

A crise econômica de 2014/2017

FERNANDO DE HOLANDA BARBOSA FILHO¹

Introdução

A ECONOMIA brasileira encontra-se formalmente em recessão desde o segundo trimestre de 2014, segundo o Comitê de Datação do Ciclo Econômico (Codace) da Fundação Getulio Vargas. O produto *per capita* brasileiro caiu cerca de 9% entre 2014 e 2016. Essa situação cria um ambiente de forte pressão para uma pronta recuperação da economia brasileira. No entanto, a saída da recessão depende de uma compreensão adequada de suas causas. Este artigo contribui para a compreensão da crise e sugere possíveis soluções para a retomada de um crescimento sustentável.

A crise resulta de um conjunto de choques de oferta e de demanda. Primeiramente, o conjunto de políticas adotadas a partir de 2011/2012, conhecido como Nova Matriz Econômica (MNE),¹ reduziu a produtividade da economia brasileira e, com isso, o produto potencial. Mais, esse choque de oferta possui efeitos duradouros devido à alocação de investimentos de longa recuperação em setores pouco produtivos.

Os choques de demanda estão divididos em três grupos. O primeiro engloba o esgotamento da NME a partir do final de 2014. O segundo choque seria a crise de sustentabilidade da dívida pública doméstica de 2015. O terceiro foi a correção do populismo tarifário que demandou uma política monetária contracionista para o controle inflacionário após a perda de credibilidade do Banco Central. Além disso, a consolidação fiscal tentada no ano de 2015 possui impacto menor sobre essa recessão devido à sua baixa magnitude e duração.

A aprovação da PEC do teto dos gastos, combinada com o envio da reforma da previdência, marca o início da solução da crise de sustentabilidade da dívida. A redução do risco país e a queda da inflação permitem a redução da taxa de juros e o início da recuperação. Dessa forma, a retomada do crescimento passa em um primeiro estágio pela utilização da capacidade instalada que possibilitará algum crescimento nos próximos anos. No entanto, a manutenção de um ritmo de crescimento próximo dos 4% ao ano dependerá da adoção de medidas que recuperem a produtividade doméstica e, com isso, o produto potencial.

Este artigo contém quatro seções iniciadas por esta introdução. A segunda seção analisa os determinantes da crise, enquanto a terceira seção debate a saída para essa recessão. A quarta seção conclui o presente trabalho.

Determinantes da crise 2014/2017

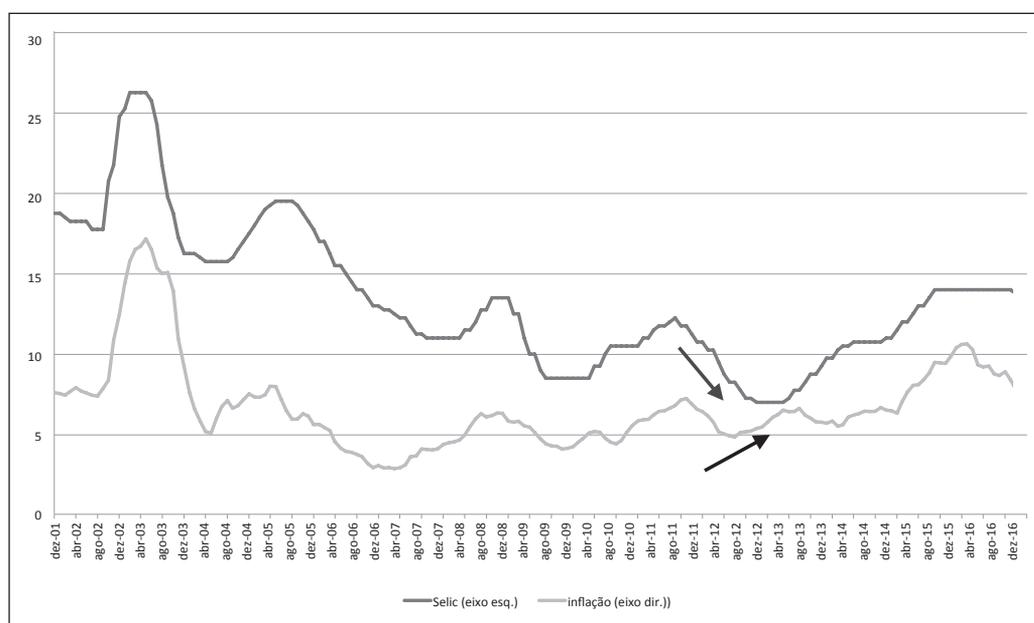
A profundidade da atual recessão é o resultado de um conjunto de choques de oferta e de demanda. Os diversos dos choques de oferta e de demanda que atingiram a economia brasileira foram ocasionados por erros de política econômica cometidos principalmente no período em que foram adotadas políticas que formaram a “Nova Matriz Econômica” (NME).

