

# O papel dos preços macroeconômicos na crise e na recuperação

NELSON MARCONI<sup>1</sup>

## Introdução

**O** BRASIL VIVE sua pior crise, como é de conhecimento geral, e o problema não é conjuntural. Nossa estrutura produtiva – definida como a participação dos diversos setores produtivos no valor adicionado – vem se deteriorando há anos e essa é a principal causa da estagnação de nossa produtividade. A última oportunidade que nos foi concedida para modernizarmos nossa estrutura produtiva, o período de *boom* de *commodities* da década passada, foi desperdiçada pela manutenção de um regime macroeconômico que privilegiou apenas o combate à inflação e praticou diversos erros de política econômica, com alguns perdurando até hoje.

O Gráfico 1 demonstra a evolução do PIB *per capita* na economia brasileira, com os valores em reais a preços de 2016, e a relação entre o valor adicionado por trabalhador na economia brasileira e na americana, um indicador do processo de *catching up* (alcance do padrão de renda dos países mais desenvolvidos). Nosso PIB *per capita* cresceu consistentemente até o final dos anos 1970, reduzindo a diferença em relação ao valor adicionado por trabalhador norte-americano. Posteriormente, e mesmo com o crescimento observado na década passada, estamos ampliando essa distância, fato que na literatura econômica se intitula *falling behind*.

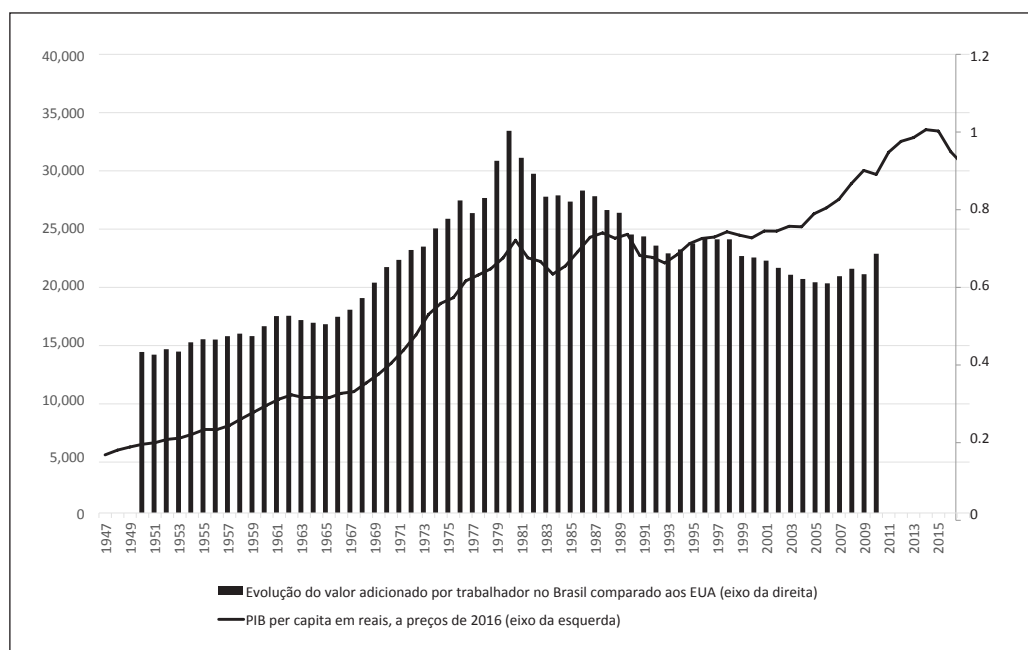
O Gráfico 2 demonstra a evolução de alguns macrossetores da estrutura produtiva da economia brasileira, enquanto o Gráfico 3 apresenta a evolução, a partir de 1981, de componentes do setor de serviços para os quais as informações se encontram disponibilizadas.

O dado a ressaltar na análise é a redução da participação da indústria de transformação no valor adicionado, que em 2016 corresponde à menor da série histórica. Essa redução tem início na década de 1980, justamente quando também começa o processo de *falling behind* da economia brasileira. Os setores de serviços (exceto o comércio) ganham participação no PIB a partir dessa data, principalmente o grupo de outros serviços, que inclui os diversos setores que ofertam serviços tradicionais. Durante o *boom* de crescimento da década passada, outros setores menos dinâmicos que a indústria, como a construção

civil e o comércio, também elevaram sua participação no valor adicionado. A única boa notícia foi o crescimento do setor de serviços de informação, já que o incremento da intermediação financeira não significa, necessariamente, maior crescimento econômico.

