

# ***Conjuntura internacional e perspectivas para a economia brasileira***

Brasília, Ministério do Planejamento,  
25/05/2014

Luiz Fernando de Paula  
Professor Titular – FCE/UERJ

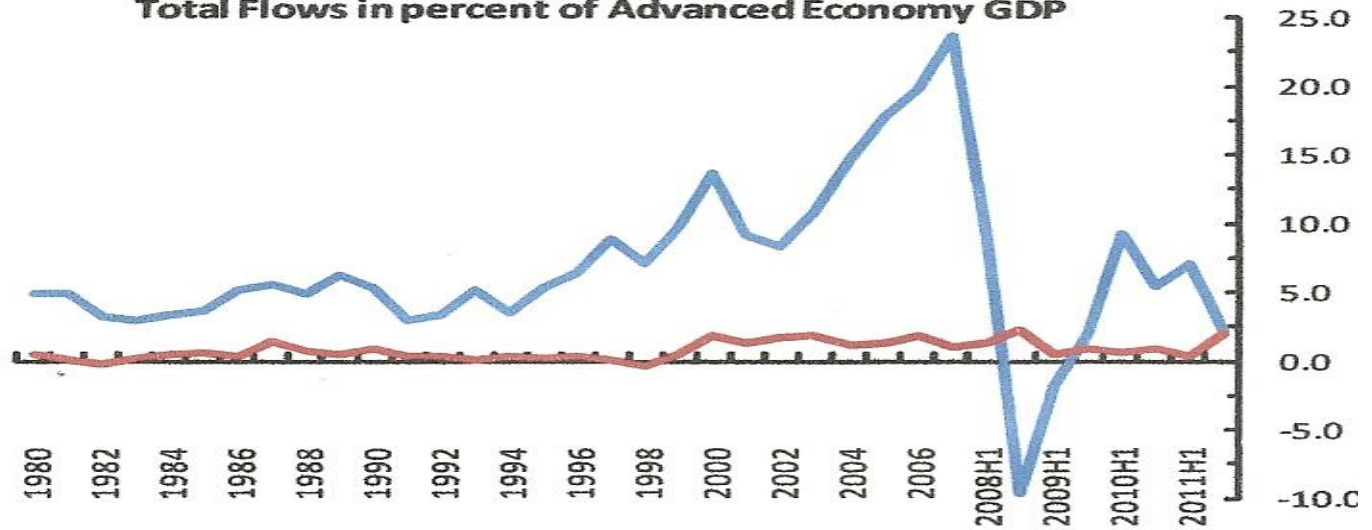
# Estrutura da apresentação

- Tendências recentes da economia internacional e possíveis desdobramentos para a economia brasileira.
- Mudança no mix de política econômica e desaceleração recente.
- Perspectivas e sugestões de política.

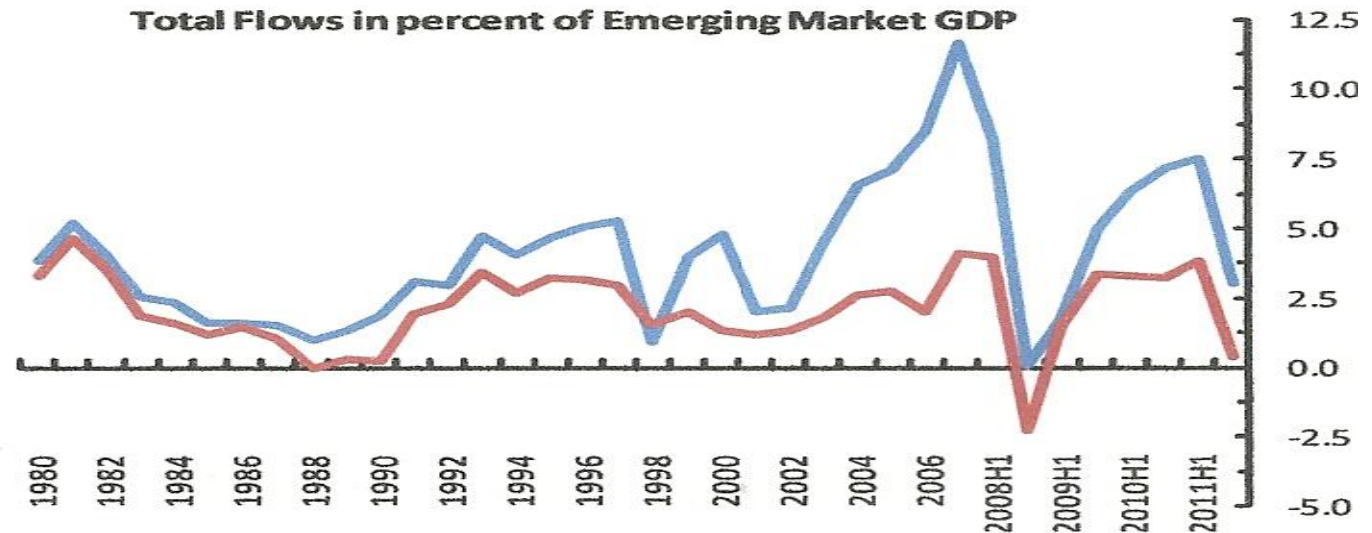
**Figure 1. Cross Border Capital Flows**

