

# Crise e perspectivas para a economia brasileira

LUIZ FERNANDO DE PAULA <sup>I</sup>

e MANOEL PIRES <sup>II</sup>

## Introdução

A ECONOMIA brasileira, após um período de expansão (2004-2013), em que a taxa de crescimento média foi de 4,0% a.a., acompanhado por um processo de melhoria na distribuição de renda e na pobreza, contraiu abruptamente a partir de 2014, vindo a sofrer uma forte e prolongada recessão em 2015-2016, com uma taxa de crescimento do PIB média negativa em 3,7%, acompanhado de uma piora em vários indicadores sociais. A discussão sobre as causas da desaceleração econômica e da recessão que a seguiu tem sido bastante acalorada, passando por interpretações que atribuem a crise às políticas intervencionistas implementadas recentemente, até aquelas interpretações que sustentam que a recessão é consequência das políticas contracionistas adotadas em 2015/2016 (ou do chamado “austericídio”).

É indubitável, contudo, que o “espaço de política” para adoção de políticas econômicas autônomas reduziu bastante no Brasil, em função da aceleração inflacionária, piora nos prêmios de risco, desvalorização cambial, deterioração fiscal etc.

O objetivo deste artigo é: (i) analisar o ciclo de expansão recente e de desaceleração da economia brasileira (2003-2016); (ii) discutir alternativas de política econômica com vistas à superação da atual crise econômica. Sustentamos que, por um lado, houve problemas de coordenação na política econômica adotada no período analisado que contribuíram para sua desaceleração, e, por outro, a retomada do crescimento em base sustentável requer a recuperação dos instrumentos clássicos de política econômica e uma boa coordenação entre políticas de curto e de longo prazos.

O artigo está dividido em quatro seções, além desta introdução. A primeira seção analisa o comportamento da economia brasileira no período 2003-2016, assim como as políticas econômicas adotadas nesse período. A segunda avalia por que o “*credit crunch*” e o excesso de endividamento contribuíram para retardar a recuperação. Já a terceira seção sugere algumas políticas que contribuam para a superação da crise econômica. Por fim, a quarta seção conclui o artigo.

## **A economia brasileira no período recente (2003-2016)<sup>1</sup>**

A economia brasileira desde o início dos anos 1980 tem tido um com-

portamento *à la stop-and-go*, alternando pequenos ciclos de crescimento com desacelerações econômicas, muitas vezes abruptas. Esse padrão de crescimento se reproduz ao longo dos anos 2000: em 2000, o PIB cresceu 4,3%; entre 2001 e 2003 houve uma forte desaceleração (nesse período o PIB cresceu a uma taxa média de 1,7% ao ano); entre 2004 e 2008, a economia brasileira cresceu a uma média anual de 4,8%; em 2009 houve uma breve recessão devido ao contágio da crise mundial; em 2010 a economia cresceu 7,6%, vindo a desacelerar em 2011/2014 para 2,4% a.a. em média; e em 2015-2016 a economia entrou em forte e prolongada recessão, com crescimento negativo médio de -3,7% a.a., puxado para baixo tanto pelo setor de serviços quanto industrial.

Tabela 1 – Crescimento do PIB real (% a.a.)

	PIB	Agricultura	Indústria	Serviço
2001	1,4	5,2	5,4	2,1
2002	3,1	8,0	15,2	3,1
2003	1,1	8,3	4,6	1,0
2004	5,8	2,0	-0,5	5,0
2005	3,2	1,1	6,8	3,7
2006	4,0	4,6	6,5	4,3
2007	6,1	3,2	2,9	5,8
2008	5,1	5,8	4,1	4,8
2009	-0,1	-3,7	-2,1	2,1
2010	7,5	6,7	14,9	5,8
2011	3,9	5,6	3,3	3,4
2012	1,9	-3,1	-2,1	2,9
2013	3,0	8,4	-3,0	2,8
2014	0,5	2,8	-1,5	1,0
2015	-3,8	3,6	-6,3	-2,7

Fonte: IBGE.

O primeiro mandato de Lula da Silva (2003-2006), após uma crise de confiança de 2002, caracterizou-se pela continuidade do chamado tripé da política macroeconômica adotado desde 1999, constituído pelo regime de metas de inflação, metas de superávit primário e regime de câmbio flutuante. Nesse contexto, tanto a política monetária quanto a política fiscal foram conduzidas de forma ortodoxa, caracterizadas por uma alta taxa de juros (embora com trajetória decrescente) e um amplo superávit primário.

É importante ressaltar que a recuperação econômica a partir de 2004 foi puxada, inicialmente, pelo *boom de commodities* e, depois, pelo aumento no consumo das famílias, devido ao maior estímulo ao crédito bancário e ao aumento da renda real das famílias. Em face dos enormes influxos de capitais externos

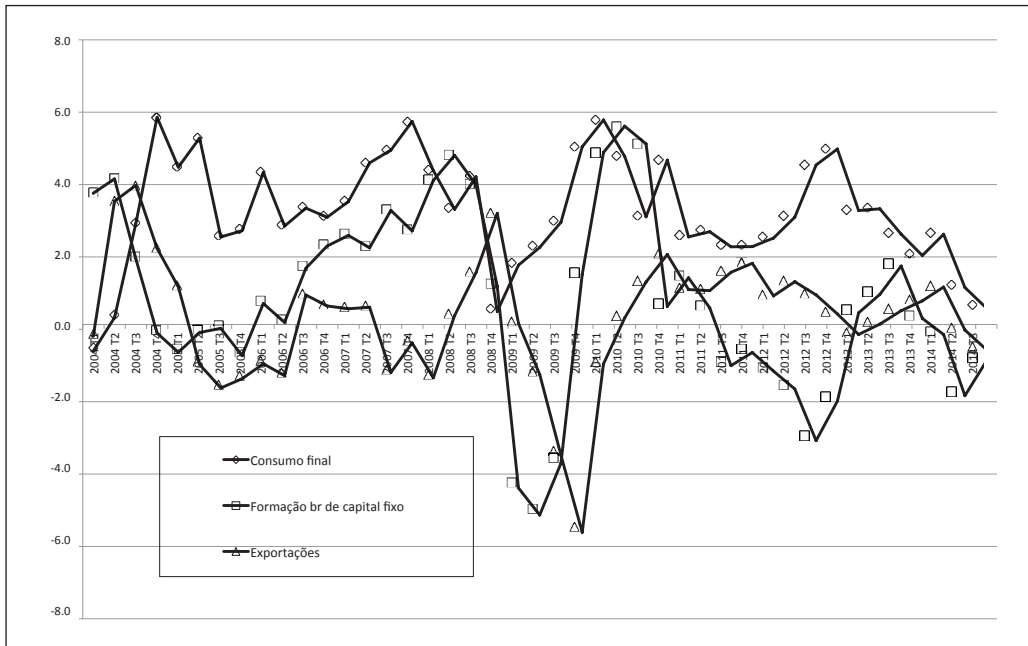
e do superávit comercial, houve uma significativa apreciação da moeda, que contribuiu para política de redução da inflação. Ao mesmo tempo o Tesouro reestruturou a dívida externa pública e o Banco Central acumulou reservas: o setor público passou de um devedor líquido de US\$ 57,8 bilhões no final de 2002 para uma posição credora líquida de US\$ 95,9 bilhões no final de 2007, o proveu maior “*policy space*” para políticas anticíclicas.