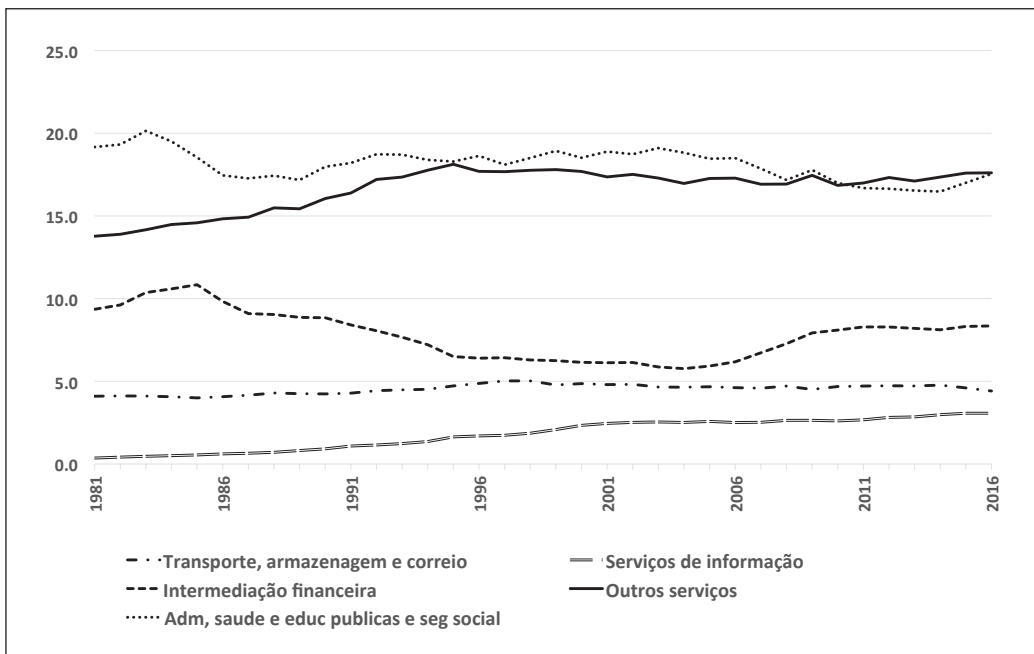
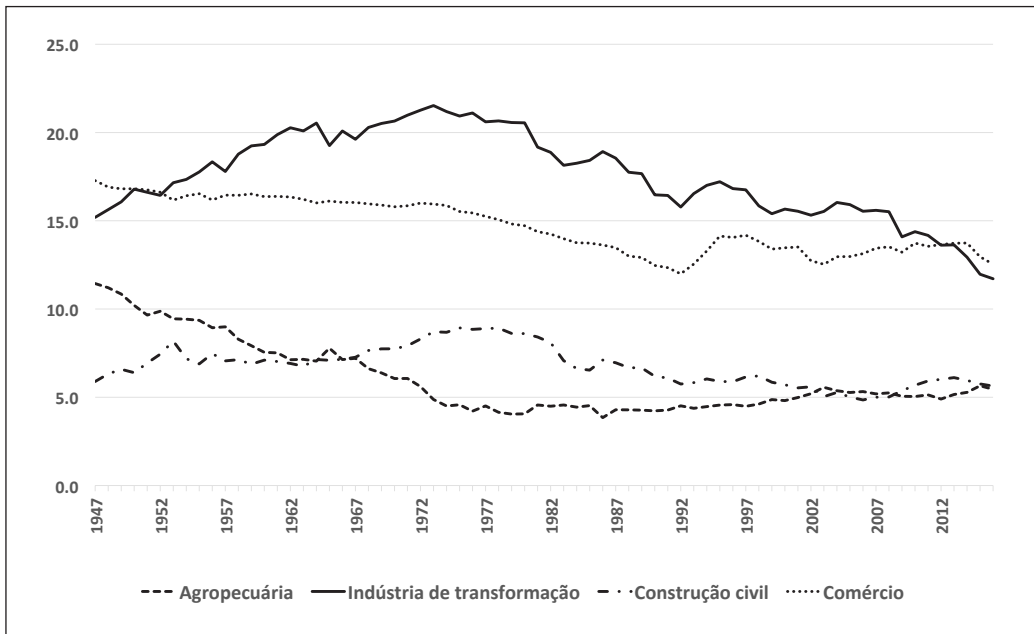
Entende-se desenvolvimento como um processo de acumulação de capital com incorporação de progresso técnico que permita o aumento dos salários e a melhoria das condições de vida da população. Esse processo requer uma participação crescente dos setores modernos na renda nacional, implicando assim a transferência da força de trabalho de setores de baixa renda *per capita* para setores de alta renda *per capita* (o que pressupõe aumento e melhoria da escolaridade média da população).<sup>1</sup> Tais setores são, atualmente, a manufatura e os serviços associados à produção industrial.

O novodesenvolvimentismo intitula esse processo como sofisticação da estrutura produtiva. Na próxima seção, será argumentado que os chamados preços macroeconômicos desempenham um importante papel nesse processo.



Fonte: IBGE e GGDC 10 Sector Database, com cálculos do autor.

Gráfico 1 – Evolução do PIB *per capita* brasileiro e comparação entre a evolução do valor adicionado por trabalhador no Brasil e nos Estados Unidos<sup>2</sup>



Fonte: IBGE e Ipeadata, com cálculos do autor.

Gráficos 2 e 3 – Evolução da participação setorial (em %) no valor adicionado da economia brasileira (cálculo realizado a partir de valores constantes).

## **A relevância dos preços macroeconômicos**

Os mercados são fundamentais para o processo de desenvolvimento econômico e excelentes instituições de coordenação em ambientes competitivos, sendo eficientes na definição de preços e quantidades produzidas para os bens e serviços privados nesse caso. Entretanto, o alcance de um valor de equilíbrio de mercado para os chamados preços macroeconômicos, assim intitulados porque afetam, sem exceção, todos os setores e decisões de investimento em uma economia, não será necessariamente aquele que implicará maior crescimento econômico com equidade. A teoria novodesenvolvimentista classifica cinco preços nessa categoria: a taxa de câmbio, a taxa de juros, a taxa de salários, a taxa de inflação e a taxa de lucro, sendo esta última fortemente influenciada pelas anteriores.