— Gross Inflows      — Net Inflows

**Total Flows in percent of Advanced Economy GDP**



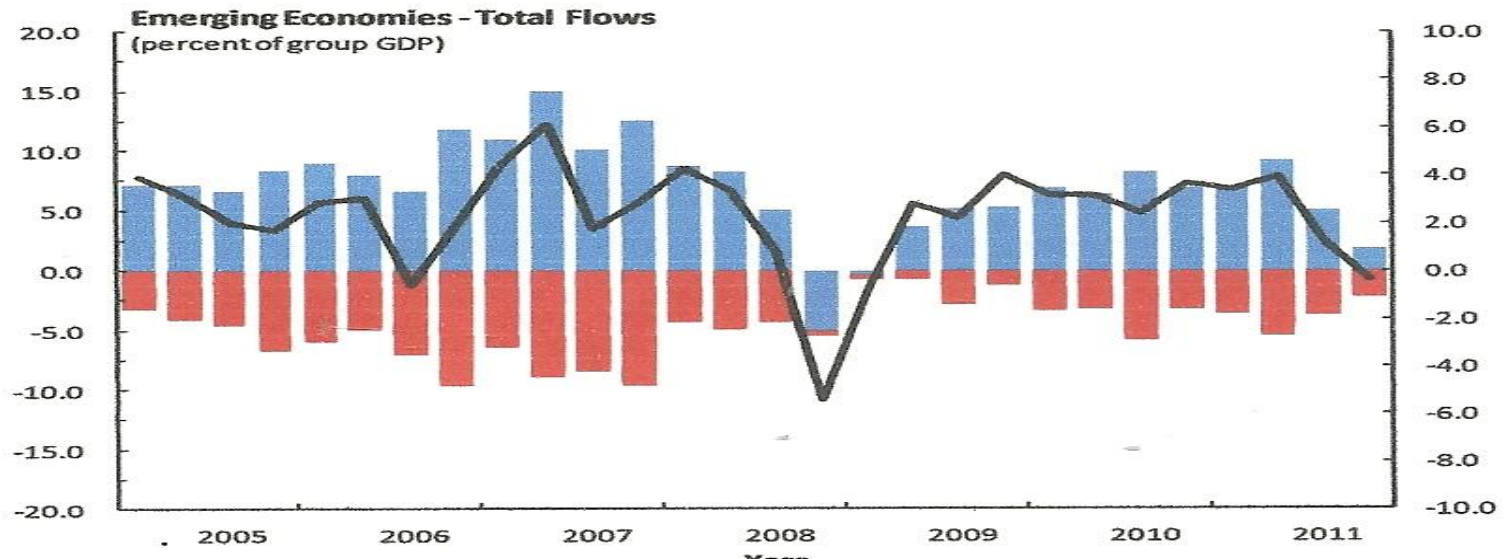
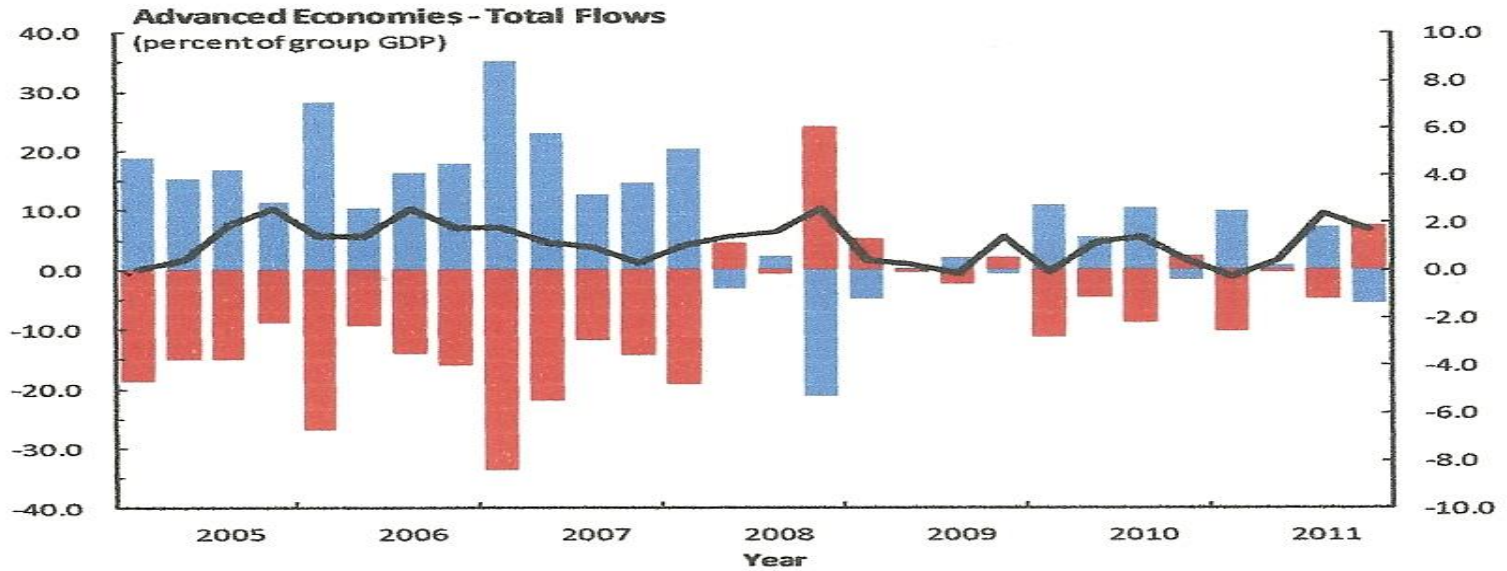
**Total Flows in percent of Emerging Market GDP**