O contágio da crise do Lehman Brothers sobre a economia brasileira, a partir de setembro de 2008, foi bastante agudo e rápido: saída de capitais estrangeiros aplicados em bolsa; redução da oferta de crédito externo para bancos e firmas; aumento das remessas de lucros e dividendos por parte de subsidiárias de empresas multinacionais; retração do mercado de crédito doméstico; e “empocamento” de liquidez no mercado interbancário.

Na ocasião, o governo Lula respondeu com uma grande variedade de instrumentos, incluindo: medidas de reforço à liquidez do setor bancário; linha temporária de crédito para as exportações; intervenções do Banco Central do Brasil (BCB) no mercado cambial; estímulo à expansão do crédito por parte dos bancos públicos; redução do IPI para automóveis, eletrodomésticos e produtos de construção; aumento do período de concessão do seguro-desemprego; e criação de um programa de construção de moradia popular (“Minha Casa, Minha Vida”).<sup>2</sup> A nota destoante foi a manutenção da taxa de juros elevada por parte do BCB na gestão Henrique Meirelles até janeiro de 2009, contrastando com a política fiscal anticíclica e a política creditícia dos bancos públicos.

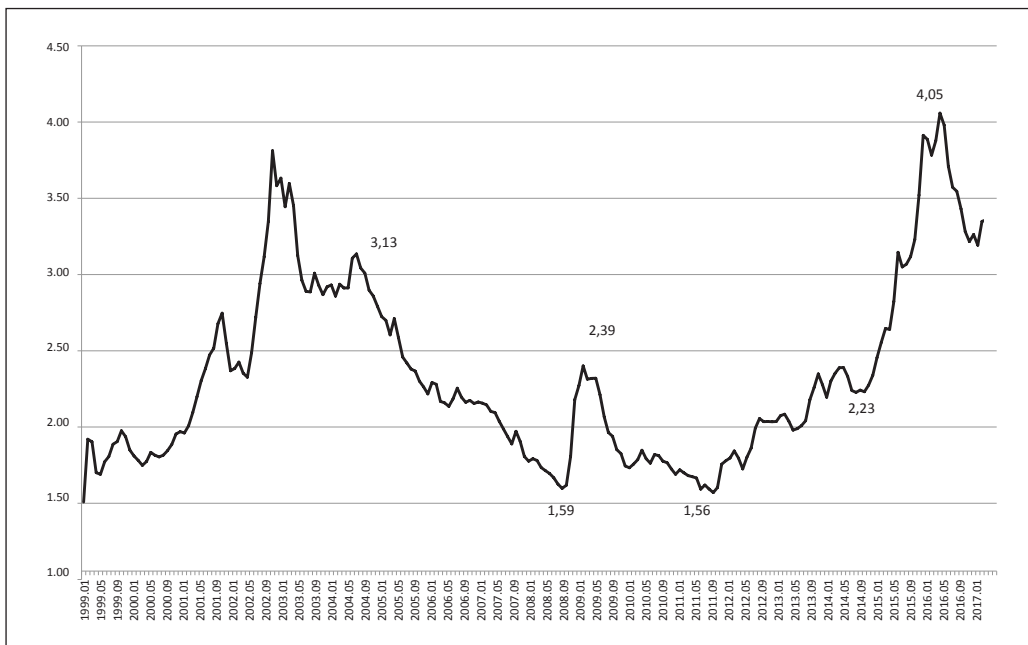
Assim, o governo conseguiu evitar uma deterioração mais drástica das expectativas, logrando êxito na recuperação econômica a partir de meados de 2009. Em particular, o crescimento da formação bruta de capital fixo e do consumo contribuiu para a recuperação da economia no segundo semestre (Gráfico 1). Em resposta à restauração da confiança dos agentes e à ampliação do nível de utilização da capacidade instalada da indústria, o investimento cresceu de 17% do PIB (1º trimestre de 2009) para 20,5% no 3º trimestre de 2010. As exportações foram favorecidas pela forte melhora nos termos de troca, devido principalmente à retomada da economia chinesa em 2009 e à recuperação da economia mundial em 2010.

No contexto da recuperação rápida da economia brasileira e de uma nova onda de fluxos de capital para economias emergentes a partir de meados de 2009, o Brasil voltou a enfrentar enormes fluxos de capitais de curto prazo impulsionados por um alto diferencial entre as taxas de juros internas e externas. Assim, a moeda brasileira registrou uma enorme valorização em 2009 (Gráfico 2), a mais forte entre os países emergentes.



Fonte: Ipeadata (2007).

Gráfico 1 – Contribuição para crescimento do PIB (%).



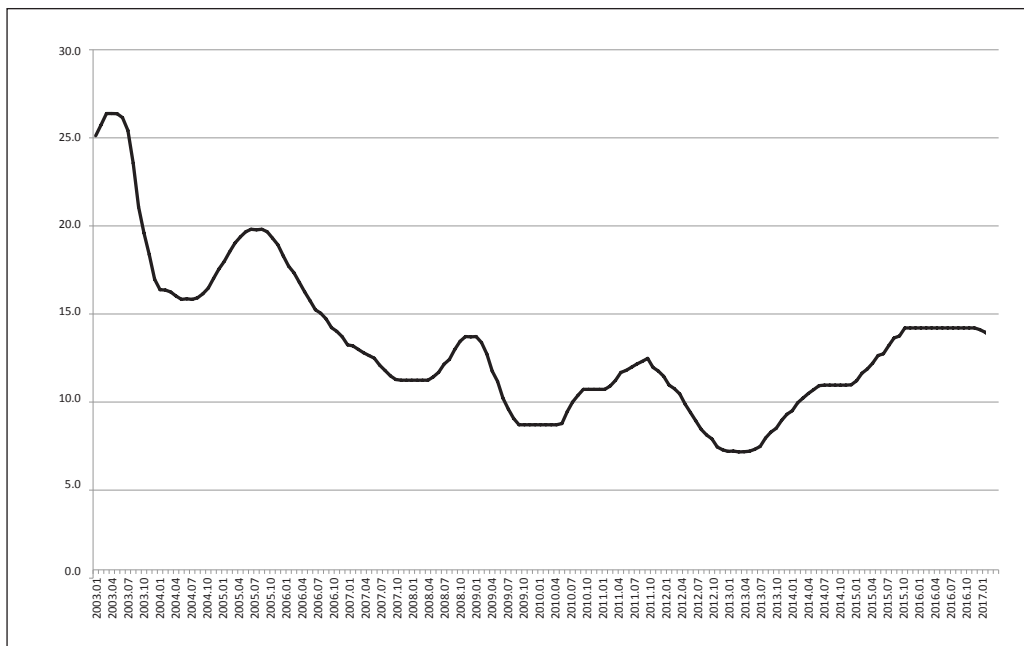
Fonte: BCB (2017).

Gráfico 2 – Taxa de câmbio (R\$/USD).

Nesse cenário, o Ministério da Fazenda impôs um IOF de 2% sobre as entradas de aplicações em ações e de renda fixa de não residentes. No entanto, esse controle de capitais foi ineficaz em face da abundante liquidez no mercado financeiro internacional, devido às políticas monetárias expansionistas adotadas pelos países avançados e à alta taxa de juros doméstica. Assim, a partir de outubro de 2010, os controles de capitais foram reforçados e as lacunas foram sendo fechadas, e, com o receio de aumentar o risco sistêmico no sistema financeiro, devido ao rápido aumento da oferta interna de crédito, o governo brasileiro decidiu implementar políticas macroprudenciais. No início de seu mandato presidencial, Dilma Rousseff adotou uma política econômica mais contracionista para reduzir a demanda agregada e conter a inflação: aumento da taxa de juros e a definição de metas fiscais nos níveis observados antes da crise de Lehman Brothers: o superávit primário passou de 2,8% do PIB em dezembro de 2010 para 3,7% em agosto de 2011.