O nível da taxa de câmbio deve garantir o acesso dos empresários à demanda agregada interna e externa, possibilitando aos produtores nacionais eficientes de manufaturados competirem no mercado global em situação de igualdade com seus concorrentes; o da taxa de juros deve propiciar um custo de financiamento ou oportunidade para o investimento inferior à sua rentabilidade e a equalização dos custos financeiros no país com o de seus competidores externos, acrescidos do diferencial de risco; a taxa de salários deve aumentar na mesma proporção que a produtividade do trabalho (a variação pode ser superior apenas quando a produtividade do capital for crescente); a taxa de inflação deve ser suficientemente baixa para evitar uma redução relevante de poder aquisitivo à sociedade e a desorganização da atividade econômica, e todos esses preços, uma vez situados no devido patamar, terminam garantindo uma margem e, conseqüentemente, uma taxa de lucro média (em termos agregados) suficiente para estimular o montante de investimento necessário ao processo de crescimento, e que varia de acordo com o estágio do processo de desenvolvimento de cada sociedade. A manutenção desses cinco preços em seus níveis corretos e o resultante investimento levará, com o auxílio de uma política industrial voltada ao aprimoramento tecnológico, à sofisticação produtiva da economia (Bresser-Pereira; Oreiro; Marconi, 2015).

Quando um país é acometido por um processo de doença holandesa,<sup>3</sup> sua economia pode possuir duas taxas de câmbio de equilíbrio distintas – corrente e industrial. A primeira assegura o equilíbrio em transações correntes, enquanto a segunda assegura a competitividade do setor manufatureiro, equalizando a taxa de lucro dos produtores de manufaturados nacionais e estrangeiros que competem no mercado internacional.<sup>4</sup>

Ambas são distintas porque as margens de lucro nos setores primário e manufatureiro são também diferentes, sendo maiores no primeiro. Dessa forma, a rentabilidade dos setores produtores de bens primários pode se reduzir em função de uma valorização da moeda, mas ainda assim situar-se em um patamar satisfatório para os exportadores. Já a margem de lucro dos produtores de

manufaturados é mais estreita, por não possuírem as mesmas vantagens comparativas no processo produtivo, e a valorização da moeda torna-a insatisfatória rapidamente.

No caso brasileiro, a manutenção da taxa de juros em patamares elevados para controlar o processo inflacionário e atrair capitais externos (supostamente para compensar a carência de poupança interna) termina pressionando por valorizações adicionais da moeda que resultam em déficits em transações correntes e reforça a regressão da estrutura produtiva, apesar da redução da inflação.

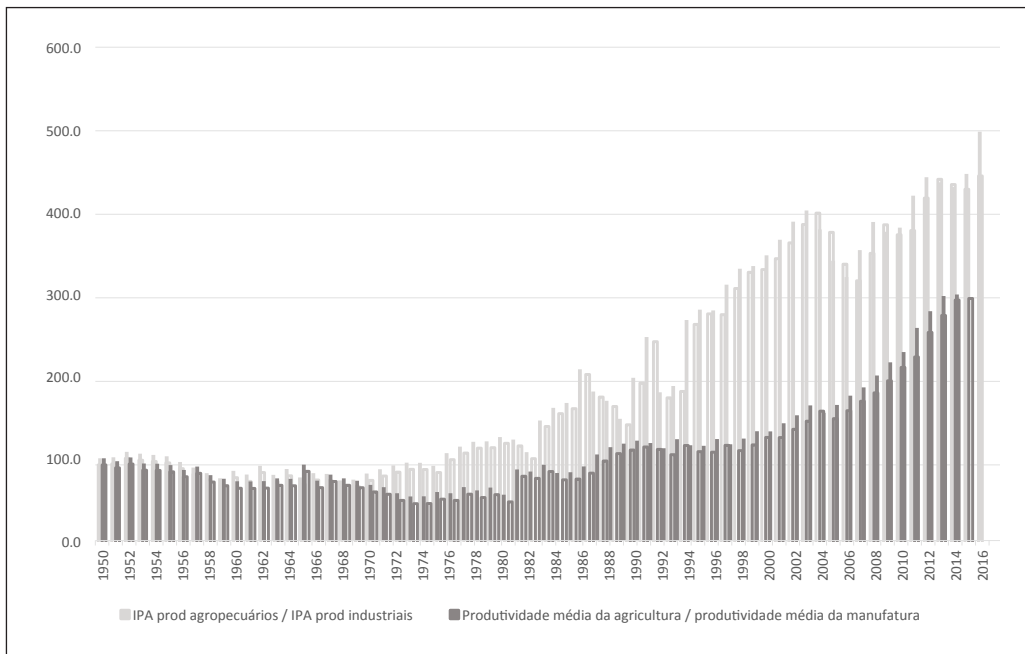
Enquanto o investimento privado depende da comparação entre as taxas de lucro e juros, o investimento público resulta de uma decisão política que se defronta com uma restrição dada pela capacidade de poupança do Estado. Por isso, o novo desenvolvimentismo defende um resultado fiscal que garanta uma poupança pública positiva que suporte, se não a totalidade, a maior parcela dos investimentos públicos necessários.

À luz dessa breve apresentação sobre algumas das principais ideias do arcabouço teórico novo-desenvolvimentista, será discutido o comportamento dos preços macroeconômicos na economia brasileira.

