alternativa, TINA, que não a redução do Estado, os resultados que vêm sendo obtidos se traduzem em taxas declinantes de crescimento, desempenho industrial fraco e mudanças negativas no perfil de inserção internacional.

O que se argumenta aqui é que não existe apenas uma alternativa. Experiências de outras economias apontam para arranjos macro institucionais nos quais a participação do Estado em setores e esferas importantes é mantida. Existe o espaço para a política econômica ativa e que busca induzir o crescimento de longo prazo. A China é hoje, talvez, o maior exemplo disso no mundo contemporâneo. Não obstante, existem economias que procuraram seguir e formatar sua política econômica aos (des)mandos da austeridade. Casos como o Grego, Espanhol e Português mostram os efeitos nocivos que esta orientação pode trazer para a economia e sua população. Em Portugal, recentemente, vem-se abrindo mão deste direcionamento contracionista e retomando o processo de fortalecimento econômico, o que lança uma luz sobre a existência, sim, de alternativas.

Diante do que foi discutido, a mais importante lição que se pode extrair para a economia brasileira se refere aos efeitos deletérios e contraproducentes das políticas de austeridade fiscal, especialmente para os países em desenvolvimento. Ou o Estado abre mão das políticas de austeridade fiscal (o que não significa conduzir as contas públicas de maneira ‘irresponsável’) e retoma seu papel central de agente promotor e indutor do crescimento econômico, ou a economia brasileira vai experimentar outra década perdida com efeitos nocivos para sua capacidade produtiva e para a sociedade como um todo. O país está preparado para isso?

## Referências bibliográficas

- Banco Central do Brasil (BCB). 2018. Séries Temporais. Brasília: BCB. Disponível em: <https://www3.bcb.gov.br/sgspub/localizarseries/localizarSeries.do?method=prepararTelaLocalizarSeries> acesso em maio de 2018.
- Bastos, P. 2015. Austeridade para quem? A crise global do capitalismo neoliberal e as alternativas para o Brasil. IE/Unicamp, Texto para discussão nº 257, Campinas.
- Blyth, Mark. 2017. Austeridade: a história de uma ideia perigosa. São Paulo: Autonomia Literária.
- Calderón, C.; Easterly, W.; Servén, L. 2003. Latin America's infrastructure in the era of macroeconomic crises. In: *The limits of stabilization: infrastructure, public deficits, and growth in Latin America*. Easterly, W.; Servén, L. (Ed.). Stanford: Stanford University Press: p. 21-94.
- Cândido Júnior, J. O. 2006. Efeitos do investimento público sobre o produto e a produtividade: uma análise empírica. Brasília: Ipea, (Texto para Discussão, n. 1204).
- Carvalho, Fernando J. C. de. 1999. Políticas econômicas para economias monetárias. In: *Macroeconomia Moderna: Keynes e a economia contemporânea*, Lima, Gilberto T.; Sicsú, João; Paula, Luis F. (orgs.) Rio de Janeiro: Campus, p. 258-281.
- Carvalho, Laura Barbosa. 2008. Diversificação ou especialização: uma análise do processo de mudança estrutural da indústria brasileira nas últimas décadas. Dissertação de Mestrado. Instituto de Economia/UFRJ.
- Ferrari Filho, Fernando. 2006a. A economia de Keynes e as proposições keynesianas de política econômica. In: *Teoria Geral setentaanos depois: ensaios sobre Keynes e teoria pós-keynesiana*, Ferrari Filho, Fernando (Org), Porto Alegre: UFRGS.
- Ferreira, P. 1996. Investimento em infraestrutura no Brasil: fatos estilizados e relações de longo prazo. *Pesquisa e Planejamento Econômico*, v. 26, n. 2.
- Gala, Paulo. 2017. Complexidade econômica: uma nova perspectiva para entender a antiga questão da riqueza das nações. Rio de Janeiro: Contraponto.
- Hiratuka, C.; Sarti, F. 2017. Transformações na estrutura produtiva global, desindustrialização e desenvolvimento industrial no Brasil. *Revista de Economia Política*, vol. 37, nº 1 (146), pp. 189-207, janeiro-março.
- IPEA. 2011. Como anda o investimento público no Brasil? *Comunicado do IPEA*, nº. 126, Brasília: Ipea.
- Keynes, J. M. 1936. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. Londres: MacMillan. Republicado pela Editora Atlas em 2009.
- Orair, R. O. 2016. Investimento Público No Brasil: Trajetória E Relações Com O Regime Fiscal. Brasília: Ipea, 2014. (Texto para Discussão, n. 2215).
- Orair, R. O.; Gobetti, S. 2010. Retomada do investimento público federal no Brasil e a política fiscal: em busca de um novo paradigma. In: *Brasil em desenvolvimento 2010: Estado, planejamento e políticas públicas*. Cardoso Júnior, J. C. (Org.). v. 1. Brasília: Ipea, p. 113-139.
- Pires, M. 2014. Política fiscal e ciclos econômicos no Brasil. *Economia Aplicada*, v. 18, n. 1, p. 69-90.
- Reinert, Erik. 2016. Como os países ricos ficaram ricos... e por que os países pobres continuam pobres. Rio de Janeiro: Contraponto.
- Servén, L. 2007. Fiscal rules, public investment, and growth. New York: Banco Mundial. (Policy Research Working Paper, n. 4382).
- Terra, F. H. B; Ferrari Filho, F. 2012. As Políticas Econômicas Em Keynes: Reflexões Para A Economia Brasileira No Período 1995-2011. In: *Anais do 40º Encontro Nacional de Economia*, Porto de Galinhas.
- Therborn, G. 2001. Globalização e desigualdade: questões de conceituação e esclarecimento. *Sociologias*, Porto Alegre, ano 3, nº 6, jul/dez, p. 122-169.
- UNCTAD. Trade and Development Report 2017: Beyond Austerity: towards a global new deal (2017). Disponível em: [http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/tdr2017\\_en.pdf](http://unctad.org/en/PublicationsLibrary/tdr2017_en.pdf)

**Resumo:** O artigo discute o papel da política econômica para o desenvolvimento brasileiro, abordando aspectos como inflação, juros, ajuste fiscal e nível de atividade. A conclusão é que a estratégia governamental de apostar no resgate da confiança como único fator impulsionador da retomada do crescimento não foi e não é suficiente para garantir o crescimento econômico em bases sustentadas.

**Palavras-chave:** Economia Brasileira; Crise; Desenvolvimento Econômico.

**Abstract:** The article discusses the role of economic policy for the Brazilian development, addressing aspects such as inflation, interest rate, fiscal adjustment and level of activity. The conclusion is that the governmental strategy of betting on the rescue of the trust as the only factor driving the recovery of growth was not and is not enough to guarantee economic growth on a sustained basis.

**Keywords:** Brazilian Economy; Crisis; Economic Development.

## 1. Introdução

O que mede o sucesso econômico de um país? Certamente o crescimento do valor agregado gerado (o PIB, Produto Interno Bruto) é um dos indicadores importantes, por medir o valor absoluto de tudo que foi produzido, assim como por permitir compará-lo com períodos anteriores e com o de outros países. Trata-se de uma medição quantitativa. É um termômetro significativo, mas não o único. Outros indicadores de desempenho, qualitativos, também são relevantes, como o nível da inflação, do emprego, dos salários reais, da distribuição de renda, além de outros dados macroeconômicos, como endividamento e déficit público relativamente ao produto, etc.

O crescimento econômico é uma condição necessária, dadas as características brasileiras, embora não suficiente. É muito importante restabelecer as condições para um crescimento mais robusto e sustentado da economia brasileira. Daí o papel relevante das políticas econômicas que possam induzir o crescimento, com estabilidade e, da mesma forma, que aprimore as políticas sociais para minimizar as enormes disparidades regionais e de renda.

Neste sentido, o objetivo deste artigo é discutir os principais dilemas da política macroeconômica brasileira contemporânea. Para tanto, o artigo se estrutura em três seções, além desta introdução. Na segunda seção são discutidas as consequências das medidas econômicas adotadas. Na seção três é abordada a questão fiscal e a frustração do ‘ajuste’, que sempre ocorre diante das medidas da chamada austeridade, que ao agravar a recessão, ou mesmo a estagnação do nível de atividade acaba gerando o impacto contrario do pretendido, com a queda da arrecadação tributária. Já na seção quatro é tratada a dicotomia entre a abordagem tradicional de combate à inflação no Brasil e a sua

---

<sup>120</sup> Professor da PUC-SP, e-mail: lacerda.economista@gmail.com

contradição com os objetivos do desenvolvimento. Finalmente, a conclusão amarra os temas tratados nas seções anteriores.

## **2. Custos e benefícios das escolhas de políticas econômicas**

Toda escolha de adoção de políticas econômicas envolve, além da necessidade de decidir no timing adequado, incorrer em algum custo. *‘Não existe almoço grátis’*, tornou-se um axioma popular. No caso brasileiro, tem sido recorrente, porém nem sempre de forma completa, o questionamento de algumas das escolhas das políticas econômicas. É o caso, por exemplo dos bancos públicos. Diante da escassez de crédito e financiamento internacionais no período imediatamente posterior à crise com a quebra do *Lehmann Brothers*, em setembro de 2008, o governo brasileiro tomou uma decisão pertinente de ampliar a capacidade de empréstimo dos bancos públicos, especialmente do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES). Antes disso, escolado com a recorrência das crises de balanço de pagamentos, o Brasil, assim como outros países não emissores de moedas não conversíveis, tomou a decisão sensata de ampliar o seu volume de reservas cambiais. Isso não evitava os efeitos das crises, mas amenizava-os, como ficou claro.

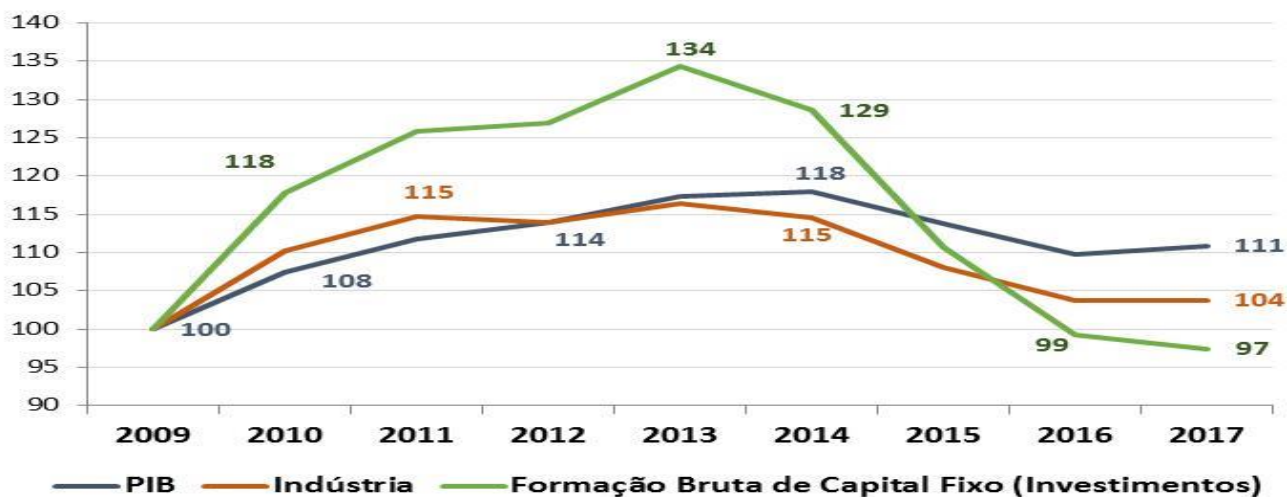
Não fosse o suporte dos financiamentos públicos, substituindo em muitos casos as linhas de financiamento externas, que secaram, e, por outro lado, o fato de o país dispor de um volume expressivo de reservas cambiais, os efeitos da crise teriam sido muito mais intensos no Brasil. O PIB teria caído muito mais do que os 0,6% verificados em 2009, assim como a recuperação rápida e a expansão de quase 7,5% em 2010 não teriam sido viáveis. Como o PIB brasileiro é estimado em R\$ 6,6 trilhões (2017), cada ponto percentual de crescimento representa R\$ 66 bilhões de renda adicional no ano. O exemplo vale para ilustrar que os ‘custos’ das políticas econômicas têm que ser mensurados levando-se em conta o benefício gerado.