O governo Dilma foi marcado pela gradual piora no cenário internacional devido à crise do Euro, à fraca recuperação norte-americana e à desaceleração dos países emergentes – a taxa de crescimento médio da economia mundial caiu de 5,1% em 2010 para 3,8% em 2011, 3,3% em 2012, 3,1% em 2013, e 3,1% em 2014. Quanto à política econômica, destacaram-se mudanças no *mix* e nos instrumentos de política, com uso de medidas macroprudenciais monetárias e cambiais, forte redução na taxa Selic (de 12,5% em julho de 2011, para 7,5% em agosto de 2012) e uma desvalorização cambial de 25% (entre agosto de 2011 e maio de 2012).

Devido ao bom desempenho fiscal no 1º semestre de 2011, o Ministério da Fazenda pôde adotar medidas fiscais para estimular o setor industrial, combatido pelo câmbio ainda apreciado e pela acirrada competição externa. O principal instrumento foi a isenção fiscal, incluindo a redução do IPI sobre bens de capital e a desoneração da folha de pagamento de setores intensivos em mão de obra, permitindo a mudança na cobrança da contribuição previdenciária de 20% sobre o salário por taxas de 1% (ou 2%) sobre os lucros das firmas. No 2º trimestre de 2012 foram adotadas medidas adicionais no âmbito do “Plano Brasil Maior”: a ampliação da desoneração da folha de pagamento para outros setores; a redução do IPI de alguns bens duráveis; a postergação do recolhimento do PIS/Cofins; e a redução da alíquota de IOF sobre operações de crédito a pessoas físicas. Em 2013, algumas medidas de incentivos fiscais foram mantidas, porém, por um lado, o governo sinalizou um ligeiro ajuste fiscal e, por outro, o BCB voltou a elevar a Selic, fechando o ano em 10%. Em 2014 verificou-se um tendência de deterioração fiscal – o déficit nominal passou de 3,0% do PIB em 2013 para 6,1% do PIB em 2014, em função da queda das receitas tributárias (desonerações fiscais e redução do PIB) e do impacto dos juros sobre dívida pública (Tabela 2).



Fonte: BCB (2017).

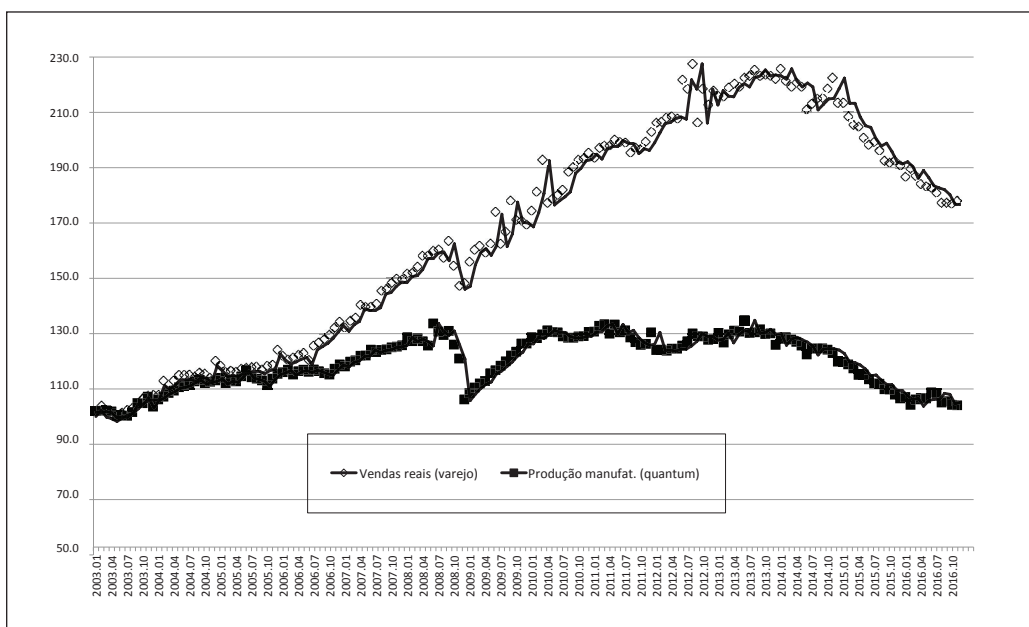
Gráfico 3 – Taxa Selic (% a.a.).

Tabela 2 – Dados fiscais e dívida pública (% do PIB)

	Resultado primário	Serviço da dívida	Resultado nominal	Dívida líquida	Dívida bruta
2003	3.2	8.4	5.2	54.3	n.d.
2004	3.7	6.6	2.9	50.2	n.d.
2005	3.7	7.3	3.5	47.9	n.d.
2006	3.5	6.7	3.6	46.5	55,5
2007	3.2	6.0	2.7	44.6	56,7
2008	3.3	5.3	2.0	37.6	56
2009	1.9	5.1	3.2	40.9	59,2
2010	2.6	5.0	2.4	38.0	51,8
2011	2.9	5.4	2.5	34.5	51,3
2012	2.2	4.5	2.3	32.2	53,8
2013	1.7	4.7	3.0	30.7	51,5
2014	-0.6	5.5	6.1	32.7	56,3
2015	-1,9	8,4	10,2	35,6	65,3
2016	-2,5	6,5	9	46	69,6

Fonte: BCB (2017).

A despeito das políticas anticíclicas, o crescimento econômico a partir de 2011 desapontou. O mau desempenho da formação bruta de capital fixo foi o que mais contribuiu para a desaceleração da economia. No lado doméstico, o produto industrial parou de crescer em consequência, principalmente, do aumento do coeficiente de importações, que passou de 17,0% no 4º trimestre de 2009 para 22,0% no 4º trimestre de 2011, mantendo-se elevado desde então. O *quantum* da produção industrial estagnou desde 2010, enquanto as vendas no comércio varejista continuaram aumentando até 2013, e em 2014 passou a reduzir num quadro de desaceleração econômica (Gráfico 4). Assim, os estímulos dados à demanda vazaram para o exterior, não beneficiando as empresas industriais domésticas, uma vez que essas não tiveram “acesso” a essa maior demanda.



Fonte: Ipeadata (2015).

(\* ) Inclui também as atividades materiais de construção e veículos, motos, partes e peças.

Gráfico 4 – Produção industrial (quantum) e vendas reais no varejo ampliado\* (100 = Jan./2003).