### **Uma análise empírica à luz dos cinco preços macroeconômicos**

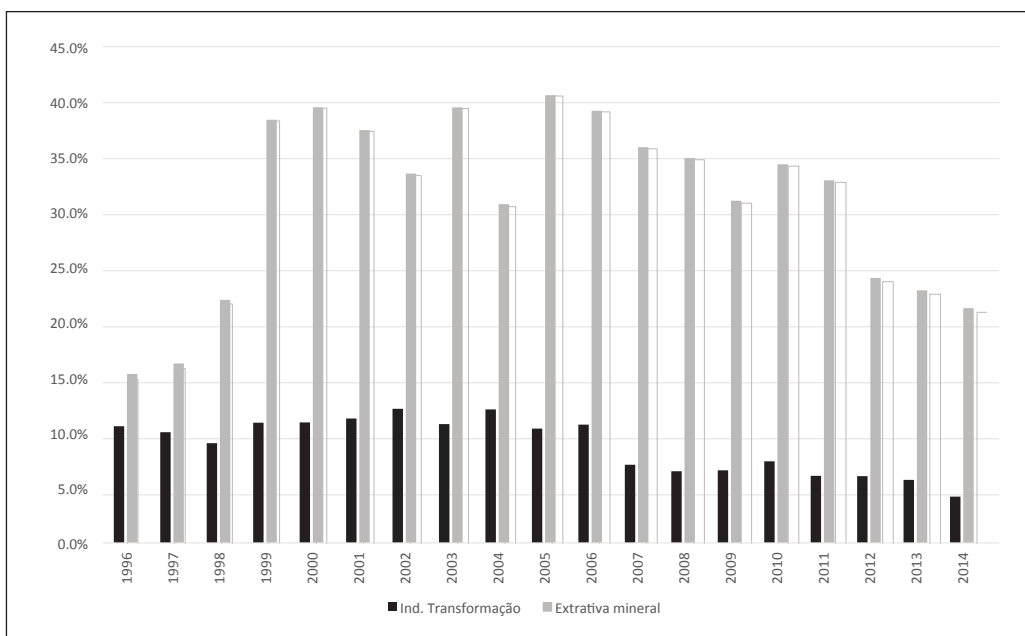
A economia brasileira apresenta fortes indícios de que a rentabilidade de setores primários é superior à observada para os manufaturados. No Gráfico 4, observa-se a evolução relativa de preços e produtividade na agropecuária e na indústria desde 1950. Ambas são favoráveis aos produtos agropecuários. Um aumento da produtividade relativa desses últimos deveria gerar uma queda em seus preços relativos, mas o que se observa é o oposto. Com isso a sua rentabilidade certamente se torna maior. No Gráfico 5, compara-se a rentabilidade dos produtores da indústria extrativa mineral com a dos produtores de manufaturados. A primeira também é bem superior. Nota-se, inclusive, que houve declínio em ambas nos últimos anos, e essa tendência é importante para explicar a queda do investimento e do nível de atividade nos anos recentes. Portanto, conforme argumentou-se anteriormente, as valorizações da moeda deverão afetar mais os setores que produzem manufaturados.

Porém, ao invés de ser mantida em um patamar competitivo, a taxa de câmbio vem passando, desde a década de 1980, por sucessivos períodos de apreciação interrompidos por súbitas desvalorizações causadas por desequilíbrios no balanço de pagamentos, crises globais ou políticas locais. A estabilidade da taxa real de câmbio foi observada no período entre 1969 e 1979, justamente quando a participação da indústria no valor adicionado atingiu seu pico, e posteriormente entre 1995 e 1998, mas em um patamar muito inferior, desfavorável à indústria. Em 2010 e 2011, inclusive, a taxa real de câmbio oscilou em um dos níveis mais baixos da série e ocorreu um acentuado vazamento da demanda interna para o exterior, com a desindustrialização se intensificando posteriormente.



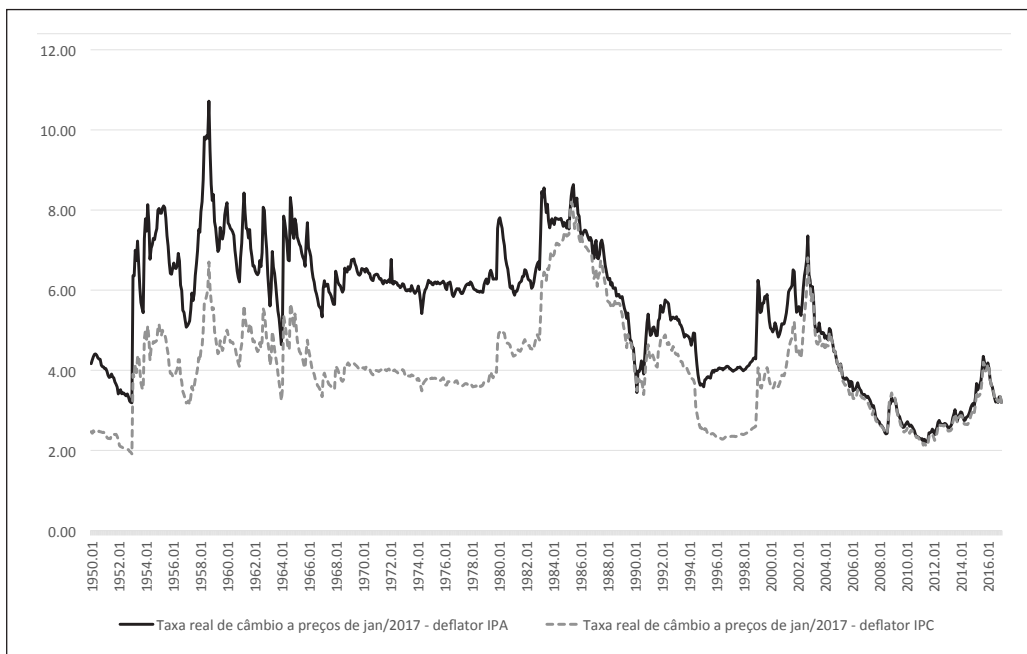
Fonte: Ibre-FGV, GGDC 10 Sector Database e IBGE, com cálculos do autor.