Se isso parece lógico, no entanto, o cálculo dos custos e benefícios das escolhas da política e medidas econômicas nem sempre é fácil de ser realizado, porque muitas vezes envolve fatores de difícil mensuração. Mas isso não pode servir de alibi para se desprezar a avaliação do custo-benefício de cada medida. Um outro fator importante é divulgar que tal decisão teve um custo ‘x’, além de mais cômodo, tende a gerar grande impacto na opinião pública, facilitado pela repercussão na grande mídia! Mas, quais as lições que podemos tirar da experiência recente na economia brasileira?

Este é o ponto que deveria nortear um debate mais qualificado, menos ideologizado e mais pragmático a respeito das políticas econômicas. Embora o PIB brasileiro em 2017 tenha registrado um crescimento de 1% em relação ao ano anterior, atingindo R\$ 6,6 trilhões, esse montante é cerca de 6% inferior a 2014, antes da crise 2015-16. A indústria que denotou estagnação em 2017, está em um nível 9% inferior a mesma base citada. Mais grave ainda, os investimentos, que representam o motor da economia, seguiram em queda em 2017, registrando uma retração de 1,8% no ano. Na

comparação com 2014, a queda é ainda mais expressiva, atingindo 24% (LACERDA, 2016). O quadro descrito denota que a economia brasileira, mesmo tendo voltado a crescer em 2017, ainda se encontra em um patamar muito abaixo de antes da crise. Ou seja, a recuperação para valer, o que significa retornar ao mesmo nível que o Brasil atingiu antes da crise, ainda dependerá de uma aceleração do ritmo de crescimento futuro.

Gráfico 1 – Brasil: Evolução real do PIB, da indústria e dos investimentos, 2009 2017 (anual, índice base 100 em 2009)



Fonte: Elaboração própria com dados do IBGE (vários anos)

Diante de um alegado risco de elevação da inflação, observa-se um relativo consenso pela elevação da taxa de juros básica. Até porque a maioria não deseja inflação elevada. Mas qual o custo desta escolha? Há vários, dentre eles está o aumento dos gastos públicos no pagamento de juros sobre o financiamento da dívida pública, que custou R\$ 195 bilhões no ano passado, 5,5% do PIB! Precisamos criar mais espaços de discussão das políticas econômicas, seus custos e benefícios, levando em conta não apenas o curto, mas o médio e longo prazo. Isso implica democratizar as informações, assim como diversificar as visões, levando em conta não apenas escolas variadas de pensamento econômico, mas também todos os setores da economia.

A discussão deve ser ampliada, tanto junto aos Poderes, quanto na mídia, na academia e demais entidades representativas da sociedade. Não se trata, evidentemente, de uma prática fácil. Os temas em geral são complexos e nem sempre as pessoas estão dispostas a investir o seu tempo e energia com assuntos áridos. Mas, como não existe visão neutra em política econômica, o mínimo de cuidado que devemos ter é o de diversificar o debate. Até porque, do contrário, o risco é o de nos tornarmos reféns de uma única via, que pode favorecer alguns, mas não o todo.

### 3. A questão fiscal e a frustração do ‘ajuste’

A necessidade de maior equilíbrio fiscal leva recorrentemente às medidas de ajuste. A opção escolhida tem sido na maioria das vezes a de cortar gastos, e diante da dificuldade e mesmo impossibilidade em fazê-lo, a diminuição de dispêndios tem se dado com ênfase nos investimentos. Em paralelo, busca-se a ampliação de receita via elevação de alíquotas tributárias, e ou criação de novos tributos. Não por acaso, a carga tributária, o total arrecadado pelo governo, cresceu de cerca de 25% em meados da década de 1990, para 33% do PIB, na média dos últimos três anos

No entanto as tentativas de ‘ajuste’ não têm atingido o esperado. E isso se deve, entre outros aspectos, ao efeito da crise na economia brasileira desde o final de 2014 até o final de 2016. Nível de atividade e investimentos em queda significam arrecadação menor, não apenas porque empresas faturam menos e indivíduos têm a sua parcela de contribuição reduzida pela queda da renda e pelo aumento do desemprego. Além disso, na crise aumenta a inadimplência no pagamento de impostos.

O resultado é que as tentativas de ajuste não se viabilizam e pior, a insistência na estratégia é autofágica, implicando cada vez mais problemas. Medidas de ajuste, no sentido tradicional, só têm enfraquecido ainda mais a atividade produtiva, gerando deterioração maior do quadro das contas públicas. A questão fiscal só se resolverá de fato quando houver uma retomada da economia.

O outro problema análogo está na falha de diagnóstico e de estratégia na política econômica. A aposta em que o discurso de ajuste, reformas e a sinalização de medidas liberais pudesse resgatar a confiança e com isso a realização de investimentos e produção não tem dado resultado. Embora muitas das medidas adotadas sejam importantes, elas, no entanto, por si só, não refletem um ambiente promissor para estimular a produção, o consumo e os investimentos. Ninguém toma decisões nessa esfera apenas porque adquire maior confiança na economia. Embora essa possa ser uma condição necessária, é, no entanto, insuficiente para propiciar a retomada.

É preciso mudar a política econômica para incentivar as atividades. Isso implica alterar substancialmente a estratégia atual. O primeiro ponto importante é quanto ao papel do Estado e dos investimentos públicos. Em um quadro de crise os investimentos públicos, assim como o papel do Estado de forma geral, devem ser anticíclico, ou seja, se contrapor à restrição de gastos das empresas e famílias. Ao contrário do discurso governamental utilizado como argumento para aprovação, no final de 2016, da Emenda Constitucional (EC) 95, que fixou um teto para os gastos públicos, o Estado não pode agir com uma empresa ou família, porque tem obrigações que lhe são próprias.

A citada emenda limita a expansão dos gastos públicos pelos próximos vinte anos. A proposta encontrou expressiva repercussão e apoio, em uma espécie de autoengano coletivo, muito do qual baseado na visão predominante, um senso comum, de que o orçamento público funciona como o ‘orçamento do lar’ e que na crise é preciso cortar gastos.

Trata-se de um evidente equívoco, por vários motivos: primeiro, porque não há razão para o Brasil ser o único país que trate da questão dos gastos públicos, mediante emenda na Constituição e por um período tão longo; segundo, porque sob o ponto de vista macroeconômico é uma insensatez engessar a política fiscal, importante instrumento para a política econômica, sem precisar efetivamente fazê-lo; terceiro, porque, especialmente em meio a uma crise internacional e uma recessão interna, os investimentos públicos representam a única saída à vista. Ao contrário do orçamento doméstico, é preciso que o Estado aumente o seu investimento para que o efeito demonstração e multiplicador do seu gasto fomente o investimento privado.

Assim, há um quarto equívoco importante que é considerar os investimentos no total dos gastos a serem limitados. Vale lembrar ainda que esta é a rubrica mais fácil de ser cortada, e o que na prática ocorre quando o governante se vê às voltas com a necessidade de reduzir gastos.

O quinto fator a ser considerado é que no período de abrangência da PEC, até 2036, há uma estimativa de crescimento populacional de 10,1%, um acréscimo de cerca 20 milhões de pessoas. Da mesma forma, aumentará a população idosa, cuja participação crescerá dos atuais 12,1% do total, para 21,5% em 2036. Ambos significarão uma maior demanda por serviços de saúde e, evidentemente, previdência. Ou seja, será impraticável atender tanta demanda com os mesmos recursos despendidos hoje. Sexto ponto relevante é o extraordinário custo de financiamento da dívida pública, que tem sido substancial e chegou a representar cerca de R\$ 500 bilhões ao ano (2015) e para o qual não há qualquer limitação, apenas a crença de que implementação da EC 95 ele seria naturalmente reduzido.

Como alternativas, o enfrentamento com seriedade a questão fiscal precisa levar em conta aspectos importantes, no bojo da política macroeconômica, tais como: (i) realizar uma profunda reforma tributária, simplificando o sistema, corrigindo distorções e ampliar o universo de tributação, incluindo eliminar a regressividade na incidência do imposto de renda, regulamentar a cobrança de impostos sobre herança, tributar lucros e dividendos, entre outros; (ii) promover uma reforma administrativa visando aumentar a produtividade do setor público, eliminando desperdícios; (iii) reestruturar pelos mecanismos de mercado a dívida pública, premiando o longo prazo em detrimento do curto prazo, com isso diminuindo a pressão sobre os juros; (iv) promover uma desindexação de preços de tarifas e contratos para diminuir o efeito inercial da inflação. A resistência da inflação tem sido utilizada como justificativa para as elevadas taxas de juros predominantes na economia. Além de restringir o crescimento, juro elevado também implica maior gasto com o financiamento da dívida, ampliando o déficit nominal e, conseqüentemente, a dívida pública; (vi) por último, mas não menos importante, é preciso ter consciência que é impossível realizar um ajuste fiscal diante de uma recessão. Pelo contrário, é com a economia em crescimento que se gera maior arrecadação e a diminuição proporcional da dívida relativamente ao PIB. Portanto, recriar as condições para a

economia voltar a crescer é a prioridade e isso não vai acontecer automaticamente, ao contrário do senso comum.

#### **4. Inflação de diagnósticos, déficit de proposições**

Há no debate econômico brasileiro contemporâneo um falso consenso, uma verdadeira convenção, a respeito da necessidade de se manter juros elevados no país como principal instrumento de combate à inflação, independentemente da sua origem. O momento em que ganha dimensão esse debate no Brasil é peculiar.

A inflação oficial medida pelo Índice de Preços ao Consumidor – Amplo (IPCA) caiu de 10,7% em 2015, para 6,3% em 2016 e 3,0% em 2017. Essa importante redução ao longo dos anos tem dado argumento para o discurso oficial e do mercado financeiro, gerado interpretações equivocadas. A contradição está em imputar toda a redução da taxa de inflação ao que seria um êxito da política monetária. Na verdade, três aspectos, além da política monetária, ou de juros explicam a inflação corrente mais baixa: a recessão, a valorização do real e o efeito da safra agrícola.