Sources: CEIC; Haver Analytics; IMF, *Balance of Payments Statistics*; national sources; and IMF staff calculations. Sources: CEIC; Haver Analytics; IMF, *Balance of Payments Statistics*; national sources; and IMF staff calculations.

**Figure 3. The Evolution of Total Gross and Net Capital Flows**

■ Gross Inflows      ■ Gross Outflows  
— Net Inflows (right scale)



## Recentes tendências dos fluxos de $k$ para economias emergentes

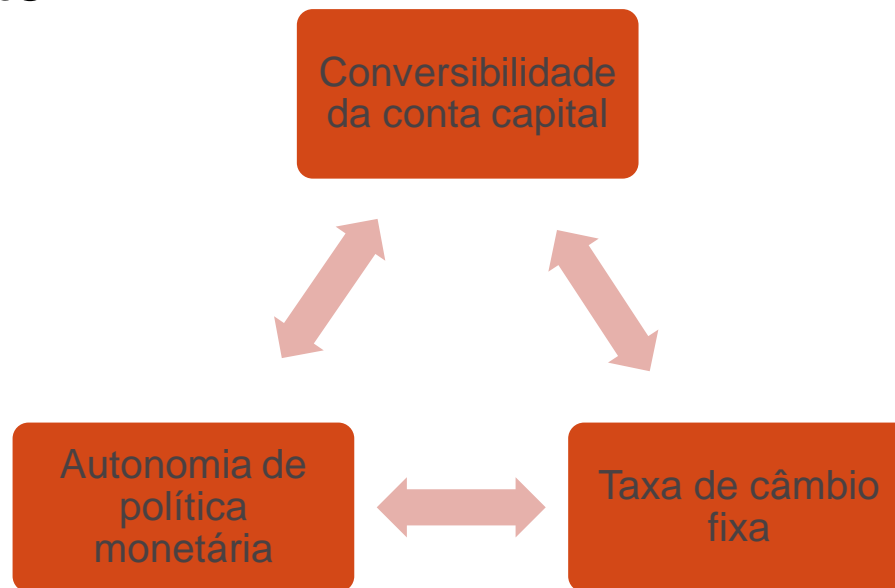
- *Flutuações em fluxos líquidos são maiores para economias emergentes comparadas com economias desenvolvidas.*
- *Em economias emergentes:*
  - (i) fluxos de entrada crescem mais do que os fluxos de saída e conseqüentemente os fluxos líquidos de entrada são mais voláteis:
  - (ii) fluxos brutos e líquidos de entrada de  $ks$  caem dramaticamente durante a crise e retornam rapidamente depois dela.
  - (iii) Padrão de formato V-invertido dos fluxos líquidos de  $ks$  fora do controle dos policy-makers.

# Problema de integração internacional assimétrica

- Existe assim um padrão de *formato V-invertido* dos fluxos líquidos de  $k$  para economias emergentes que estão fora do controle dos policy-makers.
- Consequentemente convivem com duas tendências:
  - Maior volatilidade da taxa de câmbio (qdo comparada as economias avançadas).
  - Tendência a apreciação da taxa de câmbio real.

# Trindade Impossível(trilemma)

- Países não podem ter simultaneamente taxa de câmbio fixa, livre mobilidade da conta k e política monetária independente.
- Isto é, com livre mobilidade da conta k, política monetária independente é possível se a tx cambio é flutuante.