Gráfico 4 – Comparação entre a evolução de preços ao atacado e produtividade nos setores agropecuário e industrial – 1950 = 100.



Fonte: Pesquisa Industrial Anual – IBGE, com cálculos do autor.

Gráfico 5 – Comparação entre a rentabilidade no setor extrativo mineral e na indústria manufatureira – mensurada pela relação entre o resultado de produção e vendas e a receita líquida de vendas (em %).



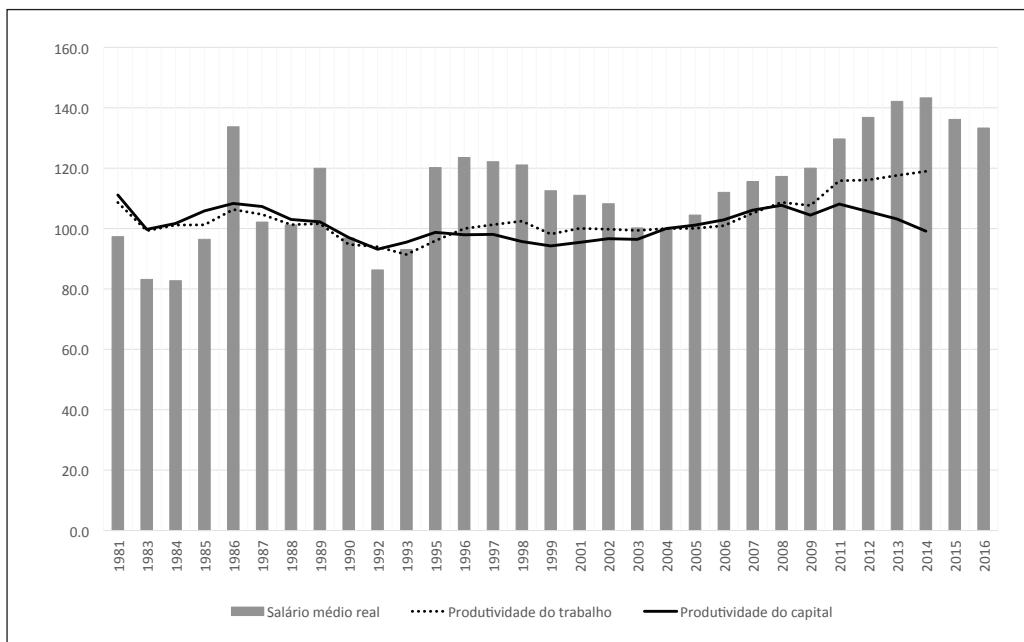
Fonte: Banco Central e Ipeadata, com cálculos do autor.

Gráfico 6 – Taxa real de câmbio entre as moedas brasileira e americana – em reais a preços de janeiro de 2017.<sup>5</sup>

Outros fatores concorreram para essa tendência declinante da taxa de lucro na indústria, quais sejam, o elevado endividamento e custo financeiro e o crescimento dos salários reais acima da produtividade.<sup>6</sup>

De fato, os salários reais começaram a retomar uma trajetória de alta a partir de 2005, revertendo a queda iniciada em 1996, e atingiram em 2014 o patamar mais alto de toda essa série histórica. Essa elevação foi importante para a melhoria da distribuição pessoal da renda e a próprio aquecimento da demanda agregada interna e, por ter sido superior à variação da produtividade média do trabalho, conforme se observa no Gráfico 7, também ocorreu uma redistribuição funcional da renda após 2004.

Uma elevação consistente dos salários reais depende de um aumento também duradouro da produtividade do trabalho e, por seu turno, uma contínua redistribuição funcional da renda em favor dos salários depende, além da produtividade do trabalho, da produtividade do capital, que deve ser positiva e compensar a elevação dos salários superior à da produtividade do trabalho. Do contrário, esse processo deprimirá a taxa de lucro e os investimentos ou gerará aceleração da inflação. A produtividade do capital não exibiu tal comportamento, conforme se observa no Gráfico 7. Por consequência, o movimento de alta dos salários foi abortado após 2014.



Fonte: Ipeadata, IBGE, Banco Central, GGDC 10 Sector Database e Penn World Tables, com cálculos do autor.

Gráfico 7 – Evolução do salário médio real, produtividade do trabalho e do capital – índice 2004 = 100.<sup>7</sup>

Para controlar a inflação e atrair capitais, o Bacen pratica taxas de juros elevadas visando a valorização da moeda. Ao fazê-lo, entretanto, o aumento do custo do capital inviabiliza grande parte dos investimentos produtivos. Basta comparar a rentabilidade obtida pelos produtores de manufaturados, exibida no Gráfico 5, com a taxa real de juros para o capital de giro (ainda que esses não sejam os recursos destinados ao investimento, constituem-se naqueles necessários à operação de uma empresa), que pode ser visualizada no Gráfico 8. Não há, após o Plano Real, período em que essa taxa tenha sido inferior a 10% ao ano. Na maior parte do período considerado, como aliás atualmente tem se situado em torno do patamar de 20% ao ano.