Interessante ainda observar a demora do início da redução da taxa Selic pelo Banco Central do Brasil e ainda um ritmo conservador de queda, a despeito da velocidade da queda da inflação. Ou seja, a taxa real de juros brasileira continua se mantendo no topo do *ranking* mundial, dentre as mais elevadas. Um segundo equívoco está em argumentar que diante do novo quadro é possível, ou viável, reduzir a meta de inflação, cujo centro é hoje de 4,5%. Ocorre que a redução inflacionária no Brasil é fruto de fatores circunstanciais e a custo econômico e social enorme. Ou seja, estamos longe de um ‘novo normal’ na inflação, mas ainda sofrendo a consequência de uma das maiores crises da nossa história, além de fatores circunstanciais, como o impacto cambial a valorização do real e um efeito climático que favoreceu a safra agrícola. Como não queremos recessão permanente, nem valorização artificial da moeda e tampouco fizemos um ‘pacto com São Pedro’ para garantir chuvas nas áreas plantáveis, conviria garantirmos condições estruturais mais favoráveis.

O argumento principal, geralmente apresentado pelos defensores da redução da meta, é o que ela seria elevada para o Brasil. Os que o fazem geralmente levam em consideração a comparação com outros países que adotam o Regime de Metas de Inflação (RMI). De fato, México, Colômbia e Chile têm uma meta de 3% ao ano. Na Tailândia a meta é de 2,5%, enquanto que no Peru e Nova Zelândia, é de 2%. A exceção é a Turquia, cuja meta é de 5%, mais próxima da meta brasileira.

No entanto, o mais adequado seria comparar inflação média corrente no Brasil com países cujas estruturas, como extensão territorial, PIB fossem minimamente semelhantes ao nosso, de grande diversidade regional e de renda, independentemente de adotarem ou não o RMI. Vários países em desenvolvimento convivem com inflação semelhante à média observada no Brasil, o que denota que inflação é um fenômeno que aflige países em transição e tem particularidades específicas, não



carecendo de generalizações ou diagnósticos superficiais. O caso brasileiro, afora ser de longe o de maior concentração de renda entre todos os citados, é o único com um complexo sistema de indexação, o que enrijece a formação de preços, tornando parte da inflação inercial, ou seja, a inflação de hoje vira piso para a de amanhã considerando as regras de reajuste contratual.

O mundo em desenvolvimento tem uma inflação média que é o triplo da observada na média dos países desenvolvidos. Há componentes estruturais na inflação verificada naqueles países muito relacionados a fatores como transformações demográficas, urbanização, mobilidade social e mudança de padrões de consumo, dentre outros aspectos. São alterações que, por um lado, embora favoreçam a melhoria da distribuição da renda e a expansão do mercado, implicam, por outro lado, o encarecimento dos alimentos, derivado do crescimento da demanda, assim como o aumento do custo da mão de obra e, conseqüentemente, dos serviços. Assim como o fato de o Brasil apresentar um comportamento da inflação semelhante aos países em desenvolvimento não deve ser um elemento interno de conforto: deve indicar que estamos diante de um fenômeno que afeta países com características semelhantes. Faz-se necessário, portanto, um maior esmero, tanto no que se refere ao diagnóstico do problema, quanto ao seu enfrentamento.

No Brasil criou-se a cultura da elevação das taxas de juros como uma espécie de panaceia para a estabilização dos preços, sejam suas causas associadas ou não à demanda. Há muitos fatores mais diretamente ligados à oferta e que, por isso tendem a não responder às medidas de contenção da demanda. Não é por acaso que nenhum dos países citados, embora convivam com taxas de inflação anual próximas às verificadas no Brasil, praticam taxas de juros reais tão elevadas quanto as nossas.

O Banco Central brasileiro tem apostado muito nos seus modelos de projeção de inflação, SAMBA, acrônimo para *Stochastic Analytical Model with a Bayesian Approach* é um dos modelos de projeção utilizados pelo Banco Central como um dos balizadores das decisões de política monetária. Trata-se de um processo de simulação, que considera variáveis e seus efeitos para a inflação futura. É importante por buscar sistematizar os impactos dos vários choques de custos na inflação oficial, medida pelo IPCA.

O Conselho Monetário Nacional, formado pelos ministros da Fazenda e do Planejamento e pelo presidente do Banco Central, fixa regularmente a meta de inflação de cada ano. A meta de 2018, por exemplo, foi fixada em 30 de junho passado 2018 em 4,5%, com tolerância de 1,5 ponto percentual para mais ou para menos (entre 3% e 6%).

Como já demonstrado, ao contrário do que às vezes é disseminado, o Brasil não convive com uma inflação elevada, considerando países de porte e estágio de desenvolvimento minimamente comparáveis. A inflação brasileira é aparentemente elevada somente quando confrontada com países próximos geograficamente do Brasil, mas que têm pouca relação com a sua estrutura e porte. No entanto, no âmbito dos Brics, por exemplo, o quadro é outro. São grandes economias nas quais

transições relevantes como urbanização, maior qualificação dos profissionais, amenização das desigualdades regionais e de renda, por exemplo, se traduzem em inflação. Neste caso ela não seria decorrente apenas de correções de preços, mas de alterações de preços relativos. Neste grupo de países, a exceção da China, que vive uma nova fase com a desaceleração do crescimento robusto e queda das *commodities*, todos os demais apresentam uma inflação semelhante à media brasileira, como África do Sul, com 6,1%, Índia, com 5,8%, ou mesmo mais elevada como o caso da Rússia, com 7,3%. Outras economias em transição como a Turquia, com 6,6% e Colômbia, 8,2%.

No caso brasileiro chama ainda a atenção o papel da indexação, que é o reajuste automático de preços e contratos baseado na inflação passada. O RMI, implementado em 1999, evoluiu pouco desde então. Continuamos convivendo com metas restritas de inflação sem alterar a estrutura de formação de preços e mesmo a captação das expectativas futuras. Seria ainda oportuno discutir o papel do Bacen considerando um quadro econômico doméstico e internacional tão confuso e conturbado. Desde a crise de 2008 os principais bancos centrais do mundo vêm praticando juros próximos de zero, ou mesmo negativos, visando privilegiar a produção, investimento e consumo.

Permanecer refém de uma meta só, desconsiderando nível de atividades e emprego, por exemplo, restringe o raio de ação da política monetária. Analogamente ao ‘Samba de uma nota só’, de Tom Jobim e Newton Mendonça, ele almeja somente o comportamento dos preços, sem considerar o nível de atividades, ou emprego. Como o juro não é um processo neutro, favorecendo os mais ricos em detrimento dos demais, já passou da hora de um questionamento sério a respeito do modelo, em prol da democratização da política econômica. Coerência não significa necessariamente agir sempre da mesma forma, mas de acordo com as circunstâncias.

## **Conclusão**

A crença de que apenas a expectativa de queda da inflação e sinalização do ainda distante ajuste fiscal sejam suficientes para uma retomada da confiança, que promova o crescimento continuado e robusto por si só, não se sustenta. Trata-se na crença do que Paul Krugman chama de “fada da confiança” (2012), referindo-se aos ajustes mal-sucedidos por países europeus. Trata-se da insistência em se buscar um ajuste fiscal impossível, na medida em que cortes de gastos públicos diminuem a atividade econômica. Menor produção representa menos arrecadação tributária para o governo, mesmo porque geralmente ocorre um aumento na inadimplência do pagamento de impostos por parte de empresas em dificuldade. Do outro lado, juros elevados pressionam os gastos com o pagamento de juros sobre a dívida pública. O resultado é que a combinação da propalada austeridade com a prática de juros elevados não resolve a questão fiscal, mas, muito pelo contrário, criam ainda mais desajustes. Essa é a saga que vem acompanhando a economia brasileira há anos, a um elevadíssimo custo econômico e social! Falta uma estratégia integrada de política econômica que

trate a questão fiscal e monetária não como fins em si mesmo, mas instrumentos, que juntamente com outras iniciativas, propiciem e induzam as condições para o crescimento.

Políticas fiscal e monetária têm que estar alinhadas nesse objetivo. A própria política cambial também tem um papel crucial nessa cruzada. Infelizmente, entre nós, ora ela é utilizada equivocadamente como elemento de curto prazo para combater os efeitos da inflação. Mas, tudo isso são movimentos de médio e longo prazo e que requerem uma moeda competitiva, ou seja, desvalorizada e estável. Bem ao contrário do que vem ocorrendo. A elevada taxa de juros local vem provocando o ingresso de capitais especulativos e isso pressiona para a valorização do real. Além disso, os demais fatores de competitividade sistêmica continuam desfavoráveis. É o caso da burocracia excessiva, do custo de infraestrutura e logística, tributação que não estimula a agregação de valor. Tudo isso ainda vai adiar o impulso para uma retomada mais consistente e robusta.

Enquanto o quadro descrito não for revertido, continuaremos, lamentavelmente, reféns do curto prazo e da especulação, em contraponto à atividade produtiva. O problema é que é impossível para uma Nação com as características da brasileira, como elevado desemprego, crescimento da população ativa, ainda expressiva concentração de renda, se desenvolver sem estimular a atividade produtiva, na indústria, na agropecuária e nos serviços.

### **Referências bibliográficas**

- KRUGMAN, Paul. 2012. Morte de um conto de fadas. In: O Estado de S. Paulo, 28 de Abril de 2018. Disponível em <https://economia.estadao.com.br/noticias/geral,morte-de-um-conto-de-fadas-imp-,866464>
- LACERDA, A. C. 2016. Crônica de um (des)ajuste anunciado. In. Ladislau Dowbor & Marcelo Mosaner (org). A Crise Brasileira. So Paulo; Contraponto

# UMA PROPOSTA DE EXTINÇÃO DA INDEXAÇÃO FINANCEIRA NA DÍVIDA PÚBLICA NO BRASIL<sup>+</sup>

Luiz Fernando de Paula<sup>121</sup>

Nelson Marconi<sup>122</sup>

**Resumo:** O objetivo deste artigo é analisar a evolução recente das LFTs e das operações compromissadas do Bacen e discutir uma estratégia para reduzir tais operações no Brasil – incluindo substituição gradual das LFTs em poder do público por outros títulos, preferencialmente prefixados; utilização de uma parcela das reservas cambiais para resgatar LFTs; uso dos títulos livres existentes na carteira do Bacen para lastrear uma parte das operações de mercado aberto; e, implementação de depósitos voluntários remunerados do Bacen em substituição gradual das compromissadas, - entendida como fundamental para diminuir (ou mesmo extinguir) a indexação financeira no país.

**Palavras-chave:** Dívida Pública; Indexação Financeira; Operações Compromissadas.

**Abstract:** The main aim of this paper is to analyze the recent evolution of the LFTs and the repo operations of the Central Bank of Brazil (Bacen) and discuss a strategy to reduce such operations - including the gradual replacement of the LFTs held by the public with other securities, preferably pre-set bonds; use of a portion of foreign exchange reserves to redeem LFTs; use of the existing free securities in the Central Bank's portfolio to back up part of the open market operations; and finally, implementation of remunerated voluntary deposits of the Central Bank to replace gradually the repo operations, - understood as fundamental to reduce (or even extinguish) the financial indexation in Brazil.