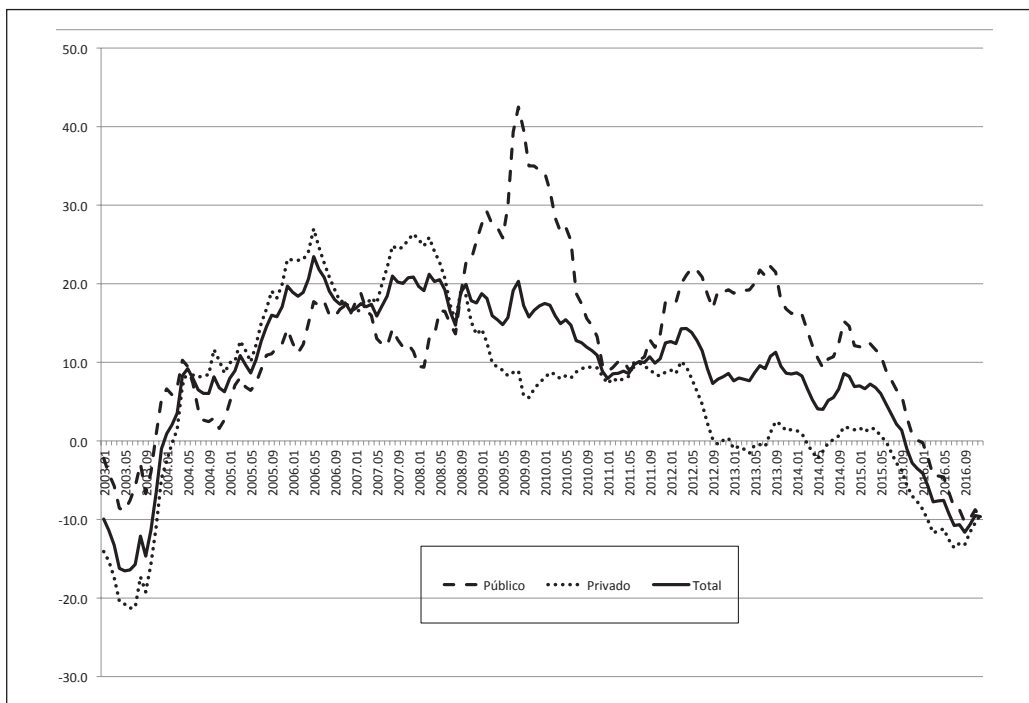
As exportações declinaram 12,0% em 2014, comparativamente a 2011, enquanto as importações aumentaram 1,2%. Assim, o saldo comercial foi reduzido de US\$ 29,8 bilhões para US\$ 3,9 bilhões. De fato, tanto os termos de troca quanto a demanda mundial declinaram devido à desaceleração econômica mundial. As evidências empíricas de vários trabalhos acadêmicos, estimando a função exportação para o Brasil, sugerem que o efeito preço (taxa de câmbio) é superado largamente pelo efeito renda mundial.<sup>3</sup> Esse resultado ajuda a entender por que a desaceleração econômica mundial em 2012 anulou os efeitos positivos da desvalorização cambial sobre as exportações brasileiras.

Finalmente, a dinâmica dos gastos públicos não foi capaz de compensar a desaceleração geral dos outros componentes da demanda: a política fiscal anticíclica em 2011 e 2012 foi muito limitada quando comparada ao período anterior e a composição da expansão fiscal limitou o seu efeito anticíclico, dada a prevalência de isenções ao invés dos gastos públicos. Os investimentos públicos representaram apenas 1,1% do PIB em 2012, e declinaram desde então. Assim, o impulso fiscal como um todo teve pouco significativo sobre a atividade econômica em 2011 e 2012.

Entre 2010 e 2014, o governo apostou que a mudança no *mix* de política econômica (redução da Selic e desvalorização cambial) – a chamada “Nova Matriz Econômica” – somada às isenções fiscais seriam suficientes para impulsionar conjuntamente oferta e demanda agregada de bens. Quando ficou claro que não seria o caso, procurou implementar medidas *ad hoc* para estimular o crescimento, como a extensão da desoneração de folha de pagamento para mais setores. Tal ação, contudo, não foi bem coordenada e careceu de consistência: a adoção de uma política fiscal anticíclica se justificava face ao baixo desempenho da economia, mas veio atrasada, privilegiou isenções fiscais ao invés de investimentos públicos e foi mal comunicada aos agentes. Em 2013-2014, para compensar a política monetária restritiva, o governo continuou a expandir os gastos públicos e, em consequência, o resultado fiscal primário caiu de 1,7% do PIB em 2013 para -0,6% do PIB em 2014 (Tabela 2).

A partir do final de 2014 há uma nova reversão na trajetória da economia brasileira, observando-se uma forte redução nas vendas no mercado varejista (Gráfico 4). De fato, em 2015-2016 a economia sofreu uma série de choques – deterioração dos termos de troca, ajuste fiscal, crise hídrica, desvalorização da moeda, o aumento da taxa de juros Selic etc. – que contribuíram para reduzir ainda mais o crescimento econômico, que desacelerou acentuadamente para -3,6% em média no período. Vários outros efeitos secundários aprofundaram a recessão como o aumento da taxa de juros, aumento do desemprego, a queda da renda, a contração do mercado de crédito e a redução dos investimentos públicos (Pires, 2016b). Devido ao reajuste de preços monitorados (energia, petróleo) e o choque causado pela forte desvalorização cambial (taxa de câmbio quase duplicou desde meados de 2014 e final de 2015), o IPCA passou de 6,4% a.a. em 2014 para 10,7% a.a. em 2015. A combinação de recessão com o aumento das taxas de juros causou uma enorme desaceleração da oferta de crédito, que acabou resultando em um “*credit crunch*”, que, por sua vez, tem atrasado a recuperação da economia (Gráfico 5; ver ainda a segunda seção).





Fonte: BCB (2017).

(\*) Taxa de crescimento em relação aos valores de 12 meses anteriores. Valores deflacionados pelo IGP-DI para dezembro de 2016.

Gráfico 5 – Crescimento real do saldo de crédito por controle de capital\*

Em 2015, após a reeleição de Dilma Rousseff, o governo – com o Ministério da Fazenda sob comando de Joaquim Levy – alterou sua condução econômica para políticas mais ortodoxas. O principal objetivo foi implementar um ajuste fiscal, principalmente pelo lado das despesas públicas, entendidas como fundamentais para retomar a confiança dos agentes, tida como necessária para recuperação da economia. Para esse propósito, o governo estabeleceu uma meta inicial de superávit primário de 1,2% do PIB, e implementou um conjunto de medidas para reduzir os gastos públicos (principalmente via contingenciamento), reajustou de forma acelerada preços monitorados (energia e petróleo), enquanto o BCB, que já estava implementando uma política monetária restritiva desde abril de 2013, aumentou ainda mais a taxa de juros Selic em face do aumento na inflação (Gráfico 3).

Após fechar o ano 2014 com um déficit primário de 0,57% do PIB, o governo federal anunciou um programa de consolidação fiscal estabelecendo uma meta de resultado primário de 1,2% do PIB para 2015 e 2% do PIB para 2016, com o objetivo de estabilizar a dívida pública. Na época do anúncio, a expectativa era de que a economia poderia se expandir em 0,8% em 2015. Na medida em que a situação econômica foi se deteriorando e o desempenho das receitas decepcionava, o governo federal começou a reduzir suas despesas para

atender a legislação fiscal. Em julho, o governo anunciou a revisão da meta fiscal em um montante que se mostrou insuficiente para acomodar a queda adicional de receitas. Assim, o governo teve que revisar suas metas fiscais sucessivamente, e o resultado fiscal primário piorou de -0,6% do PIB em 2014 para -1,9% do PIB em 2015, enquanto o resultado fiscal nominal se deteriorou bruscamente para -10,2% do PIB (piora no déficit primário e aumento no serviço da dívida) (Tabela 2).

De acordo com a SPE (2016), a política fiscal em 2015 foi contracionista em 1,1 p.p. do PIB. Por conta dos vários choques sobre a atividade, de um ambiente político que se acirrava e dificultava a aprovação de medidas importantes e em função da incerteza sobre o equacionamento da situação fiscal, os prêmios de risco se elevaram, contaminando as expectativas no setor privado. Assim, um ajuste que significava uma revisão de políticas com pouco resultado resultou em uma contração significativa sobre o crescimento da economia.