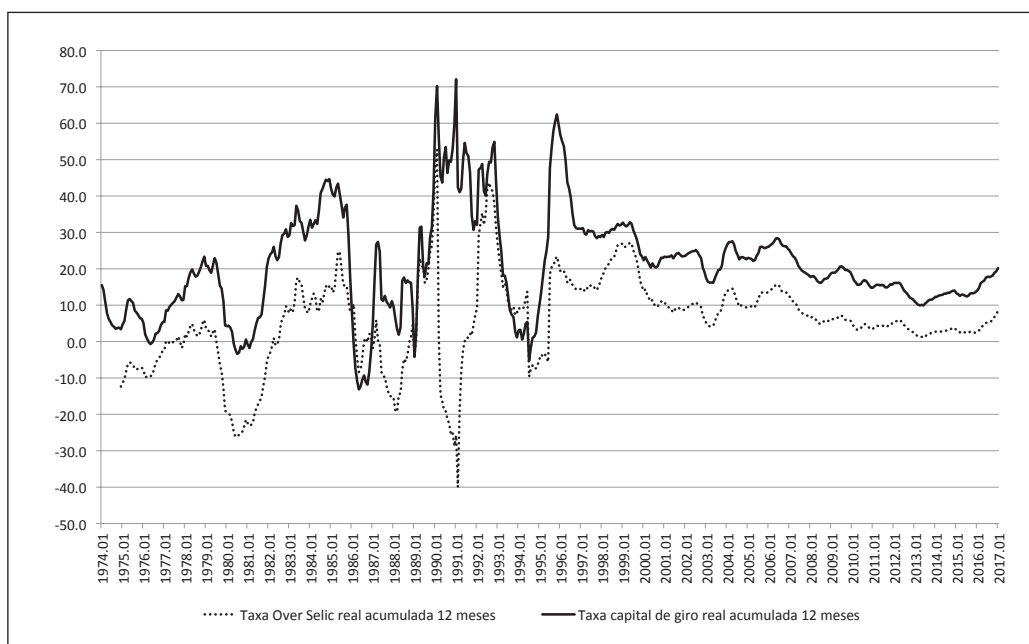
A taxa de juros real atingiu seus menores valores no passado recente em meados de 2011 e 2013, quando o governo tentou romper o binômio juros altos-câmbio valorizado. Essa seria a medida mais importante de política dos últimos anos, talvez desde a queda da inflação pós-plano Real, mas uma mudança de dois preços macroeconômicos, de tal importância e no sentido correto, precisava ser acompanhada de outras medidas. Naquele momento, a inflação estava se acelerando, e o governo deveria ter controlado as pressões inflacionárias através de uma política fiscal mais austera que amenizasse os estímulos à demanda agregada e viabilizasse essa alteração nos preços relativos. Segundo, seria necessário desindexar o mercado de títulos da dívida pública em relação à Selic, para evitar



que as suas alterações impactassem a remuneração dos títulos que financiam a dívida e dificultassem a sua queda. Sem essas medidas complementares, a equipe econômica teve de abortar a tentativa, elevar os juros e reforçou os argumentos contrários à eliminação gradual de tal binômio.

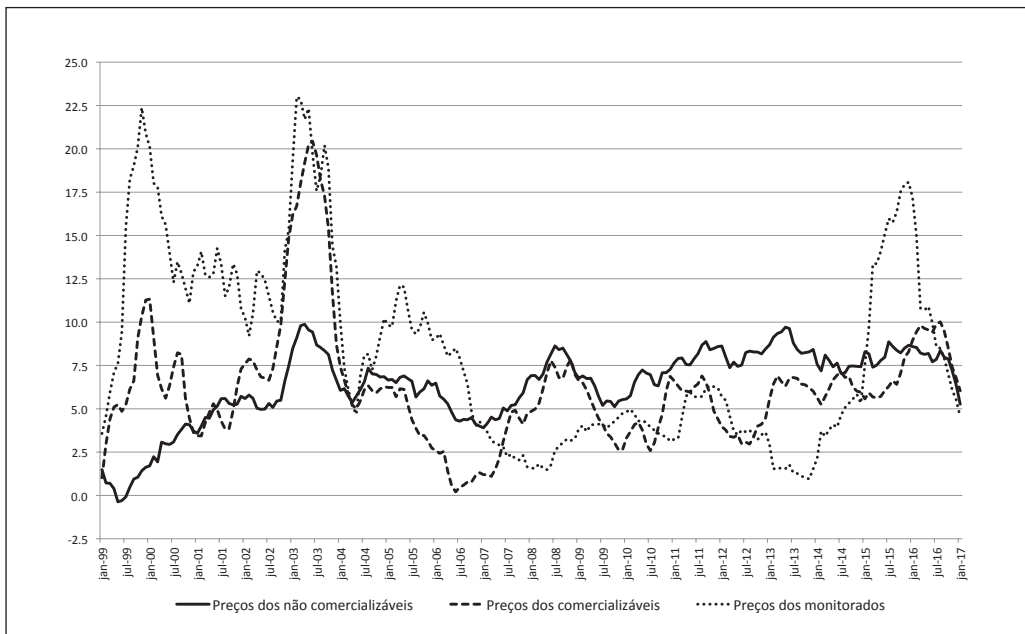
A combinação entre moeda apreciada e taxa de juros alta deteriora a estrutura produtiva do país, mas também eleva o poder de compra da população e gera um efeito riqueza, estimulando a demanda agregada no curto prazo. Nesse processo, os preços dos produtos manufaturados não sofrem pressão acentuada, pois a valorização da moeda restringe a sua alta em razão do crescente influxo de produtos importados. Os preços que sofrem maiores altas são os dos produtos não comercializáveis (alimentos *in natura* e serviços em geral), que desde 2004 apresentam variações superiores às dos produtos comercializáveis (e assim foi até o final de 2015). Por não sofrerem concorrência externa, esses preços se elevam devido às pressões de demanda e, a partir de 2010, passaram a sofrer também a influência do crescente custo unitário do trabalho, que é mais relevante na determinação dos preços em mercados não competitivos que em competitivos.