**Keywords:** Public Debt; Financial Indexation; Central Bank's Repo Operations.

## 1. Introdução

Uma das medidas cruciais para viabilizar uma redução consistente e prolongada da taxa de juros é a gradual eliminação do estoque de Letras Financeiras do Tesouro (LFTs), pois estes títulos são indexados à taxa Selic e reduzem o grau de liberdade do Banco Central do Brasil (Bacen) para realizar sua política monetária, por dois motivos: primeiro, porque a elevação da Selic, em um cenário em que predominam as LFTs no financiamento ao déficit, pode resultar em pressão sobre o Tesouro para elevar as taxas de juros embutidas nos outros títulos que oferta, quais sejam, os pré-fixados e os indexados à inflação, para mantê-los competitivos; e segundo, porque o sistema financeiro usufrui de uma remuneração garantida no curto prazo, reduzindo muito a atratividade de outras operações, como as de crédito bancário e de dívida corporativa privada, essenciais para a retomada do crescimento.

É uma séria distorção termos uma taxa de juros que consiste, ao mesmo tempo, na taxa de juros básica da economia (portanto de curto prazo) e no indexador de títulos da dívida pública cujo vencimento ocorre, em média, em 3,3 anos. Do ponto de vista dos canais de transmissão da política monetária, a existência de LFTs (e também de operações compromissadas realizadas pelo Bacen)

---

<sup>+</sup> Os autores agradecem as sugestões de Fabio Terra e Manoel Carlos Pires, isentando-o de erros e omissões remanescentes.

<sup>121</sup> Professor da FCE/UERJ e do IESP/UERJ e Pesquisador do CNPq, e-mail: luizfpaula@terra.com.br

<sup>122</sup> Professor da EAESP/FGV, e-mail: nelson.marconi@fgv.br

gera três problemas que reduzem sua potência: (i) efeito riqueza invertido, já que parte da riqueza financeira dos agentes está indexada à própria taxa Selic, anulando parcialmente, assim, os efeitos de uma elevação da taxa de juros sobre a riqueza financeira com remuneração prefixada; (ii) o efeito contágio da dívida pública indexada à Selic que, por arbitragem, acaba contaminando o “preço” da remuneração no mercado de reservas bancárias<sup>123</sup> (remunerado à mesma taxa Selic) e, (iii) inexistência de uma curva de rendimentos para prazos de maturação mais longos, já que a existência das LFTs contribui para manter a riqueza financeira no curto prazo e remunerada a taxas reais positivas.

O objetivo deste artigo é analisar a evolução recente das LFTs e das operações compromissadas do Bacen no Brasil (seção 2) e discutir uma estratégia para reduzir tais operações no Brasil (seção 3), entendida como fundamental para diminuir (ou mesmo extinguir) a indexação financeira no país.

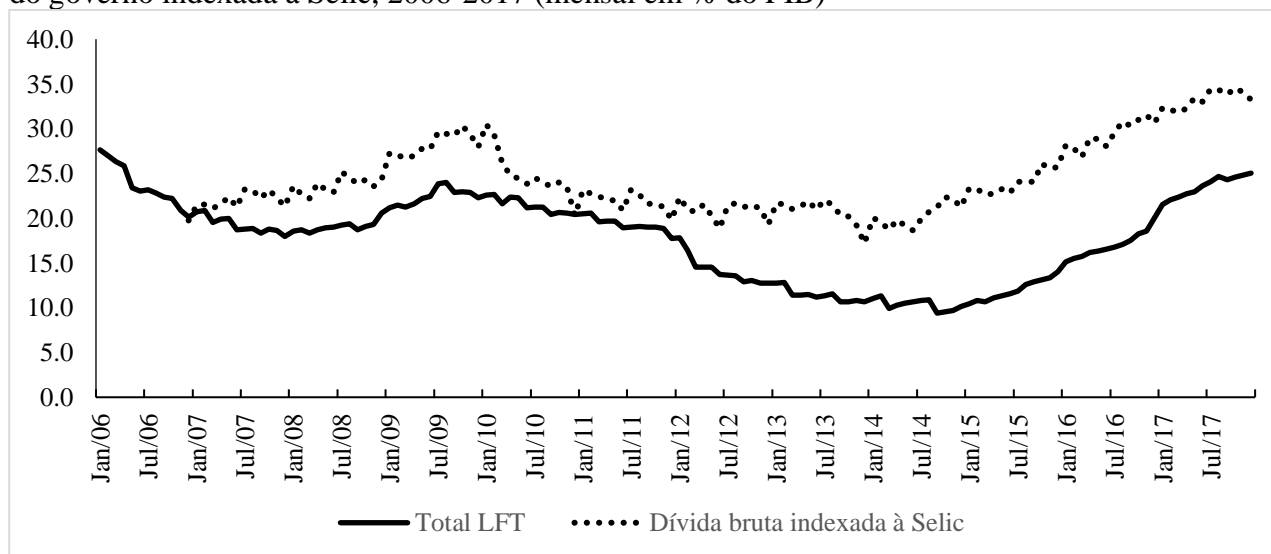
## **2. A evolução do estoque de LFTs e da dívida indexada à Selic**

O estoque de LFTs (títulos do Tesouro Nacional indexados a taxa Selic) começou a crescer mais intensamente quando a situação fiscal piorou, a partir de meados de 2014. Nota-se no Gráfico 1 que o crescimento da dívida pública indexada à Selic, que inclui também dívidas bancárias e securitizadas, além dos próprios títulos do Tesouro, foi fortemente influenciado pela crescente emissão de LFTs, demonstrando que, se queremos reduzir a indexação à Selic no mercado financeiro em geral, temos que reduzir o estoque de LFTs em poder do mercado e do Bacen. A dívida bruta indexada à Selic correspondeu, em dezembro de 2017, a 33,2% do PIB, e o estoque de LFTs a 25,1% do PIB. São percentuais elevados, mostrando um grau de indexação acentuado de ambos à Selic.

---

<sup>123</sup> A contaminação da política monetária pela dívida pública se dá em decorrência da existência de títulos públicos indexados à taxa fixada pelo BCB nas operações de política monetária, o que torna títulos públicos e reservas bancárias substitutos perfeitos, e faz com que a taxa do mercado interbancário incorpore o prêmio de risco da dívida pública brasileira. Barbosa et al (2016) sugere a existência de um “componente jabuticaba” incorporado ao prêmio de risco dos títulos públicos. A contaminação pode se dar também na direção do mercado interbancário para o mercado de dívida pública, em que uma política de juros conservadora acaba impactando na remuneração dos títulos públicos, em particular nas LFTs.

Gráfico 1 – Evolução do estoque total de LFTs (em poder do mercado e no Bacen) e da dívida bruta do governo indexada à Selic, 2006-2017 (mensal em % do PIB)

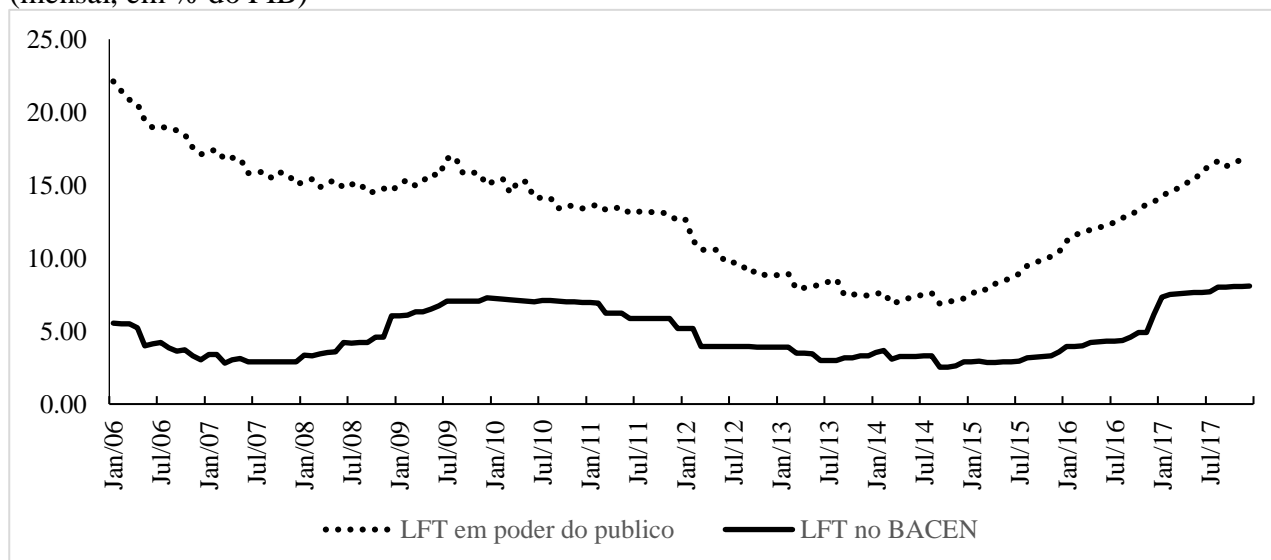


Fonte: Tesouro Nacional (2018)

A maior parcela das LFTs (17% do PIB em dezembro de 2017) concentrava-se em poder do mercado (fora do Bacen), enquanto a parcela desses títulos que se encontrava na carteira do Bacen correspondia a um pouco menos da metade desse montante, 8,1% do PIB no mesmo período, conforme se observa no Gráfico 2. As LFTs em poder do mercado cresceram mais intensamente que a carteira em poder do Bacen desde meados de 2014, justamente quando tornou-se claro que a situação fiscal estava se deteriorando.

Neste momento o Tesouro passou a enfrentar dificuldades para vender títulos pré-fixados ou mesmo pós-fixados indexados à taxa de inflação, dada a elevação do risco percebido pelos agentes em financiar o governo. Cresceu a demanda pelos títulos corrigidos pela variação diária da taxa Over/Selic, as LFTs, cujo risco de oscilações no preço é praticamente nulo. Logo, o governo intensificou a venda destes papéis, fornecendo aos investidores um *hedge* contra oscilações na taxa de juros. Nota-se que o montante de LFTs na carteira do Bacen também cresce subitamente ao final de 2016, possivelmente em função do STN ter transferido para o Bacen títulos públicos em contrapartida do seu resultado contábil ter sido negativo por conta da apreciação da taxa de câmbio ocorrida neste ano.