No início de 2016, Nelson Barbosa, o novo ministro da Fazenda, anunciou sua agenda de medidas para o ano: estabelecimento de um limite para o crescimento dos gastos de custeio e de pessoal (criação de um teto para folha de pagamentos), recriação da CPMF, desvinculação de parte das receitas fiscais, simplificação do sistema tributário (PIS/Cofins) e reforma da previdência (cuja proposta não chegou a ser apresentada). Seu grande desafio era estabelecer uma estratégia de consolidação fiscal que fosse capaz de reverter a trajetória ascendente de aumento nos gastos públicos que contraditoriamente comprometia a capacidade de implementação de políticas públicas do governo no longo prazo. Contudo, ao longo de 2016, a propagação da crise política praticamente paralisou as ações do governo que não pôde implementar nenhuma agenda da política econômica.

### *“Credit crunch”*

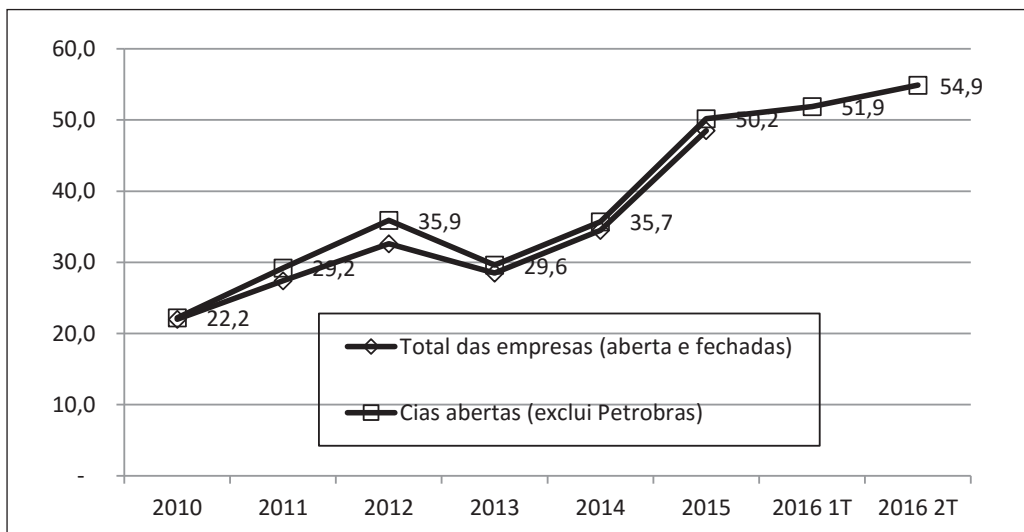
Minsky (1982) elaborou um modelo teórico que ficou conhecido como “hipótese de fragilidade financeira”, segundo o qual as flutuações cíclicas da economia resultam da maneira como as firmas financiam suas posições de carteira, com a fragilidade se elevando em períodos de crescimento devido ao aumento do número de agentes com posturas especulativas e *Ponzi*. Enquanto as unidades *hedge* se caracterizam por suas posturas conservadoras, com margem de segurança positiva para qualquer aumento provável na taxa de juros, unidades *especulativas* são aquelas que nos períodos iniciais de um projeto de investimento seus lucros esperados não são suficientes para pagar a totalidade do principal da dívida, pois espera-se que nos períodos seguintes os agentes obtenham um excesso de receita que compense as situações iniciais de déficit. Já as unidades *Ponzi* são um caso extremo de unidade especulativa, em que no futuro imediato seus lucros não são suficientes nem mesmo para pagar o valor dos juros devidos, tornando necessário tomar mais empréstimos para cumprir seus compromissos financeiros. Uma economia em que predominam unidades especulativas e *Pon-*

zi, o grau de fragilidade financeira é elevado, uma vez que qualquer choque mais relevante na economia – por exemplo, uma elevação mais acentuada na taxa de juros – pode levar a uma crise.

Um estudo contábil feito pela Cemec (2016) mostra que a economia brasileira está vivendo uma “crise” tipicamente minskyana: de 2013 para junho de 2016 a percentagem de companhias abertas (excluindo Petrobras) cuja geração de caixa não cobre as despesas financeiras da dívida ( $EBITDA/DF < 1$ ) aumentou de 29,6% para 54,9%, ou seja mais de 50% das S.A. encontram-se com uma estrutura *Ponzi* de financiamento, em função dos efeitos combinados da recessão, desvalorização cambial e menor geração de caixa das vendas. Em 2016, apesar do alívio parcial da valorização cambial, a combinação de forte recessão com juros elevados não permitiu aliviar a situação das firmas. Assim, o elevado comprometimento de receita com dívida torna os devedores mais vulneráveis a choques que podem reduzir sua capacidade de geração de caixa, e, conseqüentemente, comprometer sua capacidade de honrar seus compromissos.

O Gráfico 6 mostra o percentual das empresas com a relação  $EBITDA/$  Despesa Financeira menor que 1, isto é, empresas que apresentam geração de caixa inferior ao valor das despesas financeiras. Fica clara a tendência de elevação nesse percentual no período 2010/2016, como também o forte aumento ocorrido em 2015, ano em que houve um intenso processo de ajuste contracionista na economia brasileira, combinando elevação na taxa de juros, forte desvalorização cambial, correção nos preços administrados (energia e gasolina) e redução nos gastos públicos. Isso sugere que o ajuste de 2015 acabou por asfixiar financeiramente uma boa parte das empresas brasileiras, devido à diminuição das vendas em contexto de aguda recessão e elevação no custo da dívida em função da elevação nos juros e do efeito da desvalorização cambial sobre dívidas em moeda estrangeira.

Acrescente-se, ainda, que o comprometimento de renda das famílias com o serviço da dívida cresceu de 18,4% em janeiro de 2005 para 46,2% em janeiro de 2015, no contexto de um vigoroso ciclo de crédito, vindo a declinar a partir de final de 2015, atingindo 42,8% em setembro de 2016, o que evidencia um gradual processo de desalavancagem em curso, em que famílias e empresas adiam gastos com consumo e investimento, retardando a recuperação econômica.



Fonte: Cemec (2016, p.28).

(\*) EBITDA é a sigla de “Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization”, que significa “Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização”.

Gráfico 6 – Percentual das empresas com EBITDA\*/Despesa Financeira < 1.

### Algumas alternativas e perspectivas para a crise

Como visto, o ajuste macroeconômico e os choques que atingiram a economia brasileira contaminaram os instrumentos de política econômica de tal modo que não puderam atuar de maneira a estabilizar a economia. Existe um falso dilema entre reformas estruturais e estímulos de curto prazo: o primeiro tipo de agenda – se bem conduzida – pode ser importante para reduzir gargalos, aumentar o potencial de crescimento da economia e melhorar a utilização dos recursos disponíveis; já os estímulos de curto prazo suavizam os impactos dos ciclos econômicos e são importantes em situações de forte desaceleração econômica, quando o custo do desemprego se torna demasiado alto.

Períodos prolongados de recessão ou baixo crescimento reduzem a produtividade, como revelam alguns trabalhos acadêmicos. Fatas e Summers (2016) indicaram que recessões profundas aumentam o custo do ajuste fiscal e têm efeitos sobre o produto potencial, uma vez que consolidações fiscais que deprimem o crescimento econômico podem elevar a dívida pública. Kahn (2012), por sua vez, mostrou que o desemprego estrutural reduz a produtividade do trabalho, enquanto DeLong e Summers (2012) expuseram os efeitos negativos sobre o estoque de capital de grandes recessões.