# Assim, pode-se concluir que

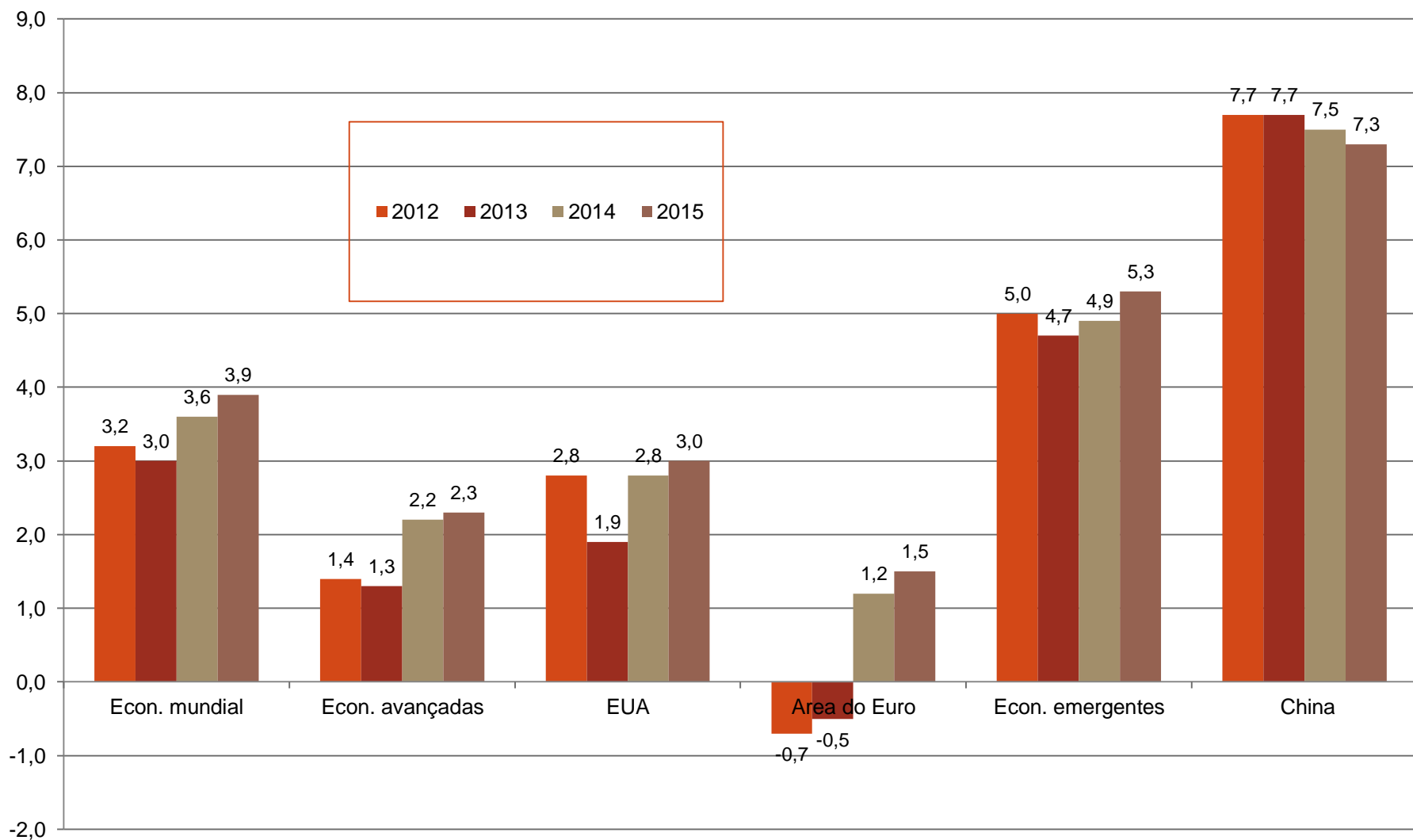
- Regimes flexíveis tendem a exibir maior co-movimento com as taxas de juros dos EUA do que os regimes de câmbio fixo (Saxena, 2008). Assim, mesmo com regime de câmbio flexível, a autonomia de política monetária tem sido reduzida com a maior integração financeira internacional.
- De fato, devido ao comportamento “medo de flutuar” das autoridades monetárias, as taxas de juros domésticas são usadas para amortecer as flutuações na taxa de câmbio.
- O ciclo financeiro global transforma o trilema em um “*dilema*”: políticas monetárias independentes são possíveis *somente e se* a conta capital é administrada, direta ou indiretamente via regulação da conta capital (Rey, 2013).



# Liberalização da conta k no Brasil

- Profundo e amplo processo de liberalização da conta capital desde o início dos anos 90, incluindo fluxos de entrada e saída de capitais.
- Nos anos 2000 houve um processo de consolidação das normas cambiais (incluindo unificação dos mercados cambiais, simplificação nos procedimentos para remessa de k para outros países etc.).
- Durante Governo Lula, apesar dos fluxos abundantes de ks, controle de capitais não foram endógenos.