Nova matriz

A partir de 2011/2012, o Brasil incorporou a chamada NME, políticas de forte intervenção governamental na economia que combinaram política monetária com a redução da taxa de juros e política fiscal com dirigismo no investimento, elevação de gastos, concessões de subsídios e intervenção em preços.

Política monetária

A política monetária eleva a taxa de juros em momentos de crescimento da inflação e reduz a taxa Selic em momentos de desaceleração inflacionária, conforme se pode observar pela evolução da inflação e da taxa Selic ao longo do tempo na Figura 1. No entanto, uma das políticas da NME foi a redução da taxa de juros básica da economia em 2012 em momento de aceleração da taxa de inflação (Figura 1). A mudança na política monetária fez que a taxa de inflação acelerasse (e permanecesse em nível elevado) e reduziu a credibilidade do Banco Central, elevando o custo de combate à inflação.



Fonte: BNDES e Petrobras.

Figura 1 – Evolução da Selic e inflação (12 meses) – %.

Um instrumento importante na implementação dos estímulos governamentais foi a expansão do balanço do BNDES.² A política visava à constituição/criação de campeões nacionais e a escolha de setores “estratégicos” que receberam fortes subsídios como a indústria automotiva e subsídios e proteção (na forma de conteúdo nacional e sobre preço) no caso da indústria naval, para citar somente dois exemplos.

A Petrobras era outro instrumento importante nessa política de desenvolvimento de setores “estratégicos”. A empresa passou a ser responsável por um ambicioso plano de investimento em exploração e produção (pré-sal) e na área de refino. Resultado dessa estratégia foi uma elevação substancial da importância da Petrobras que chegou a representar 10% de todo o investimento do país.

Parte da estratégia de ampliar a importância da Petrobras englobou a mudança do bem-sucedido marco regulatório do petróleo. Substituiu-se o sistema de concessão pelo sistema de partilha das áreas do pré-sal. O objetivo era utilizar o petróleo para estimular a construção de uma indústria petrolífera de máquinas e equipamentos nacional. Nesse sentido, foram estimuladas a criação de empresas e a reestruturação de estaleiros. No entanto, essa política não apresentou os resultados esperados.³

Essa política utilizou recursos públicos de forma exagerada e ocasionou em elevação da taxa de investimento doméstica no período. No entanto, a elevação do investimento não veio acompanhada de crescimento econômico, mas sim de redução da produtividade total dos fatores (PTF), reduzindo a capacidade de crescimento da economia no período.

A Tabela 1 mostra a decomposição do crescimento do PIB brasileiro entre 2002 e 2016. No período 2010-2014 houve um aumento da participação do capital no crescimento do PIB, fruto da elevação do investimento. No entanto, houve imediata diminuição do crescimento da PTF, o que reduziu o produto potencial brasileiro.

Tabela 1 – Decomposição do crescimento do PIB

	PIB	PTF	Trabalho	Capital
2002-2010	3,9	1,6 41,1	1,1 27,9	1,2 31,0
2010-2014	2,2	0,5 24,2	0,0 0,5	1,7 75,3
2014-2016	-3,7	-1,9 49,9	-0,7 19,8	-1,1 30,3
2010-2016	0,2	-0,3 -119,8	-0,2 -107,9	0,7 327,7

Fonte: Elaboração própria.

Após a crise internacional de 2008/2009 a taxa de crescimento de um conjunto de países latino-americanos caiu em 0,5% ao ano. No Brasil, essa queda foi de 2% ao ano. Barbosa Filho e Pessôa (2015) avaliam que essa queda adicional de 1,5% ocorrida no Brasil é fruto do conjunto de políticas erroneamente adotadas pelo país. Com base nas estimativas de produtividade apresentadas na Tabela 1, estima-se que a taxa de crescimento do produto potencial da economia brasileira esteja entre 1,5% a.a. e 2,0% ao ano.