A demasiada demora da retomada impede a recuperação definitiva da confiança e pode produzir histerese, isto é, tendências danosas que se aprofundam à medida que se prolongam, e em relação às quais são eliminados ou enfraquecidos os mecanismos de reequilíbrio e retorno a uma situação saudável. Finalmen-

te, a intensidade da recessão e seus efeitos negativos sobre a arrecadação podem tornar insuficientes mesmo reformas bastante drásticas, como a que foi proposta pelo governo para a Previdência.

Por outro lado, é preciso discutir uma *agenda de médio e de longo prazos* que permita um melhor uso dos instrumentos de política econômica no Brasil, de modo a conjugar os objetivos de crescimento do produto e emprego e estabilidade macroeconômica (inflação baixa e estabilidade financeira). Isso poderia permitir uma melhoria na governança da política econômica.

### *Política monetária*

Em relação ao aperfeiçoamento do regime de metas de inflação, cabe assinalar que em versões mais flexíveis do regime de metas, o objetivo de estabilidade de preços pode ser acompanhado pelo compromisso de manter a estabilização do produto corrente em níveis próximos da taxa potencial de crescimento, mas somente naquelas condições em que a estabilidade de preços não seja violada. De fato, em muitos países a lei que rege o BC estabelece, como objetivo subsidiário, que essa instituição dará suporte à prosperidade econômica e ao bem-estar social, de modo geral. Por exemplo, o BC da Austrália tem um duplo mandato – estabilidade de preços e emprego –, enquanto o BC do Canadá tem como objetivo promover o bem-estar econômico e financeiro do país. A partir da crise financeira recente, vários BC, incluindo o Banco da Inglaterra, passaram a incluir a estabilidade financeira entre seus objetivos.

Na maioria dos países que adotaram o RMI (15 em 27, incluindo o Brasil) a meta de inflação é estabelecida conjuntamente entre o governo e o BC, seguido de nove países em que é o BC que define a meta (nesse caso a maioria está na América Latina e na Europa do Leste), e em apenas três países (África do Sul, Noruega e Reino Unido) cabe ao governo essa tarefa. Quanto à definição do *horizonte da meta* – período no qual o BC é esperado alcançar sua meta de inflação –, a maioria dos países utiliza um prazo médio (dois anos ou mais ou um período móvel) que permite divergências de curto prazo entre a meta e os choques que afetam a economia, já que choques não previsíveis têm efeitos defasados na economia. Deve ser destacado que o Brasil, nesse particular, é um dos poucos países que utilizam a meta anual (ano calendário) como horizonte da meta. A implicação mais imediata é que em face de choques de oferta (agrícola, petróleo etc.), o BC tem que responder imediatamente a tais choques, tendo em vista a prevalência de um horizonte curto para cumprimento da meta. Nesse sentido, sugerimos, para melhoria na governança da política macroeconômica, o estabelecimento de um horizonte maior de cumprimento da meta inflacionária, para além do ano calendário, de modo a permitir acomodar melhor choques de oferta, diminuindo assim a taxa de sacrifício na operação da política monetária.

Tabela 3 – Características do Regime de Metas de Inflação

País	Ano implementação	Meta estabelecida	Medida da meta	Meta em 2012	Tipo de meta	Horizonte da meta
África do Sul (EME)	2000	G	IPC	3%-6%	Banda	Em base contínua
Armênia (EME)	2006	G e BC	IPC	4,0%/±1,5 pp	P + T	Médio prazo
Austrália (DES)	1993	G e BC	IPC	2,0%-3,0%	Banda	Médio prazo
Brasil (EME)	1999	G e BC	IPC	4,5%/±2 pp	P + T	Meta anual
Canadá (DES)	1991	G e BC	IPC	0,02	P + T	6 a 8 trimestres
Chile (EME)	1991	BC	IPC	3,0%/±1 pp	P + T	Cerca de 2 anos
Colômbia (EME)	1999	BC	IPC	2,0%-4,0%	Banda	Médio prazo
Coréia do Sul (DES)	2001	G e BC	IPC	3,0%/±1 pp	P + T	Médio prazo
Gana (EME)	2007	G e BC	IPC	8,7%/± 2pp	P + T	Médio prazo
Guatemala (EME)	2005	BC	IPC	4,5%/±1 pp	P + T	Meta anual
Hungria (EME)	2001	BC	IPC	0,03	Ponto	Médio prazo
Indonésia (EME)	2005	G e BC	IPC	4,5%/±1 pp	P + T	Médio prazo
Islândia (DES)	2001	G e BC	IPC	0,025	Ponto	Meta anual
Israel (DES)	1992	G e BC	IPC	1%-3%	Banda	Dentro de 2 anos
México (EME)	1999	BC	IPC	3,0%/±1 pp	P + T	Médio prazo
Filipinas (EME)	2002	G e BC	IPC	4,0%/±1 pp	P + T	Médio prazo
Noruega (DES)	2001	G	IPC	0,025	Ponto	Médio prazo
Nova Zelândia (DES)	1990	G e BC	IPC	1,0%-3,0%	Banda	Médio prazo
Peru (EME)	2002	BC	IPC	2,0%/±1 pp	P + T	O tempo todo
Polônia (EME)	1998	BC	IPC	2,5%/±1 pp	P + T	Médio prazo
Reino Unido (DES)	1992	G	IPC	0,02	Ponto	Meta anual
Rep. Tcheca (EME)	1997	BC	IPC	2,0%/±1 pp	P + T	Médio prazo
Romênia (EME)	2005	G e BC	IPC	3,0%/±1 pp	P + T	Médio prazo
Sérvia (EME)	2006	G e BC	IPC	4,0%/±1,5 pp	P + T	Médio prazo
Suécia (DES)	1993	BC	IPC	0,02	Ponto	Médio prazo
Tailândia (EME)	2000	G e BC	IPC	3,0%/±1,5 pp	P + T	Médio prazo
Turquia (EME)	2006	G e BC	IPC	5,0%/±2 pp	P + T	Médio prazo

Fonte: Paula e Saraiva (2015).

Nota: BC = Banco Central; G = Governo; IPC = Índice de Preços ao Consumidor;

P + T = Ponto com banda de tolerância; pp = Ponto percentual;

Médio prazo = Horizonte de meta de dois ou mais anos (exceção da República Tcheca que é de 18 meses).

DE = País desenvolvido; EME = País emergente.

### *Política de administração da dívida pública*

Existe no Brasil um circuito de “*overnight*” na economia brasileira, herdada do período de alta inflação, mas mantido no pós-real, para onde são canalizadas as aplicações de alta liquidez dos agentes econômicos (firmas, bancos e indivíduos), que compensam, ao menos parcialmente, as perdas nas suas receitas. Como pode ser visto na Tabela 4 a participação dos títulos públicos indexados à Selic diminuiu gradualmente a partir de 2004, passando de 61,4% do total de dívida até atingir 19,2% em 2014, mas se elevou em 2015/2016, passando a responder por 29,1% do total da dívida. De fato, em momentos de instabilidade macroeconômica o mercado financeiro pressiona o Tesouro Nacional para emitir as LFT em função do aumento do risco de carregamento de títulos prefixados, cuja emissão se torna mais custosa para o Tesouro.