Gráfico 2 – Evolução do estoque de LFTs em poder do mercado e na carteira do Bacen, 2006-2017 (mensal, em % do PIB)

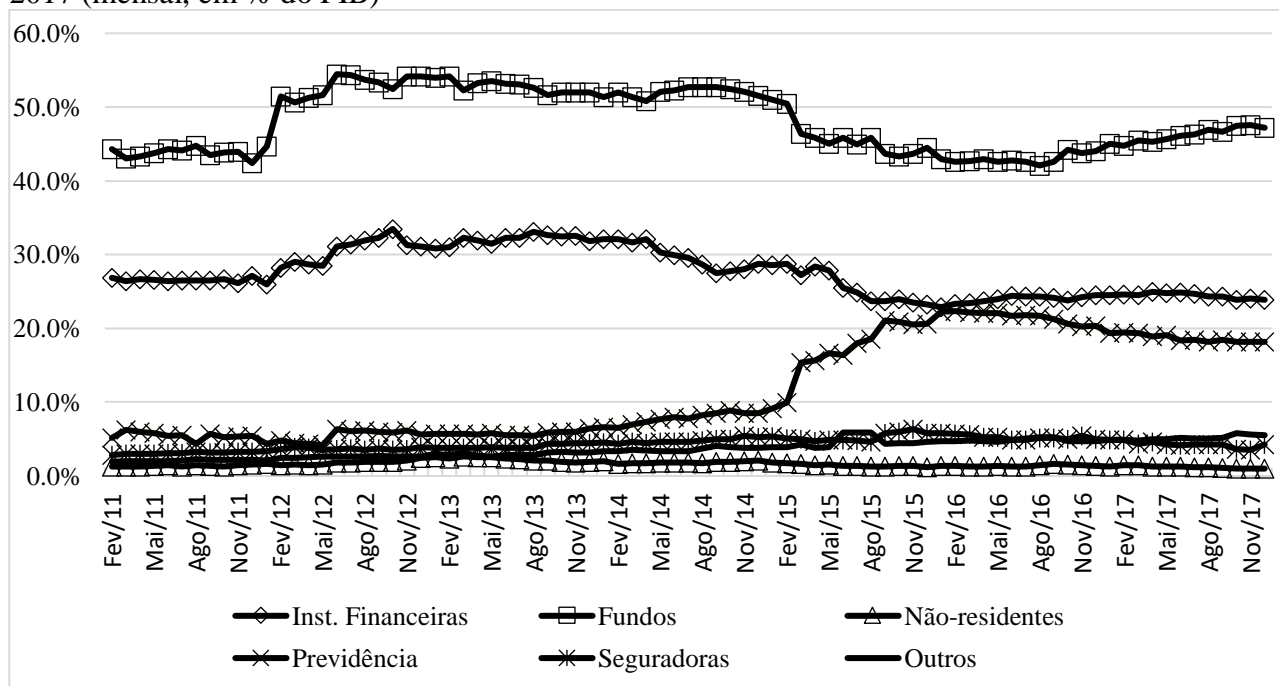


Fonte: Tesouro Nacional (2018)

As LFTs em poder do público destinam-se principalmente aos fundos de investimento, às próprias instituições financeiras e aos fundos de previdência. Ressalta-se que entre fevereiro de 2015 e fevereiro de 2016 houve um acentuado aumento das compras de LFTs pelos fundos de previdência. De fato, com elevação de juros, o prêmio de risco para comprar papéis pré-fixados subiu bastante, levando os investidores a preferir as LFTs, conhecidas como o papel da crise. Não podemos descartar a hipótese de pressão por parte do governo sobre os fundos de previdência públicos para adquirirem uma parte das LFTs que o Tesouro necessitava vender ao mercado para se financiar, ou ainda que as instituições financeiras e os fundos de investimento pressionem o Tesouro para emitir as LFTs no momento em que o Bacen está elevando e mantendo as taxas de juros básicas (leia-se Selic) elevadas<sup>124</sup>. Deste modo, mesmo que o governo tenha buscado essa estratégia, os fundos de investimento também têm sido um cliente cativo para esses papéis a partir de 2015. Os dados podem ser observados no Gráfico 3 a seguir. Cabe ressaltar que a queda no estoque das LFTs em 2012 está relacionada à mudança na regulação via CMN que impediu os fundos públicos de comprarem LFT para melhorar a composição da dívida.

<sup>124</sup> Importante destacar que o horizonte temporal dos fundos de previdência e dos fundos de investimento é diferente, dada a maior liquidez desses últimos e a necessidade de minimizar variações negativas de curto prazo no valor dos fundos, enquanto os fundos de previdência já se preocupam mais com a rentabilidade de longo prazo.

Gráfico 3 – Evolução do estoque de LFTs em poder do público, por tipo de detentor do título, 2011-2017 (mensal, em % do PIB)

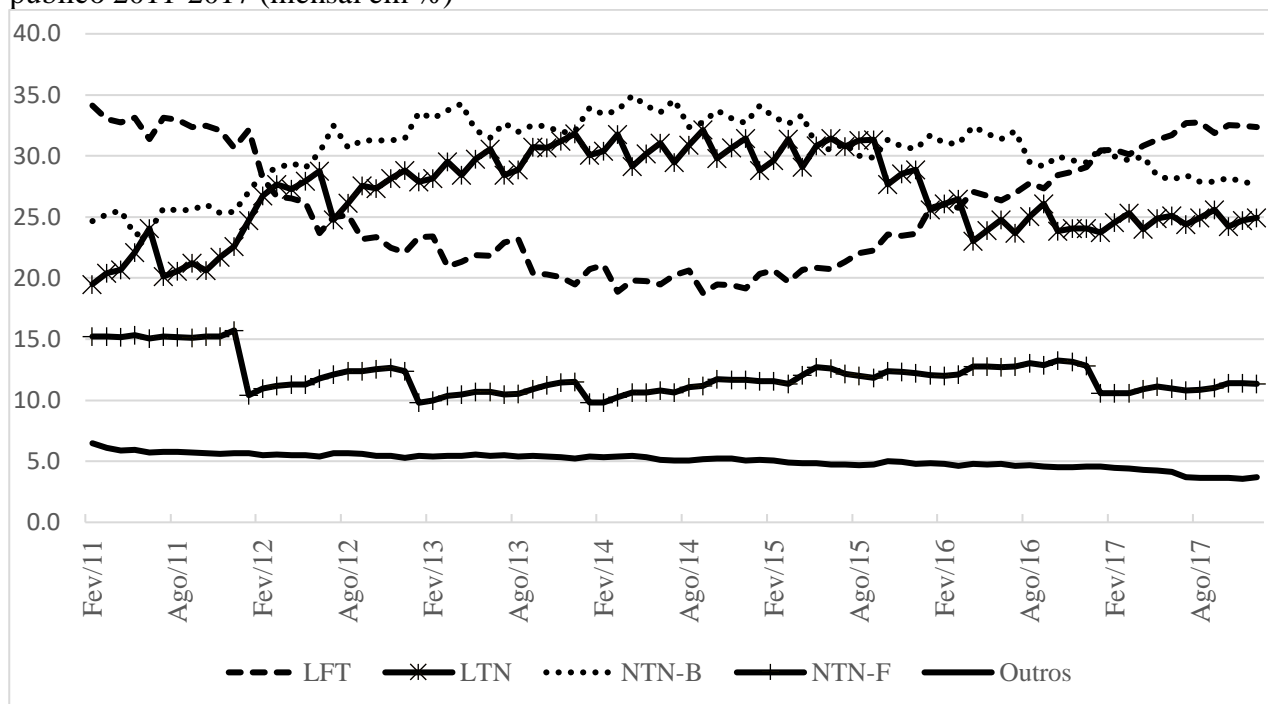


Fonte: Tesouro Nacional (2018)

Como resultado dessa estratégia do Tesouro que, conforme já dito, possivelmente foi adotada em resposta à mudança no perfil de títulos públicos demandados pelo mercado, a participação das LFTs no total de títulos em poder do público voltou a ser superior à dos demais títulos em 2017, a exemplo do que ocorria em 2011, conforme se demonstra no Gráfico 4. A partir de 2011 observa-se uma redução na participação relativa das LFTs acompanhando a redução nos juros a partir de agosto de 2011: os dados do DI pré-360 mostram que o mercado comprava Selic a futuro menor. A participação de títulos indexados à Selic no financiamento da dívida pública a partir de 2015 voltou a ser crescente e predominante, o que não é de se estranhar já que tais títulos são conhecidos no mercado como “papéis da crise” por sua característica de proporcionar um “hedge” ao investidor contra elevações na taxa Selic.



Gráfico 4 – Participação % dos diversos títulos na composição da dívida mobiliária em poder do público 2011-2017 (mensal em %)



Fonte: Tesouro Nacional (2018)

O cronograma de vencimento das LFTs em poder do mercado, que integra a Tabela 1, mostra que 81% delas terá vencido até setembro de 2022, e praticamente metade delas até março de 2021, ano em que há uma grande concentração de vencimentos (33% do estoque existente em dezembro de 2018). Portanto, no espaço de poucos anos a maior parte das LFTs em poder do mercado vencerá. Após setembro de 2022, se as LFTs não forem substituídas por outros títulos semelhantes em seus respectivos vencimentos, o estoque desses títulos corresponderá a apenas 6,3% da dívida pública mobiliária federal interna (DPMFi) em poder do público. Essa é uma informação muito relevante para traçar uma estratégia de redução do estoque de LFTs em poder do mercado: bastaria não trocar as LFTs atualmente existentes por outras em seu vencimento, mas por títulos com outro perfil (pré-fixados ou corrigidos pela inflação), que a sua participação na dívida em títulos declinará significativamente em quatro anos. Para tal, o mercado deve aceitar títulos com essas características, hipótese essa que, para ser realista, requer a melhoria da situação fiscal do setor público, já que numa fase de transição em um processo de ajuste os demandantes de títulos públicos podem querer cobrar um prêmio de risco maior para aceitar diminuir substancialmente a participação das LFTs no seu portfólio. Contudo, a redução na taxa Selic por parte do Bacen iniciada ao final de 2016 serve de estímulo para o alongamento de prazos na dívida pública assim como uma melhoria em seu perfil, com redução das LFTs na sua composição.

Tabela 1 – Cronograma de vencimentos das LFTs em poder do mercado

Posição de  
31/12/2017

Data de Vencimento	Valor das LFTs a vencer no período (R\$ milhões)	Parte % nas LFTs em poder do público	Parte % acumulada nas LFTs em poder do público	Parte % na DPMFi em poder do público
mar/2018	51.410,2	4,6	4,6	1,5
set/2018	78.343,0	7,0	11,7	2,3
mar/2019	62.269,1	5,6	17,3	1,8
mar/2020	90.838,1	8,2	25,4	2,7
set/2020	62.629,8	5,6	31,0	1,8
mar/2021	169.374,0	15,2	46,3	5,0
set/2021	198.714,7	17,9	64,1	5,8
mar/2022	93.105,9	8,4	72,5	2,7
set/2022	91.803,9	8,3	80,7	2,7
Até set/2022	898.488,7	80,7		26,5
Entre out/2022 e dez/2027	214.221,1	19,3	100,0	6,3
Até 10 anos	1.112.709,9	100,0		32,8

Fonte: Bacen (2018) e Tesouro Nacional (2018)

Nota: Estão incluídas as LFTs-A e LFTs-B.

Já as LFTs na carteira do Bacen financiam uma parte das *operações compromissadas*<sup>125</sup>, as quais correspondem, fundamentalmente, às operações de mercado aberto do Bacen através do qual o Bacen controla a liquidez na economia (Gráfico 5). Como a taxa Over/Selic é formada por meio dessas últimas, isso é, das compras e vendas de títulos do Bacen no mercado aberto, não faz a rigor muito sentido o Bacen usar um título indexado à Selic nas operações que devem resultar na determinação da própria Selic. O forte crescimento das compromissadas no período 2006-2010 se deve principalmente à acumulação das reservas internacionais, que obrigou o Bacen a esterilizar os fluxos de divisas acumuladas para evitar uma oscilação maior na taxa de juros no mercado interbancário. Ressalta-se que a queda e posterior aumento no período 2010-2012 estão relacionados às alterações nas regras dos depósitos compulsórios, que elevou inicialmente no que ficaram conhecidas como medidas macroprudenciais para então serem flexibilizadas ao final de 2011. No período 2006-2014 o Tesouro Nacional realizou, a partir dos superávits fiscais gerados no período, resgate líquido no mercado primário de títulos, atingindo em especial os títulos corrigidos pela Selic

<sup>125</sup> Operações compromissadas são operações de venda (ou compra) de títulos públicos ou privados com compromisso de recompra (ou revenda) dos mesmos títulos em uma data futura. Elas são utilizadas pelo Bacen para controlar a liquidez da economia como um todo, de tal modo que a taxa Selic tenda para a meta Selic fixada por ele. Tais operações são de curtíssimo prazo e remuneradas com base na meta do Bacen para a taxa Selic.