Controle de preços

Simultaneamente à elevação na demanda de investimento por parte da Petrobras, houve controle do preço de seus derivados. O controle de preços de combustíveis afetou a Petrobras que vendia gasolina no mercado doméstico a um preço inferior ao que comprava no mercado internacional. Essa política resultou em perdas superiores a R\$ 50 bilhões, reduzindo de forma substancial o caixa da empresa. O controle de preços com a elevação dos investimentos elevou seu endividamento sem o respectivo aumento da produção (cresceu cerca de 25%) e geração de caixa. A relação dívida líquida /caixa subiu de 1 em 2010 para 4,6 em 2015, elevando o custo de captação da empresa devido à elevação de seu risco.

A intervenção do setor energético não correu somente na Petrobras, mas também no setor elétrico de forma geral. Os efeitos da forte seca de 2012/2013 foram amplificados por erros da política energética do governo que reduziu as tarifas de energia em 2013 elevando o consumo, em pleno período de escassez do principal insumo da matriz energética brasileira: água.

Para amplificar o problema, o governo deixou descontratadas as empresas geradoras de energia de São Paulo, Minas Gerais e Paraná. Isso obrigou a compra de energia no mercado à vista ao longo da crise, elevando o custo para as empresas distribuidoras. Como essas não puderam repassar os preços, houve forte descapitalização delas que tiveram que bancar a diferença entre o preço da energia e seu custo. O controle de preços seria seguido de liberação dos preços a partir de 2015, gerando novo choque negativo sobre a economia devido ao realinhamento de preços. A dispersão e persistência desse choque de oferta fez que o Banco Central elevasse a taxa de juros para controlar a inflação que hoje se observa em trajetória de queda após longo período de aperto monetário (Figura 1).

Contas públicas e risco país

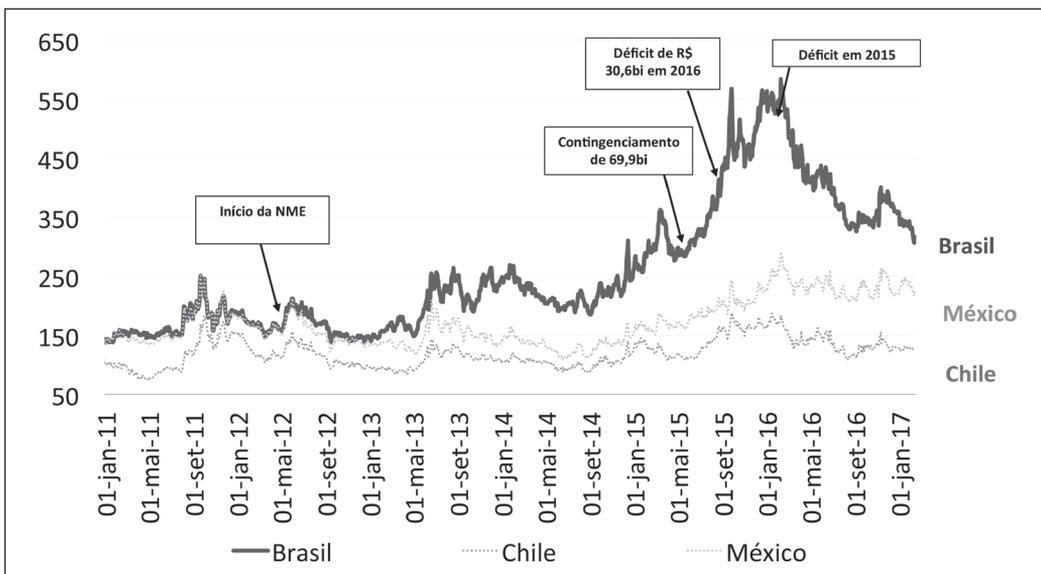
A intervenção governamental e seus estímulos fiscais gerou deterioração das contas públicas. A Figura 2 mostra a deterioração da dívida bruta ocasionada pela transformação de um superávit primário da ordem de 2% do PIB em um déficit primário superior a 3% desde 2012.