Tabela 4 – Dívida pública federal, por indexador (% do total)\*

	Cambio	TR	IGP	IPCA	Selic	Prefixado	Total
2003	10,8	1,8	11,2	2,4	61,4	12,5	100,0
2004	5,2	2,7	11,8	3,1	57,1	20,1	100,0
2005	2,7	2,1	8,2	7,4	51,8	27,9	100,0
2006	1,3	2,2	7,2	15,3	37,8	36,1	100,0
2007	1,0	2,1	6,5	19,8	33,4	37,3	100,0
2008	1,1	1,6	5,7	23,6	35,8	32,2	100,0
2009	0,7	1,2	5,0	23,6	35,8	33,7	100,0
2010	0,6	0,8	4,8	23,3	32,5	37,9	100,0
2011	0,6	0,8	4,2	25,4	30,8	38,3	100,0
2012	0,6	0,6	4,1	31,4	22,2	41,2	100,0
2013	0,6	0,5	4,1	32,0	19,5	43,3	100,0
2014	0,6	0,5	4,0	32,7	19,2	43,1	100,0
2015	0,7	0,4	3,7	30,6	23,6	41,0	100,0
2016	0,5	0,4	3,7	29,5	29,1	36,9	100,0

Fonte: BCB (2017).

(\*) Dados referem-se a posição do mês de dezembro.

Junto com as operações compromissadas,<sup>4</sup> as LFT têm efeitos deletérios tanto para o crescimento do mercado de dívida corporativa privada no Brasil, já que títulos indexados e de alta liquidez passam a competir com títulos privados, quanto sobre os mecanismos de transmissão de política monetária, uma vez que a existência da indexação financeira contribui para anular parcialmente os efeitos do aumento da taxa de juros sobre a riqueza financeira, o que acaba requerendo taxas de juros ainda maiores para afetar a demanda agregada dos agentes.

Sugerimos que o governo federal aproveite o momento de queda da inflação e da taxa de juros para buscar acabar gradualmente, mas de forma decisiva, com o estoque de títulos indexados a taxa Selic. Acrescente-se ainda que o anúncio do Banco Central de adotar gradualmente depósitos remunerados ao invés de operações compromissadas para fazer ajuste de liquidez é bem-vindo no contexto de uma política de desincentivar a indexação financeira.

### *Política fiscal*

Para ajudar a recuperar a economia, a política fiscal precisa atuar de forma expansionista no curto prazo e, ao mesmo tempo, iniciar um processo de consolidação que permita estabilizar a dívida e as expectativas, bem como reduzir os prêmios de risco. Se conseguir realizar essa tarefa, a política fiscal irá concentrar seus efeitos positivos e contribuir para recuperar a economia.

Nesse sentido, medidas de controle de gastos correntes seriam bem-vindas, com a criação de um teto para crescimento da folha de pagamentos da União por um determinado período (digamos quatro ou cinco anos), de modo a não sacrificar os investimentos públicos, de forte efeito multiplicador sobre a renda. Alguma reforma previdenciária seria necessária em função da aceleração do aumento da população idosa no Brasil.

O atual governo ampliou a meta de déficit primário, o que trará folego de curto prazo para a economia; ao mesmo tempo introduziu um limite para o crescimento da despesa dado pela inflação do ano anterior para um período de 20 anos. Essa combinação de medidas possibilitou a rápida redução dos prêmios de risco, o que também poderá ajudar na recuperação da economia.

Há várias questões que foram levantadas em relação à PEC 241, entre elas o fato de que a regra vale por vinte anos, o que não tem paralelo em nenhum lugar do mundo (onde em geral há combinações de regras e possibilidade de revisão da meta), de que se a economia voltar a fazer crescer o país e o superávit primário se mostrar excessivo, a sociedade não poderá utilizá-lo para suas políticas públicas (Salto; De Bolle, 2016), e, por fim, de que não é realista supor que o gasto público possa crescer a taxa real zero por tanto tempo, sendo para tanto necessário um conjunto amplo de reformas que é muito improvável que ocorra na prática (Pires, 2016a).

O limite da nova regra fiscal, tal como o proposto, produzirá relevante perda de graus de liberdade necessários à recuperação da economia. Ao adotar uma regra rígida, o governo abre mão de um poderoso instrumento anticíclico, que é a política fiscal, o que poderá comprometer em longo prazo a sustentabilidade do crescimento. Além disso, dependerá de uma série de reformas para não comprometer os investimentos públicos e outros itens importantes no orçamento. Se o ajuste fiscal não conseguir combinar adequadamente as medidas de curto prazo com as medidas estruturais de longo prazo, o esforço de recuperação do crescimento pode exigir muito da política monetária.



### *Crise das finanças estaduais: uma breve nota*

Embora o espaço para políticas de gestão do ciclo econômico no momento seja bastante restrito, para além da esfera da política monetária, isso não quer dizer que nada possa ser feito. Em uma economia em forte e prolongada recessão, uma questão fundamental é buscar soluções para a superação da crise dos estados com medidas de curto e longo prazo.

Com relação à crise das finanças estaduais, cabe destacar que a intensidade da recessão está distribuída de forma muito assimétrica entre os estados. Tomando os dados do emprego do setor privado até setembro de 2016, a situação é muito grave em estados como Rio de Janeiro, Bahia, Pernambuco e Maranhão; moderada em Minas Gerais, Paraná, Goiás e Pará; e bastante leve ou imperceptível em São Paulo, Santa Catarina e Amazonas. Assim, uma sugestão é concentrar os investimentos e repasses do orçamento federal, bem como as demais ações discricionárias nos estados com maior queda de atividade. Outra proposta para ser avaliada é a criação de um fundo de reestruturação para os estados com contrapartidas, e a aprovação de uma Lei de Falências para os entes federados, de modo a dar condições de recuperação econômica de longo prazo com algum alívio de curto prazo.

### *Política cambial*

Desde a implementação do regime de metas de inflação, a taxa de câmbio tem sido utilizada frequentemente como instrumento anti-inflacionário, dado o efeito da taxa de câmbio real apreciada sobre os bens comercializáveis. Nesse sentido, o padrão de atuação do BCB tende a tolerar uma apreciação, mas busca combater uma depreciação maior na taxa de câmbio. Contudo, vários estudos empíricos têm mostrado que tanto uma taxa de câmbio muito elevada quanto uma taxa de câmbio reduzida são prejudiciais ao crescimento, e, portanto, existe uma relação não linear entre taxa de câmbio real e crescimento do PIB (Barbosa Filho et al., 2011).

Portanto, o nível da taxa de câmbio é um dos fatores determinantes do crescimento de longo prazo da economia, em particular economias em processo de desenvolvimento, como a brasileira. Para tanto, a implementação de um regime de câmbio flutuante administrado, com vistas à manutenção de um câmbio real estável e competitivo, para promover a lucratividade das atividades dos bens comercializáveis e prover incentivos para firmas investir e expandir a produção e emprego seria desejável. Frenkel (2006) sugere que a autoridade monetária deve buscar manipular a taxa de câmbio nominal de forma a manter certa estabilidade da taxa de câmbio real efetiva, enquanto Bresser-Pereira (2011) sugere como meta a “taxa de câmbio de equilíbrio industrial” – isto é, aquela necessária para que empresas industriais, utilizando a tecnologia mais moderna, sejam competitivas internacionalmente.

Uma discussão relevante é qual a melhor estratégia em termos de política cambial. Nesse particular, compartilhamos um regime de câmbio flutuante administrado, em tese, é mais adequado para economias emergentes, na

medida em que permite combinar flutuação cambial, entendida como necessária para amortecer as pressões externas derivadas de ataques especulativos à moeda doméstica, com intervenção cambial com vistas a afetar o nível da taxa de câmbio (Ferrari-Filho; Paula, 2008-2009). É difícil estabelecer *a priori* a melhor estratégia de desvalorização, mas uma possível estratégia é aproveitar um momento pós-desvalorização abrupta da taxa de câmbio (determinada por “forças de mercado”).