(LFTs), o que obrigou o Bacen, de modo a controlar a expansão da liquidez na economia, a emitir as compromissadas, corrigidas pela mesma taxa. Esta estratégia do Tesouro Nacional contribuiu para o forte aumento das operações compromissadas no período referido. Houve assim uma espécie de troca de LFTs por compromissadas, sendo que estas têm prazo médio bem inferior às primeiras. Já a partir de 2015 a incidência de juros se constituiu no principal responsável pelo aumento do saldo das compromissadas.

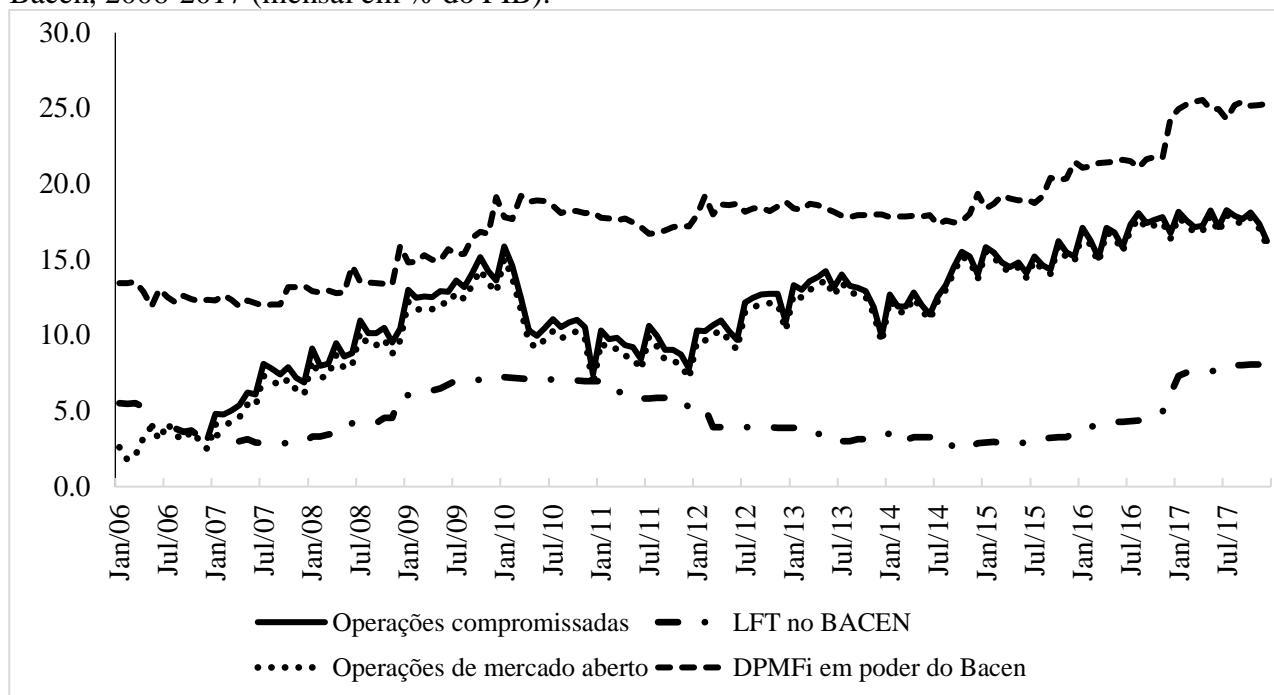
Cabe destacar que as operações compromissadas do Bacen, equivalentes a 17,9% do PIB e 24,3% da dívida bruta em agosto de 2017, são incluídas no cálculo da dívida pública bruta, de modo que uma parte importante da dívida pública fica fora da gestão do Tesouro.<sup>126</sup> Esta questão é particularmente importante pois cerca de um quarto da dívida pública fica fora do planejamento feito pelo Tesouro Nacional, resultando numa gestão apartada da dívida pública em que este último administra o estoque de títulos públicos federais em mercado, no que se refere ao tamanho e composição (remuneração e prazo), e à necessidade de financiamento do governo federal, enquanto que o Bacen, no âmbito do regime de metas de inflação, tem que gerenciar a liquidez no mercado de reservas em função da sua meta de taxa de juros. O resultado final deste arranjo foi a forte expansão das compromissadas, que acabou por se tornar o segundo componente da dívida pública no Brasil. Considerando que, em agosto de 2017, 74% do saldo das compromissadas foram contratadas pelo período de 2 a 3 meses, com prazo médio de 4 dias úteis, as principais características das operações compromissadas no Brasil são: elevado tamanho, seja em relação ao PIB, seja como participação na dívida pública, sua correção pela taxa Selic e os reduzidos prazos de vencimento (Pelegriani, 2017).

Nota-se, no Gráfico 5, que a diferença entre a DPMFi e o estoque de LFTs corresponde à posição dos demais títulos que integram a carteira do Bacen. Esse montante é, inclusive, superior ao de LFTs em poder da autoridade monetária. Mesmo a chamada carteira de títulos livres do Bacen (aqueles que não são utilizados nas operações compromissadas, correspondente à diferença entre as operações compromissadas e a DPMFi em poder do Bacen) atingiu R\$ 594,5 bilhões em dezembro de 2017, enquanto o estoque de LFTs em poder do Bacen correspondeu a R\$ 530,2 bilhões no mesmo período. Portanto, há espaço para reduzir a participação de LFTs nas operações de mercado aberto do Bacen e elevar a dos demais títulos que compõem a carteira livre do próprio Bacen.

---

<sup>126</sup> Enquanto a taxa Selic determinada pelo Bacen é uma meta, a taxa Over/Selic é a efetivamente praticada pelo mercado como taxa básica de juros, resultante das operações do Bacen no chamado mercado aberto (compra e venda de títulos por parte do Bacen, para controlar a liquidez do sistema e garantir que a taxa Over/Selic praticada seja igual, ou muito próxima, à meta definida pelo Copom; quando essas operações são compromissadas, implicam em compromisso de recompra). Na prática, o Bacen é bem-sucedido e a taxa Over/Selic é sempre muito próxima dessa meta.

Gráfico 5 – Estoque de LFTs, operações compromissadas, de mercado aberto, e DPMFi em poder do Bacen, 2006-2017 (mensal em % do PIB).



Fonte: Bacen (2018) e Tesouro Nacional (2018).

A comparação entre o volume de operações compromissadas (16,3% do PIB) e o de operações de crédito com recursos livres<sup>127</sup> (24,1% do PIB) demonstra mais uma distorção gerada pela sistemática atual das operações de mercado aberto. Em uma economia cujo mercado financeiro estivesse estruturado para auxiliar no financiamento ao crescimento, o mercado aberto, que garante a recompra de títulos indexados, não poderia corresponder a 68% do volume de operações de crédito livres, isso é, sem qualquer vínculo com estímulos ou recursos governamentais. Evidencia-se tanto a comodidade de manter os recursos aplicados no mercado aberto como o reduzido volume de crédito da economia brasileira. Logo, a mudança na lógica operacional do mercado aberto também estimulará as operações de crédito necessárias ao crescimento de nossa economia.

### Conclusão: O que pode ser feito para se reduzir o estoque de LFTs?

O primeiro passo para o governo conseguir reduzir o estoque de LFTs é a melhoria da situação fiscal, pois ao que tudo indica, esse fator foi decisivo para a retomada do ritmo acelerado de emissão desses títulos. Em segundo lugar, o Tesouro deve aproveitar a “janela de oportunidade” da atual redução da taxa Selic para viabilizar uma mudança na estrutura da dívida pública.

À medida que forem vencendo, as LFTs em poder do público devem ser substituídas por outros títulos, preferencialmente prefixados, para romper também a indexação em relação à inflação

<sup>127</sup> Segundo o Bacen, correspondem às “operações de crédito contratadas com taxas de juros livremente pactuadas entre mutuários e instituições financeiras. Não inclui operações referenciadas em taxas regulamentadas, operações vinculadas a recursos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES) ou quaisquer outras lastreadas em recursos compulsórios ou governamentais”. A definição pode ser encontrada em [www3.bcb.gov.br/sgspub/](http://www3.bcb.gov.br/sgspub/)

passada. Quanto melhor a situação fiscal, ou a perspectiva de melhoria futura, melhores serão as condições de ofertar títulos prefixados, assim como maior for a tendência de redução da taxa Selic. O próprio cronograma de vencimentos, listado acima, mostra que até março de 2021 aproximadamente metade das LFTs em poder do público terá vencido.

Em relação às LFTs em poder do Bacen, seria possível passar a utilizar, após o vencimento das primeiras, os títulos livres existentes na carteira do Bacen para lastrear uma parte das operações de mercado aberto. Já vimos que o volume é suficiente para tal. A dívida em LFTs se reduziria e os títulos que já existem na carteira do Bacen, ou seus substitutos, seriam utilizados nas operações de mercado aberto. Essa opção implica, porém, na redução das operações compromissadas, que no caso brasileiro são corrigidas automaticamente pela Selic. O problema das compromissadas no Brasil, em relação a outros países, é seu uso intensivo, o que não tem paralelo em outras experiências. Deste modo, o Bacen teria que negociar essa alteração junto ao mercado financeiro e, frisando novamente, o horizonte deverá ser favorável em relação à situação das contas públicas para que a estratégia seja bem-sucedida. Forçar uma troca antecipada de títulos pode ter o efeito contrário e levar o mercado a demandar títulos com prazo de vencimento ainda menor, indexados e com taxas de juros mais altas. Porém, é possível pensar em duas alternativas para acelerar esse processo de redução do estoque de LFTs.

A primeira seria a troca de LFTs em poder dos fundos de previdência das entidades públicas por outros papéis. Da mesma forma que o governo parece ter levado essas instituições a aumentarem suas compras de LFTs em 2015, agora seria feito o processo inverso. O volume de LFTs em poder dos fundos de previdência das entidades públicas não é conhecido, infelizmente, nem o seu prazo de vencimento. De toda forma, essa alternativa também gerará problemas, pois poderá trazer desconfiças no mercado em relação a esses fundos. Não nos parece a melhor e é arriscada.

A segunda alternativa consiste em utilizar uma parcela das reservas em moeda estrangeira para resgatar LFTs, já que o próprio crescimento das divisas também pressionou o estoque destes títulos no passado. Segundo critério adotado pelo FMI, o nível ideal de reservas seria de aproximadamente US\$ 220 bilhões. Como o nível de reservas cambiais atingiu, em janeiro de 2018, US\$ 375 bilhões, haveria espaço para usar aproximadamente US\$ 150 bilhões no resgate de títulos, equivalendo atualmente a aproximadamente R\$ 480 bilhões. A carteira de LFTs no Bacen atingiu em dezembro R\$ 530 bilhões, enquanto a que se encontrava em poder do mercado, R\$ 1,11 bilhão. Seria possível eliminar quase toda a posição de LFTs na carteira do Bacen. Entretanto, esse movimento provocaria forte apreciação do real, o que é absolutamente indesejável, além de uma expansão abrupta na base monetária. Uma solução – a ser considerada – seria utilizar as reservas, espaçadamente e em pequenos volumes, para aos poucos possibilitar o resgate antecipado de parte das LFTs,

principalmente daquelas que se encontram na carteira do Bacen, que gera muitas distorções para a política monetária, conforme assinalado anteriormente<sup>128</sup>.