A conjunção de um déficit primário crescente, com uma dívida em trajetória explosiva, elevou de forma substancial o risco Brasil. De fato, a NME gerou um descolamento do risco país em relação ao do México, por exemplo, a partir

de 2012. Essa elevação do risco país implica elevação da taxa de juros real de equilíbrio doméstico. O descolamento do risco da economia brasileira pode ser visto na Figura 3 e foi acentuado na crise de sustentabilidade da dívida de 2015.



Figura 2 – Evolução da dívida bruta e do primário.



Fonte: Bloomberg.

Figura 3 – Risco país para Brasil, México e Chile (CDS 10 anos).

O impacto desse conjunto de políticas pode ser observado no comportamento do PIB brasileiro e de seus componentes de demanda. A Tabela 2 mostra que a desaceleração da economia brasileira tem início no ano de 2014, com redução gradual do ritmo de crescimento.

Tabela 2 – Taxa de crescimento do PIB e seus componentes de demanda

	PIB	Consumo das Famílias	Consumo do Governo	Formação Bruta de Capital Fixo	Exportação	Importação
2010						
2011	4,0	4,8	2,2	6,8	4,8	9,4
2012	1,9	3,5	2,3	0,8	0,3	0,7
2013	3,0	3,5	1,5	5,8	2,4	7,2
2014	0,5	2,3	0,8	-4,2	-1,1	-1,9
2015	-3,8	-3,9	-1,1	-13,9	6,3	-14,1
2016E	-3,6	-4,5	-0,7	-10,6	2,9	-11,5

Fonte: IBGE.

A redução da taxa de crescimento do PIB foi acompanhada de redução da taxa de investimento em 4,8% e a menor taxa de crescimento do consumo nos últimos anos, com crescimento de somente 2,3% no ano. No entanto, somente após a disparada do risco país em 2015 (Figura 3) se observa a forte contração de consumo e investimento em nossa economia. A forte queda desses dois componentes parece estar relacionada com a crise de sustentabilidade da dívida pública brasileira que elevou os juros e a incerteza. O investimento se reduziu em 13,9% em 2015 e 10,6% em 2016, enquanto o consumo caiu 3,9% e 4,5%, respectivamente.

A taxa de crescimento dos gastos do governo vem perdendo força gradativamente passando a ser negativa em 2015 e 2016. Nesse cenário, um grupo de economistas aponta que o aprofundamento da recessão foi fruto da tentativa de ajuste fiscal realizada pelo ex-ministro da Fazenda Joaquim Levy. No entanto, a análise dos dados não suporta essa visão. Durante a gestão de Joaquim Levy, os gastos do governo reduziram-se em somente 1,1% frente quedas de 3,9% do consumo. Para que a redução do PIB de 3,8% seja integralmente explicada pela tentativa de ajuste fiscal seria necessário um multiplicador dos gastos muito acima dos estimados pela literatura na faixa entre 0 e 1.⁴ Quando se controla para a situação fiscal de solvência dos governos, em casos de insustentabilidade da dívida o multiplicador é zero na melhor das hipóteses. Quando se desconsidera a situação fiscal e se estima o multiplicador, obtém-se na melhor das hipóteses um multiplicador do investimento do governo de 1,5 em períodos de recessão.

Saída da crise 2014/2014

A saída dessa recessão não é simples. Nos últimos anos, a economia brasileira saiu de um crescimento do produto potencial próximo dos 4% ao ano, para algo próximo de 2%. A dívida bruta entrou em trajetória explosiva e a inflação somente no ano de 2017 deve retornar a sua meta, após longo período acima de 4,5% ao ano.

A observação dos componentes da demanda do PIB mostra que consumo e investimento vem se reduzindo desde 2014. Isso indica que a redução do PIB brasileiro foi fruto de redução dos componentes de demanda privados e não da redução dos gastos do governo, como visto na seção anterior.⁵

Solução da crise fiscal

Não existe forma de retomada de crescimento no país sem o encaminhamento de uma solução do problema fiscal. O déficit fiscal estrutural de 2016 foi próximo de 2% do PIB, o que indica que para atingir um superávit de 2,5% (para estabilizar a dívida), o país teria que fazer uma consolidação fiscal de cerca de 4,5% do PIB. A opção seria fazer uma consolidação imediata ou uma gradativa. Ambas funcionam desde que gerem um ambiente crível de superávits primários futuros que possibilitem uma estabilização da relação dívida/PIB brasileira.