### Conclusão

Este artigo analisou a *performance* da economia brasileira no período 2003-2016, focando em particular na desaceleração econômica recente e recessão que a seguiu. Nossa análise mostra que houve alguns problemas tanto de coordenação na política macroeconômica que tornou políticas anticíclicas pouco eficazes no período 2011-2014, como no que se refere a políticas contracionistas em 2015, quanto a problemas relacionados a choques exógenos, como piora nos termos de troca e crise hídrica. As causas da desaceleração econômica recente ainda requerem estudos mais aprofundados, vindo a merecer análises para além do calor do debate político. O mesmo vale para a discussão sobre políticas e medidas econômicas que contribuam para a superação da crise econômica. Este artigo, ainda que modestamente, procurou dar alguma contribuição nesse sentido.

### Notas

- 1 Esta seção retoma análises feitas por Ferrari-Filho e Paula (2017).
- 2 Para um detalhamento das medidas anticíclicas adotadas no Brasil no período 2008-2009, ver Barbosa Filho (2010).
- 3 Ver, entre outros, Schettini et al. (2012).
- 4 O crescimento dos saldos das LFT somado às operações compromissadas do BCB (operações de compra ou venda de títulos públicos com compromisso de revenda ou recompra em uma data futura) foi de 55% em termos reais de junho de 2014 a outubro de 2016.

### Referências

- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: <<http://www.bcb.gov.br/pt-br/#!/n/SERIESTEMPORAIS>>. Acesso em: mar. 2017.
- BARBOSA FILHO, N. Latin America: counter-cyclical policy in Brazil: 2008-09. *Journal of Globalization and Development*, v.1, n.1, p.1-12, 2010.
- BARBOSA FILHO, N.; SILVA, J. A.; GOTO, F.; SILVA, B. Crescimento econômico, acumulação de capital e taxa de câmbio. In: HOLLAND, M.; NAKANO, Y. (Org.) *Taxa de câmbio no Brasil: estudos de uma perspectiva do desenvolvimento econômico*. São Paulo: Elsevier, 2011.
- BRESSER-PEREIRA, L. C. From old to new developmentalism in Latin America. In: OCAMPO, J. A.; ROS, J. (Ed.) *The Oxford Handbook of Latin American Economics*. Oxford: Oxford University Press, 2011.

- CEMEC. Endividamento das empresas brasileiras: metade das empresas não gera caixa para cobrir despesas financeiras em 2015/2016. *Nota CEMEC 06/2016*, agosto de 2016.
- DeLONG, J. B.; SUMMERS, L. H. Fiscal policy in a depressed economy. *Brooking Papers on Economic Activity*, v.1, p.233-297, 2012.
- FATAS, A.; SUMMERS, L. H. The permanent effects of fiscal consolidations. *NBER Working Paper*, n.22374, jun. 2016.
- FERRARI-FILHO, F.; PAULA, L. F. Exchange rate regime proposal for emerging countries: a Keynesian perspective. *Journal of Post Keynesian Economics*, n.31, p.227-48, 2008-2009.
- \_\_\_\_\_. Padrões de crescimento e desenvolvimentismo: uma perspectiva keynesiano-estruturalista. *Nova Economia*, v.27, n.1 (no prelo), 2017.
- FRENKEL, R. An alternative to inflation targeting in Latin America: macroeconomic policies focused on employment. *Journal of Post Keynesian Economics*, v.28, n.4, p.573-91, 2006.
- IPEADATA. 2007. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>>. Acesso em: mar. 2017.
- KAHN, F. Labor market policy: A comparative view on the costs and benefits of labor market flexibility. *Journal of Policy Analysis and Management*, v.31, n.1, p.94-110, 2012.
- MINSKY, H. *Can "It" Happen Aain? Essays on Instability and Finance*. Armonk; New York: M. E. Sharp, 1982.
- PAULA, L. F.; MODENESI, A.; PIRES, M. C. C. The tale of the contagion of two crises and policy responses in Brazil: a case of (Keynesian) policy coordination. *Journal of Post Keynesian Economics*, v.37, n.3, p.408-35, 2015.
- PAULA, L. F.; SARAIVA, P. Novo consenso macroeconômico e regime de metas de inflação: algumas implicações para o Brasil. *Revista Paranaense de Desenvolvimento*, v.26, n.128, p.19-32, 2015.
- PIRES, M. C. C. Análise da PEC 241. Nota técnica, IPEA, 2016a.
- \_\_\_\_\_. Política econômica e estabilização: uma breve análise da recessão brasileira. *Brazilian Keynesian Review*, v.2, n.2, p.247-51, 2016b.
- PRATES, D. M.; PAULA, L. F. Capital account regulation in Brazil: an assessment of the 2009-2013 period. *Brazilian Journal of Political Economy*, v.37, n.1, p.8-129, 2017.
- SALTO, F.; DE BOLLE, M. Teto da PEC não é uma Brastemp. 2016. Disponível em: <[http://brasil.elpais.com/brasil/2016/10/11/opinion/1476217542\\_928943.html](http://brasil.elpais.com/brasil/2016/10/11/opinion/1476217542_928943.html)>
- SCHETTINI, B.; SQUEFF, G.; GOUVÊA, R. Estimativas da função de exportações agregadas com dados das Contas Nacionais Trimestrais. *Texto para Discussão IPEA* n.1598, mar. 2012.
- SPE. Monitor de política fiscal: Resultado fiscal estrutural. Ministério da Fazenda, maio de 2016.

*RESUMO* – Este artigo analisou a *performance* da economia brasileira no período 2003-2016, focando em particular na desaceleração econômica recente e recessão que a seguiu. Nossa análise mostra que houve tanto problemas de coordenação na política macroeconômica que tornou políticas anticíclicas pouco eficazes no período 2011-2014 (assim como no caso das políticas contracionistas em 2015) quanto problemas relacionados a choques exógenos. O artigo avalia e sugere algumas políticas econômicas – de curto e de longo prazos – que contribuam para a superação da crise econômica, destacando em particular a necessidade de uma boa coordenação entre políticas de curto prazo e de longo prazo de modo a não comprometer o crescimento sustentável da economia.

*PALAVRAS-CHAVE:* Crise econômica, Economia brasileira, Políticas anticíclicas.

*ABSTRACT* – This paper analyzes the performance of the Brazilian economy between 2003 and 2016, focusing particularly on the recent economic downturn and on the recession that ensued. Our analysis shows that there were many coordination problems in macroeconomic policy that made countercyclical policies ineffective in 2011-2014 (likewise with the contractionary policies of 2015), as well as problems related to exogenous shocks. The article assesses and suggests some economic policies – short- and long-term – that can contribute to overcome the economic crisis, highlighting in particular the need for proper coordination between short-term and long-term policies so as not to compromise sustainable economic growth.

*KEYWORDS:* Economic crisis, Brazilian economy, Countercyclical economic policies.

*Luiz Fernando de Paula* é professor titular da Faculdade de Ciências Econômicas da Universidade do Estado do Rio de Janeiro (FCE/UERJ) e pesquisador do CNPq.

@ – luizfpaula@terra.com.br

*Manoel Pires* é pesquisador associado do Instituto Brasileiro de Economia, da Fundação Getulio Vargas e técnico de Planejamento e Pesquisa do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea), licenciado. @ – manoel.pires@ipea.gov.br

Recebido em 16.3.2017 e aceito em 1º.4.2017.

<sup>1</sup> Faculdade de Ciências Econômicas, Universidade do Estado do Rio de Janeiro, Rio de Janeiro / Rio de Janeiro, Brasil.

<sup>II</sup> Instituto Brasileiro de Economia, Fundação Getulio Vargas, Rio de Janeiro / Rio de Janeiro, Brasil.