Em uma economia indexada como a brasileira, e na qual existem poucos mecanismos de flexibilização salarial durante períodos de crise, o efeito da elevação dos juros sobre o custo unitário do trabalho ocorre à custa da geração de um desemprego brutal. Portanto, reduzir a inflação no Brasil de forma mais acelerada e com menores custos sociais requer a desindexação da economia.



Fonte: Bacen e Ipeadata, com cálculos do autor.

Gráfico 8 – Taxa real de juros acumulada em 12 meses (deflator: IPC-FGV).



Fonte: IBGE e Bacen.

Gráfico 9 – Preços dos produtos comercializáveis, não comercializáveis e monitorados (no IPCA) - Var % acumulada em 12 meses.

### Proposições a partir do quadro teórico e do cenário atual

Vimos que os preços macroeconômicos estão, sem exceção, desequilibrados há anos, provocando uma queda da margem de lucro e dos investimentos privados. Os requisitos para o retorno do crescimento duradouro são a correção desses desequilíbrios e a recuperação da poupança pública. Adicionalmente, a distribuição de renda deve ser acelerada por políticas públicas, através da substituição de diversos impostos sobre a produção por impostos de renda progressivos que financiem os importantes benefícios sociais criados na economia brasileira e que constituem salário indireto; a desindexação e a possibilidade de flexibilização de salários em épocas recessivas, com a garantia de retorno à situação anterior quando o crescimento retornar, são instrumentos importantes para auxiliar no controle da inflação, bem como a desindexação da Selic, e que podem reduzir a sobrecarga atribuída à taxa de juros nesse processo, reduzindo as restrições para a sua redução.

Dada a insuficiência de demanda agregada no setor privado e a recente valorização da moeda, que desestimula as exportações de manufaturados e certamente responderão negativamente a essa nova rodada de apreciação, a solução terá que ser gerada, no atual cenário, pela retomada do investimento público, cujo requisito é a recuperação da capacidade de geração de poupança pública.

A Tabela 1 demonstra a evolução da poupança e os componentes da despesa pública ao longo do tempo. As despesas correntes e as receitas se elevam

(como percentual do PIB) após a redemocratização, enquanto os investimentos são menores que no período anterior. A partir de 2014 a evolução das receitas e despesas se descolam, o desequilíbrio fiscal torna-se evidente e a poupança pública despenca, movimento esse reforçado pela alta substancial da despesa com juros. Recuperar a capacidade de investir por parte do Estado é fundamental para a retomada do crescimento.<sup>8</sup>

Tabela 1 – Composição da receita e despesa e poupança pública nos três níveis de governo (exceto empresas públicas), em % do PIB

	1947-63	1964-69	1970-84	1985-94	1995-98	1999-02	2003-08	2009-13	2014	2015	3T 2016
RECEITA CORRENTE	18,5	21,4	24,6	27,4	37,0	39,8	41,6	40,9	39,2	41,1	41,7
REC TRIBUTÁRIA	15,8	21,8	25,4	25,4	29,3	31,6	33,7	33,5	32,8	33,1	33,0
OUTRAS REC CORR	2,7	-0,4	-0,8	2,0	7,7	8,2	7,9	7,4	6,4	8,0	8,7
DESPESA CORRENTE *	16,5	18,6	21,1	30,0	39,2	43,5	43,7	41,2	42,0	47,5	46,3
POUP CONTA CORR *	2,0	2,8	3,5	-2,7	-2,3	-3,7	-2,1	-0,3	-2,8	-6,4	-4,7
INVESTIMENTOS	3,5	4,5	3,2	3,1	2,3	1,9	1,9	2,8	3,0	2,0	1,7
DESPESA TOTAL *	20,0	23,1	24,3	33,2	41,5	45,4	45,6	44,0	44,9	49,5	48,1
RESULTADO GERAL *	-1,5	-1,7	0,3	-5,8	-4,6	-5,7	-4,0	-3,1	-5,8	-8,4	-6,4
DETALHAMENTO DA DESPESA CORRENTE											
CONSUMO - TOTAL	11,4	10,9	10,0	15,3	18,8	19,6	19,8	19,3	19,2	19,9	19,4
SALÁRIOS	6,2	7,5	6,5	8,9	9,0	8,9	8,8	9,6	9,8	10,3	9,9
ENC PATRONAIS **			0,6	1,0	0,9	2,2	2,7	2,9	3,0	3,1	3,1
COMPRA BENS/SERV.	5,3	3,5	3,0	5,6	7,9	8,5	8,3	6,8	6,4	6,5	6,4
SUBSÍDIOS	0,5	1,0	1,9	1,3	0,5	0,4	0,2	0,3	0,5	0,4	0,6
TRANSF. ASSIST E PREV.	4,0	6,4	7,7	9,1	13,1	13,4	13,9	14,0	14,9	15,6	16,4
JUROS *	0,6	0,3	1,4	4,4	6,9	10,1	9,8	7,7	7,4	11,7	10,0
DESPESA PRIMÁRIA	19,4	22,8	22,9	28,8	34,6	35,3	35,8	36,4	37,5	37,8	38,1
RESULT ANTES JUROS	-0,9	-1,4	1,7	-1,4	2,3	4,4	5,7	4,5	1,7	3,2	3,6

Fonte: Centro de Estudos Fiscais (IBRE/FGV) e Estatísticas Históricas do IBGE para 1947 a 1999, Contas Nacionais para 2000 a 2014 e Demonstrativos de Operações do Governo Geral (da STN) para 2015 e 2016; dados estimados para estes dois últimos anos.