O governo Temer escolheu a consolidação gradual e a imposição do teto de gastos acompanhada por uma reforma da previdência são passos importantes nessa direção. A criação do teto dos gastos públicos sinalizou uma política de geração de superávits primários no futuro para estabilizar a dívida doméstica e reduziu o risco país (Figura 3). A reforma da previdência seria uma sinalização de que o teto será respeitado e que problemas importantes de longo prazo estão sendo enfrentados.

Vale ressaltar que a situação fiscal ainda é frágil no país e que a PEC do teto sinaliza uma geração de superávits primários somente no início da próxima década. Alguma consolidação fiscal imediata que assegure um processo de sustentabilidade da dívida mais ágil seria uma forma de garantir um ambiente doméstico mais estável, atraindo capitais.

A PEC do teto e a proposta de reforma da previdência ajudaram a reduzir o risco país e, com isso, a taxa de juros neutra da economia brasileira. A atual flexibilização da política monetária combinada com a redução do juro real de longo prazo fornece mais espaço para a redução de juros do Banco Central, iniciando uma recuperação cíclica com base na capacidade ociosa de nossa economia nos anos 2017 e 2018. No entanto, essa recuperação será um “voo de galinha” caso o país não eleve a taxa de crescimento de seu produto potencial.

Uma vez terminada a capacidade ociosa, a economia brasileira estará amarrada ao seu baixo crescimento do produto potencial, hoje na faixa entre 1,5% e 2% ao ano, pouco superior ao crescimento populacional. Dessa forma, o país necessita de uma agenda que permita um crescimento mais rápido. Em especial, necessitamos de reformas que recuperem o ritmo de crescimento do produto

potencial doméstico para patamares próximos dos observados no final dos anos 2000, algo entre 3,5% e 4% ao ano.

Para tanto, precisamos primeiramente de políticas que permitam a recuperação do crescimento da produtividade no país. A redução do grau de intervenção na economia, tanto com empréstimos subsidiados para grupos específicos quanto com o fim do controle de preços, é medida que caminha nessa direção e permitirá uma melhor alocação do escasso capital de nossa economia. A flexibilização do mercado de trabalho e a permissão da terceirização são outras medidas com potencial de aumentar a produtividade doméstica. Ainda acerca da elevação da produtividade, uma abertura comercial e um incentivo a competição podem fomentar a produtividade.

A recuperação da poupança doméstica a fim de possibilitar um aumento do investimento doméstico, principalmente em infraestrutura, é outro aspecto importante para a retomada de um crescimento mais vigoroso. Nesse sentido, o estímulo à poupança combinado com um aprimoramento das instituições que melhore o ambiente de negócios formaria outro conjunto de políticas destinado a elevar o investimento e o produto potencial brasileiro.

Conclusão

A crise de 2014/2017 da economia brasileira teve como origem uma série de choques de oferta e demanda, na maior parte ocasionados por erros de políticas públicas que reduziram a capacidade de crescimento da economia brasileira e geraram um custo fiscal elevado. A taxa de crescimento do produto potencial da economia brasileira saiu da faixa de 4% ao ano para menos de 2% ao ano. Ao mesmo tempo, o setor público brasileiro abandona um superávit primário de 2,2% em 2012 e gera um déficit primário de 2,7% em 2016.

O esgotamento da NME devido à perda de capacidade financeira do governo reduziu diversos investimentos da economia brasileira a partir de 2015, com a forte redução do investimento da Petrobras sendo um exemplo marcante. A crise de sustentabilidade fiscal que se seguiu elevou o risco país, a taxa de juros de longo prazo e a incerteza, reduzindo consumo e investimento de forma substancial em 2015 e 2016. A recomposição de preços e a política monetária necessária para recolocar a inflação na meta também contribuem para a recessão, principalmente devido à perda de credibilidade do Banco Central. Por último, a consolidação fiscal de 2015 devido à pouca duração e intensidade não deve ter contribuído de forma significativa para a recessão atual.