Outra medida que poderia ser adotada seria a instituição dos depósitos voluntários remunerados no Bacen – remunerados tais como os compulsórios mas voluntários como as compromissadas – que substituíssem, de forma gradual, as operações compromissadas, em linha com a experiência internacional recente, o que permitiria uma separação mais clara (e desejada) entre as operações do Bacen e do Tesouro Nacional. O grau de liberdade para o Bacen atingir a taxa Over/Selic desejada se ampliaria, uma vez que reduziria parte da riqueza financeira indexada a Selic, e a dívida pública em títulos se reduziria à medida que as LFTs fossem resgatadas.

Convém lembrar que as operações compromissadas implicam, como o próprio nome diz, em compromisso de recompra dos títulos por parte do Bacen, mecanismo esse que deveria ir desaparecendo aos poucos e, por consequência, também a própria zeragem automática de posições dos bancos, herança da época de inflação elevada que ainda não eliminamos. As mudanças devem ser transparentes e avisadas ao mercado financeiro com a devida antecedência.

Por fim, e reforçando o que já foi dito inicialmente, esse processo de redução do estoque de LFTs e da própria dívida pública só terá lugar, e será possível, se a situação fiscal do setor público melhorar. Do contrário, qualquer tentativa de forçar uma alteração na composição da dívida ou redução forçada de seu montante resultará em deterioração do cenário atual. Assim, uma estratégia de consolidação fiscal de longo prazo – uma discussão que foge ao escopo deste artigo - é condição necessária (que não tem nada a ver com a inexecutável PEC 55 de tetos dos gastos públicos), ainda que não única, para fazer a necessária mudança na composição da dívida pública.

### **Referências bibliográficas:**

- Bacen - Banco Central do Brasil. 2018. Disponível em <http://www.bcb.gov.br/htms/infecon/demab/ma201805/index.asp>, acesso em abril de 2018.
- Barbosa, F.H., Camêlo, F.D. e João, I.C. 2016. A taxa de juros natural e a regra de Taylor no Brasil: 2003-2015. *Revista Brasileira de Economia* 70(4): 399-417.
- Pellegrini, J.A. 2017. As operações compromissadas do Banco Central. Estudo Especial no. 3, Brasília: Instituição Fiscal Independente - IFI.
- Tesouro Nacional 2018. Disponível em: <https://www.tesouro.fazenda.gov.br/relatorio-mensal-da-divida>, acesso em abril de 2018.

---

<sup>128</sup> Uma sugestão para atenuar um crescimento na dívida pública líquida e bruta seria destinar os resultados financeiros do Bacen, quando superavitários, à recompra de LFT e, quando deficitários serem capitalizados pelo Bacen com títulos que não a LFT.

# O PUZZLE DOS JUROS FLAT NOS EUA E SUAS CONSEQUÊNCIAS PARA O BRASIL

André Perfeito<sup>129</sup>  
Camila de Caso<sup>130</sup>  
Fábio Terra<sup>131</sup>

**Resumo:** A partir da teoria da precificação de ativos de Keynes, apresentada no capítulo 17 de sua *Teoria Geral*, analisamos o *puzzle* da curva *flat*, que é o fenômeno em que os investidores precificam ativos de maneira diversa em termos absolutos, criando *spreads* entre maturidades diferentes, porém deixam de precificar *spreads* em termos relativos, tornando zero a diferença dos *spreads* entre maturidades diferentes. Desta forma, a intenção é explicar porque a curva *flat* ocorre atualmente nos Estados Unidos e discutir as potenciais consequências dela para a economia brasileira.

**Palavras-chave:** Curva *Flat*; Teoria da Precificação de Ativos; Economia Brasileira.

**Abstract:** Based on Keynes' asset pricing theory, exposed at chapter 17 of *The General Theory* we analyze the so-called flat curve puzzle. The flat curve is the phenomenon in which investors differently price different assets, as expected, but they do not insert relative spreads, making it zero the difference of spreads of assets with diverse maturities. Our intention is to explain why there is a flat curve in the United States currently and to debate the potential outcomes of this puzzle to the Brazilian economy.

**Keywords:** Flat Curve; Asset Pricing Theory; Brazilian Economy.

## 1. Introdução

No capítulo 17 de sua *The General Theory of Employment, Interest and Money* (doravante TG), Keynes (1964) desenvolve uma teoria de precificação de ativos baseada em quatro atributos que todos os ativos possuem, quais sejam, ganho de capital, quase-renda, prêmio de liquidez e custo de carregamento. Este modelo permite que se cotejem os diversos ativos passíveis de aquisição na economia, sejam produtivos reais, sejam financeiros, pois sintetiza as variáveis relevantes ao investidor para sua tomada de decisão, mesmo quando esta é a favor do retorno não pecuniário da moeda.

Pois bem, todo contrato de dívida é, para a ponta credora, um ativo financeiro. Dívidas de diferentes maturidades têm riscos diversos: contratos longos são mais arriscados e, portanto, pedem um prêmio maior; enquanto que o inverso é verdadeiro, ou seja, dívidas curtas carregam menores riscos e, logo, pagam menores juros. Não por menos, os juros dos bancos centrais são os básicos, isto é, em tese os menores de uma economia, pois seus contratos de dívida são os mais curtos que existem e, ademais, sua segurança é máxima, pois garantida pelo emissor oficial de moeda de um país.

---

<sup>129</sup> Economista-chefe da Spinelli Corretora de Valores, e-mail: andreperfeito@gmail.com

<sup>130</sup> Economista e Curadora da Tapera Taperá, e-mail: camiladecaso@gmail.com

<sup>131</sup> Professor da UFABC e Pesquisador do CNPq, e-mail: fhberterra@gmail.com

Por sua vez, a ‘linha’ contínua ligando os juros que partem da taxa básica do banco central, a menor taxa de retorno pela qual um investidor aceita abrir mão do prêmio de liquidez da moeda, até as taxas das dívidas de longa maturidade é a curva de juros. Logicamente, quanto mais longo o prazo das dívidas, maior o risco delas e, então, maior o *spread*, isto é, a diferença entre as taxas pagas aos credores nas dívidas de curto e longo prazo. Mas, e quando essa diferença se torna zero?

O objetivo deste artigo é analisar, a partir da teoria da precificação dos ativos de Keynes (1964) o *puzzle* da curva *flat* de juros nos Estados Unidos da América (EUA), isto é, o fenômeno em que os investidores precificam ativos de maneira diversa em termos absolutos, criando *spreads* entre maturidades diferentes, porém deixam de precificar *spreads* em termos relativos, tornando zero a diferença dos *spreads* entre maturidades diferentes. Isso quer dizer que os papéis de um ano e de cinco anos têm taxas de juros diferentes, porém esse *spread* é igual aos registrados entre papéis de um e dois anos e de dois e cinco anos. Desta forma, o *spread* é apenas absoluto, entre um título e outro, pois os *spreads* relativos são nulos. Isso significa que os custos de oportunidade de se investir em ativos de diferentes maturidades foram zerados. Como se mostrará, este fenômeno já ocorreu em alguns momentos da história recente dos EUA e parece estar se aproximando novamente. Desta forma, este artigo analisará por que a curva *flat* ocorre e também discutirá quais as possíveis consequências deste processo para a economia brasileira.

Para tanto, a próxima seção apresenta brevemente a teoria da precificação de ativos de Keynes (1964). A seção 3 debate as razões da curva *flat*, além de apresentar os dados para a economia americana para ilustrar o fenômeno. Por fim, as conclusões do trabalho discutem os possíveis impactos da curva *flat* para o Brasil, sobretudo neste período de aparente retomada da atividade econômica.

## 2. A teoria da precificação de ativos de Keynes

Após analisar o investimento nos capítulos 11 e 12 da TG, Keynes mostra que esta variável, que é a responsável pela dinâmica de expansão do estoque de capital social, além de ser sensível por depender de algo tão subjetivo quanto as expectativas empresariais sobre o futuro, é também destinada a ter uma taxa de retorno declinante à medida que o volume de investimento se ampliar no tempo. A razão para tanto é que maiores investimentos implicam, por um lado, maiores custos de produção de bens de capital no curto prazo, o que reduz a eficiência marginal de capital<sup>132</sup> pelo seu denominador, o preço de oferta do bem de capital; por outro lado, eles resultam, no longo prazo,

---

<sup>132</sup> A eficiência marginal do capital (EMK) pode ser modelada da seguinte forma,  $EMK = \frac{\text{Preço de demanda pelo produto do bem de capital}}{\text{Preço de oferta do bem de capital}}$ , em que o numerador representa as receitas esperadas pelo empresário pelo tempo de vida útil do bem de capital enquanto que o denominador é o custo de aquisição (o preço ao qual ele é ofertado ao empresário) do bem de capital. Logo, a EMK é uma taxa e, por isso, é comparada a outra, a taxa de juros, para que o empresário, baseado em suas expectativas de futuro, decida a que forma ele capitalizará sua riqueza.



menor escassez dos diversos tipos de ativos de capital, o que amplia a oferta dos bens e serviços produzidos por esses ativos e, assim, reduz seus preços, que são as receitas esperadas pelos empresários, isto é, o numerador da eficiência marginal do capital.

Se a taxa de retorno dos ativos de capital é decrescente no tempo, seu limite mínimo será dado pela taxa de retorno mais estável dentre todos os ativos passíveis de detenção, inclusive a moeda. Para descobrir qual é este ativo, Keynes (1964) desenvolve sua teoria da precificação de ativos. Esta formulação simples parte de quatro elementos que todos os ativos possuem: variações no seu valor de face (o preço de aquisição do ativo), que implicam ganhos ou perdas de capital – chame-se  $a$  este elemento; a taxa de juros contratada ou o lucro esperado do ativo, isto é, sua quase-renda  $q$ ; o custo de carregamento do ativo,  $c$ ; e, por fim, a facilidade de este ativo liquidar contratos em menor espaço de tempo, o prêmio de liquidez dele,  $l$ . Sinteticamente,

$$\text{Taxa de retorno do ativo} = a + q + l - c$$

Ativos financeiros e de capital possuem diferentes composições destes elementos. No caso dos ativos de capital,  $a$  é negativo,  $l$  varia entre baixo e nulo,  $c$  é usualmente elevado e, por isso, espera-se um alto  $q$ , sendo o investimento efetivado quando  $q > a + l - c$ . No caso de ativos financeiros,  $a$  pode ser volátil, contudo, como  $l$  é em geral elevado, os agentes conseguem enfrentar as oscilações do valor de face dos títulos com alguma rapidez;  $c$  diz respeito à corretagem e custódia dos agentes, em geral baixo; e  $q$  é sempre positivo, seja prefixado ou pós-fixado, algo que não se pode garantir para os investimentos produtivos, cujas receitas esperadas podem se não se realizar. Na vigência de prefixação, prejuízos em ativos financeiros só virão quando a variação negativa de  $a$  superar o ganho contratado em  $q$ , algo que  $l$  pode evitar via recomposição de portfólios. Em termos de ativos pós-fixados, como as Letras Financeiras do Tesouro no Brasil, o valor de face do título,  $a$ , não se altera, de modo que o ganho  $q$  é sempre garantido<sup>133</sup>.