A despesa corrente corresponde à soma de consumo, subsídios, transf. assis. e previd. e juros.

A poupança em conta corrente corresponde à receita corrente (-) despesa corrente.

A despesa total corresponde à soma da despesa corrente e dos investimentos.

A despesa primária corresponde à soma de consumo, subsídios, transf. assis. e previd. e investimentos.

\* Exclui a correção monetária entre 1970 e 1994.

\*\* Informação disponível a partir de 1970.

Em suma, os desequilíbrios dos preços macroeconômicos e a ausência de investimentos públicos explicam parcela relevante da atual crise econômica do país. A sociedade brasileira precisa se conscientizar da necessidade de formular e acordar uma estratégia nacional de desenvolvimento que abandone o regime

que estabeleceu o binômio juros alto – câmbio valorizado. Do contrário, nossa estrutura produtiva continuará regredindo e a renda crescerá a taxas irrisórias.

## Notas

- 1 A diferenciação entre serviços modernos e tradicionais reside nas características de seu conteúdo tecnológico e da capacidade de elevar a sua produtividade, bem como a de outros setores.
- 2 O número 1 na escala do gráfico não significa que alcançamos o valor observado na economia americana, mas apenas que naquele ano a diferença foi a menor já registrada.
- 3 Sobre o tema, ver Bresser-Pereira (2008), Corden e Neary (1982), Frankel (2010), Palma (2005) e Sachs e Warner (2001), dentre vários outros autores.
- 4 O custo unitário do trabalho corresponde ao salário médio dividido pela produtividade do trabalhador. A metodologia de cálculo da taxa de câmbio de equilíbrio industrial encontra-se em Marconi (2012).
- 5 Seria possível argumentar que a produtividade se elevou no período e a taxa de câmbio real necessária hoje é inferior à observada no passado. Entretanto, como vimos no Gráfico 1, a produtividade brasileira evoluiu menos que a americana após 1981.
- 6 Os dados sobre a evolução recente do endividamento das empresas podem ser observados em Cemec (2016).
- 7 O dado referente ao salário médio real é oriundo da PNAD anual, portanto corresponde ao valor de setembro de cada ano. O valor de 2016 foi calculado a partir das informações da PNAD contínua para o mesmo mês. A produtividade do trabalho foi calculada pela divisão entre o valor adicionado e a evolução do emprego, enquanto a produtividade do capital corresponde à divisão entre o valor adicionado e o estoque de capital da economia. Sobre a metodologia de cálculos das variáveis integrantes das “Penn World Tables”, ver Feenstra, Inklaar e Timmer (2015).
- 8 Sobre uma proposta de composição do ajuste fiscal, ver Marconi e Brancher (2016).

## Referências

- BRESSER-PEREIRA, L. C. The Dutch disease and its neutralization: a Ricardian approach. *Revista de Economia Política*, v.28, n.1, p.47-71, 2008.
- BRESSER-PEREIRA, L. C.; OREIRO, J. L.; MARCONI, N. *Developmental Macroeconomics*. London: Routledge Ed., 2015.
- CEMEC. *Endividamento das empresas brasileiras – metade das empresas não gera caixa para cobrir despesas financeiras em 2015/2016*. NOTA CEMEC 06/2016, Centro de Estudos do Instituto IBMEC, 2016.
- CORDEN, W. M.; NEARY, P. Booming sector and de-industrialisation in a small open economy. *Economic Journal*, v.92, n.368, 1982.
- FEENSTRA, R. C.; INKLAAR, R.; TIMMER, M. P. The Next Generation of the Penn World Table. *American Economic Review*, v.105, n.10, p.3150-82, 2015.

- FRANKEL, J. A. *The natural resource curse: a survey*. NBER Working Paper Series, nº 15836. Cambridge: National Bureau of Economic Research, 2010.
- MARCONI, N. The industrial equilibrium exchange rate in Brazil: an estimation. *Revista de Economia Política*, v.32, p.656-69, 2012.
- MARCONI, N.; BRANCHER, M. C. Ajuste fiscal é fundamental, mas proposta é equivocada. *Folha de S.Paulo*, São Paulo, 27 nov. 2016.
- PALMA, G. Four sources of “de-industrialization” and a new concept of Dutch Disease. In: OCAMPO, J. A. (Ed.) *Beyond reforms: structural dynamics and macroeconomic vulnerability*. Stanford: Stanford University Press; World Bank, 2015.
- SACHS, J. D.; WARNER A. M. The curse of natural resources. *European Economic Review*, v.45, p.827-38, 2001.

*Nelson Marconi* é professor da Escola de Economia de São Paulo da Fundação Getúlio Vargas e da Pontifícia Universidade Católica de São Paulo. Coordenador do Centro de Estudos do Novodesenvolvimentismo e presidente da Associação Keynesiana Brasileira entre 2015 e 2017. O artigo reflete apenas a opinião pessoal do autor.

@ – Nelson.Marconi@fgv.br

Recebido em 14.3.2017 e aceito em 27.3.2017.

<sup>1</sup> Escola de Economia de São Paulo, Fundação Getúlio Vargas, São Paulo / São Paulo, Brasil.