A introdução de uma política (PEC do teto e reforma da previdência) que garanta a sustentabilidade da dívida brasileira, combinada com a flexibilização da política monetária (inflação indo para a meta), deve iniciar uma recuperação cíclica de nossa economia já em 2017. Essas condições são suficientes para que a economia cresça nos próximos anos devido à elevada capacidade ociosa de nossa economia.

O crescimento do PIB próximo dos 4% a.a. no longo prazo dependerá de políticas que elevem a produtividade e ampliem a capacidade de investimento de nossa economia. O caminho é longo, mas a saída da recessão já começou.

Notas

- 1 A NME se baseava em uma de forte intervenção governamental e englobava redução da taxa de juros básica, controle de preços, investimentos direcionados e subsídios.
- 2 O total de empréstimos do BNDES aumenta mais de 8% do PIB entre 2009 e 2013.
- 3 Diversos Estaleiros e a Sete Brasil (empresa criada para fornecer equipamentos para a Petrobras) estão em crise desde 2015.
- 4 Para mais detalhes ver Cichelli (2016), Orair et al. (2016), Mereb e Zilberman (2017) e Mendonça, Holland e Prince (2016).
- 5 Esgotamento da NME e crise de sustentabilidade da dívida.

Referências

- BARBOSA FILHO, F.; PESSÔA, P. Desaceleração veio da Nova Matriz e não do Contrato Social. In: BONELLI, R.; VELOSO, F. (Org.) *Ensaio IBRE da Economia Brasileira – II*, Rio de Janeiro: Elsevier, 2015. p.1-29.
- CICHELLI, G. *How does fiscal fragility affect fiscal multipliers?* Rio de Janeiro, 2016. Dissertação (Mestrado em Economia) – Pontifícia Universidade Católica. Rio de Janeiro, 2016.
- MENDONÇA, D.; HOLLAND, M.; PRINCE, D. Is fiscal policy effective in Brazil? An empirical analysis. *Working Paper*, São Paulo School of Economics, n.433, 2016.
- MEREB, J.; ZILBERMAN, E. Multiplicadores no Brasil em tempos de fragilidade fiscal. *Textos para Discussão*, FGV IBRE, 2017.
- ORAIR, R.; SIQUEIRA, F.; GOBETTI, S. Política fiscal e ciclo econômico: uma análise baseada em multiplicadores do gasto público. XXI Prêmio do Tesouro Nacional, 2016.

RESUMO – Este artigo mostra que a crise de 2014/2017 é fruto de uma combinação de choques de oferta e demanda resultado de erros de política econômica. Esses choques produziram uma redução da capacidade de crescimento da economia brasileira e risco de insolvência das finanças públicas. A solução da crise fiscal, através da PEC do teto dos gastos, fará que o país retome o crescimento econômico a partir de 2017, utilizando a capacidade ociosa da economia. No entanto, a taxa de crescimento do produto potencial não recuperará o ritmo anterior devido aos efeitos duradouros das políticas da Nova Matriz Econômica (NME) que reduziram o produto potencial nacional. Recomenda-se, portanto, a adoção de políticas que induzam uma recuperação da produtividade da economia brasileira.

PALAVRAS-CHAVE : Crise econômica, Recessão, Sustentabilidade da dívida.

ABSTRACT – This paper argues that the Brazilian economic crisis of 2014-2017 is a result of a combination of economic policies that reduced Brazil’s potential economic growth and of a fiscal crisis that led to unsustainable growth of public sector debt. Brazil will only be able to resume its growth once it solves the fiscal problem. The country’s current huge overcapacity will sustain an initial recovery and boost economic growth during the first years. However, in order to increase long-term GDP growth, the Brazilian economy requires productivity-enhancing policies.

KEYWORDS: Economic crisis, Recession, Debt sustainability.

Fernando de Holanda Barbosa Filho é Ph.D em economia pela New York University. Pesquisador da Fundação Getulio Vargas, Instituto Brasileiro de Economia (RJ).
@ – fhbf@fgv.br

Recebido em 22.2.2017 e aceito em 8.3.2017.

¹ Instituto Brasileiro de Economia, Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro/ Rio de Janeiro, Brasil.