Não obstante,  $q$  refletirá também diferentes maturidades de ativos financeiros, ou vidas úteis de ativos de capital. No caso específico dos ativos financeiros, dívidas de maturidade mais longas trazem consigo diversos riscos mais significativos do que dívidas de curto prazo, sobretudo para rendas-fixas. Os riscos de liquidez, de inflação, cambial para investimentos internacionais, são compensados por maiores prêmios pedidos para se abrir mão da segurança oferecida pela moeda. Assim, dívidas longas têm maiores  $q$ .

Não por menos, como Keynes (1964) deixa claro, ativos de capital serão adquiridos enquanto a menor das eficiências marginais do capital, ‘a taxa de  $q$ ’, for pelo menos igual ou maior do que a

---

<sup>133</sup> Sobre os impactos das Letras Financeiras do Tesouro para a economia brasileira veja Bacha e Oliveira Filho (2006).

maior das taxas de retorno dos ativos financeiros, ‘a taxa de juros  $q$ ’. Este último retorno é sempre positivo (mesmo considerando as oscilações de  $a$ ) enquanto que aquele retorno não, além de ser declinante no longo prazo ao passo em que os juros são ascendentes.

Logo, os ativos financeiros são um custo de oportunidade aos ativos produtivos. Não obstante, as diversas taxas de juros do mercado financeiro, em suas várias maturidades, são também custos de oportunidade entre si, compensados por prêmios  $q$  que se alteram mais do que proporcionalmente à medida que maiores riscos diferidos são precificados. Em um funcionamento normal dos mercados financeiros, é de se esperar que a diferença entre os  $q$  relativos seja positiva, ou seja, que as taxas de retorno entre ativos de maturidades diferentes sejam desiguais e crescentes, o que significa que o *spread* entre um título de um ano e outro de cinco anos é diferente daquele pago entre um título de um ano e outro de dois anos. Quando estas diferenças se igualam tem-se o *puzzle* curva de juros *flat*, como se verá na próxima seção.

### 3. O *puzzle* da curva de juros *flat* nos EUA

Como visto, quando se comparam as diferenças entre taxas curtas e longas<sup>134</sup>, os agentes estão estabelecendo *spreads* absolutos entre maturidades diferentes, mas não *spreads* relativos entre as diferentes maturidades. Desta forma, há prêmio  $q$  entre títulos de dois e cinco anos, por exemplo, mas igual àquele entre títulos de dois e dez anos ou de cinco para dez anos. Assim, os custos de oportunidades das aplicações de diferentes maturidades deixam de ser precificados e a curva se torna plana, *flat*. Mais detalhadamente: os agentes deixam de precificar os  $q$  relativos entre dois pares de diferentes maturidades.

Mas, o que isso quer dizer? Uma dica da resposta pode ser vista no Gráfico abaixo. Ele mostra a relação entre a comparação das diferenças dos juros dos títulos americanos de dois, cinco e dez anos em comparação com a variação do PIB dos Estados Unidos entre 1985 e 2017. A linha contínua mostra o cotejamento das diferenças dos *yields* e sempre que se aproxima de zero, ela antecipa uma queda na linha tracejada, isto é, ou desaceleração ou forte contração do crescimento do PIB. Por isso, juros *flat* são convencionalmente compreendidos como sinais de *looming*, cuja tradução mais apropriada é a de algo percebido, sob a forma de vertigem, como estando prestes a acontecer e causadora de preocupação.

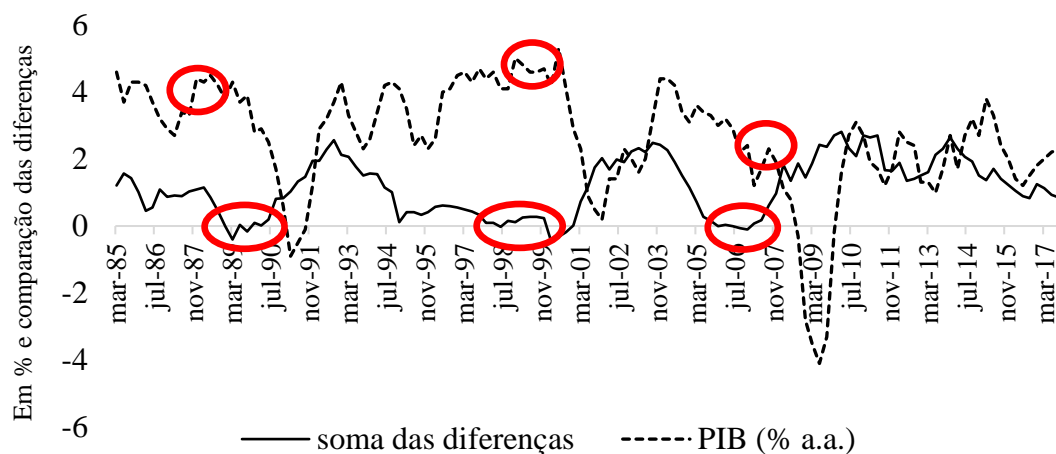
Pelo Gráfico, se pode perceber que estes foram os casos entre 1988 e 1989, entre 2000 e 2001 e, por fim, entre 2006 e 2007, antecedendo as recessões de 1991 e de 2008-2010, e a desaceleração de 2001. Ainda se pode notar que desde meados de 2013 as diferenças entre os diferentes *spreads*

---

<sup>134</sup> Isto é, sejam  $iB_{t1}$ ,  $iB_{t2}$ ,  $iB_{t5}$  os juros pagos em títulos de um, dois e cinco anos, a curva *flat* resulta zero se  $(iB_{t2} - iB_{t1}) = (iB_{t5} - iB_{t1}) = (iB_{t5} - iB_{t2})$ . Isso significa que a marcação a futuro ( $iB_{t2}$  e  $iB_{t5}$ ) é baixista ou mantenedora e há um movimento rumo à ponta curta da curva de juros, que tende a ter precificação altista, premiando o curto prazo em detrimento do longo.

vêm diminuindo e hoje se encontra no mesmo patamar de junho de 2007, portanto, alguns meses antes dos primeiros sintomas da crise *subprime*, que foi sucedida pela crise financeira global e pela Grande Recessão.

Gráfico 1 - EUA: Curva de juros e PIB, 1985-2017 (mensal, em %)



Fonte: Bloomberg (2018)

Contudo, a pergunta relevante é: qual a causa dos juros *flat*? Pois bem, a análise das trajetórias dos juros americanos de dois, cinco e dez anos mostra que o que cria as diferenças iguais a zero é, por um lado, a estabilização dos juros longos, de cinco e dez anos e, por outro lado, o aumento dos juros curtos, de dois anos, que nesta trajetória de subida se encontram com os longos, estagnados. Ainda assim, por que isso ocorre?

Reparando-se os momentos em que os *spreads flat* ocorreram, 1988/1989, 2000/2001 e 2006/2007, percebe-se que todos foram anos em que o Federal Reserve (Fed), o Banco Central Americano, exerceu política monetária contracionista, com elevação dos juros de ponta curta. Em dezembro de 1988, a taxa de juros do Fed alcançou 9,75% ao ano, seu maior patamar desde então. Em maio de 2000, os juros alcançaram 6,5% ao ano, segundo maior patamar desde 1988. Por fim, em junho de 2006, a Fed *rate* foi a 5,25%, patamar equivalente justamente ao de janeiro a março de 2001, ou seja, outro momento de curva *flat*. A caminhada para o *flat* que se nota por agora é claro sinal de que os agentes estavam se antecipando ao aumento de 0,25 ponto percentual feito em março de 2018 pelo Fed e, ademais, que eles continuam se reposicionando face aos anúncios de mais aumentos graduais nos juros básicos americanos.

As diferenças se igualarem a zero devido aos juros curtos aumentarem até encontrarem os de maturidades mais longas indica que há uma fuga de ativos longos para curtos, revelando tanto uma preferência pela liquidez dos agentes quanto a estratégia de eles aproveitarem os maiores ganhos de curto prazo *vis-à-vis* perdas de capital em marcação a mercado de títulos longos. Se esta expectativa de alta de juros curtos se mantém, com queda nos preços dos títulos, o comportamento *bear* prevalece nos mercados e a tendência à curva *flat* se reforça. Em 2000 e 2006 estes movimentos também são

contemporâneos à queda do índice Standard & Poors (S&P), demonstrando que, de fato, os agentes recompõem carteira buscando maior segurança.

Além disso, esta busca por segurança, encontrada em ativos líquidos de curto prazo ao invés de ativos de capital ilíquidos, é o que explica contrações na dinâmica do PIB. Diante disto, talvez seja este o movimento que esteja por vir no futuro próximo e a precaução com seus efeitos negativos (tanto sobre precificações alavancadas de ativos financeiros quanto sobre o comportamento do PIB) que expliquem a preocupação atual do Fed de coordenar as expectativas dos agentes sobre o futuro da Fed *rate*. Todavia, o que se pode esperar de impactos da curva *flat* à retomada da economia brasileira?

## **Conclusão**

Se os efeitos da *curva flat* são delicados para os EUA, pois representam uma composição de carteira com vistas a maior liquidez e rentabilidade em títulos de maturidades curtas, pode-se imaginar seus impactos sobre o resto do mundo, sobretudo em países emergentes com mercado de câmbio muito líquido, como o Brasil. O que se pode concluir, inclusive, é que mais do que eleições imprevisíveis, descumprimento da regra do teto e continuidade do desajuste fiscal, que parecem estar precificados nos contratos de dívida pública longa por aqui, o que efetivamente afetará a economia brasileira em 2018 e 2019 será o comportamento do Fed.

Talvez muito mais isso do que quaisquer fatores domésticos impeça a continuidade da redução da Selic entre 2018 e 2019, ou até mesmo implique elevações, a depender da sensibilidade de nossa economia, sobretudo por conta de uma possível dissolução de posições ativas no mercado financeiro local em fuga para a segurança e liquidez nos EUA. Tal refluxo de capital terá consequentes pressões sobre a conta financeira e a taxa de câmbio. Contudo, se esta intensa busca por liquidez culminar, como foram os três episódios de 1991, 2001 e 2007-08, em contaminação recessiva do lado produtivo, pode-se esperar também efeito-contágio sobre as transações correntes do balanço de pagamentos brasileiro, via menor demanda comercial americana pela produção doméstica e maior remessa de lucros e juros na conta de renda de investimentos. Outrossim, desconfiança generalizada local pode se desencadear, atravancando a já delicada retomada da economia brasileira.

## **Referências bibliográficas**

- Bacha, Edmar e Oliveira Filho, Luiz C. 2006. *Mercado de Capitais e Dívida Pública: tributação, indexação e alongamento*. Rio de Janeiro: ContraCapa.
- Bloomberg. 2018. *Bloomberg Professional* [Online]. Disponível por assinatura. Acessado em 12 de abril de 2018.
- Keynes, John M. 1964. *The General Theory of Employment, Interest and Money*. HBS: Nova York.