- Entretanto, o Brasil preservou o direito em lei de implementar a qq tempo regulação na conta capital.
- Contudo, com liberalização ampla, Brasil fica sujeito as mudanças no grau de aversão ao risco e humores dos investidores externos e de residentes (mercado financeiro).

# Projeções do World Economic Outlook - Abril de 2014



# Tendências recentes da economia internacional: economias avançadas I

- Expectativa de aumento do crescimento do PIB de 1,25% em 2012/13 para 2,25% em 2014/15, puxado particularmente pelos EUA.
- Recuperação mundial, contudo, é frágil e desigual entre países. Riscos de baixo crescimento permanece na zona do Euro e Japão.
- Observa-se a partir da 2ª metade de 2013 um crescimento mais forte do comércio internacional.
- Consolidação fiscal, desemprego ainda elevado, baixa inflação, etc.
- Perspectiva de manutenção (EUA) ou mesmo aprofundamento prolongado de uma política monetária acomodatória (Zona do Euro e Japão).

# rendências recentes da economia internacional: economias avançadas II

- *EUA*: adoção de medidas não-convencionais de política monetária; crescimento forte das exportações e melhoria no mercado imobiliário. Taxa de desemprego de 6,7% em março 2014 (5,2%-5,6%) e tx inflação de 1,5% em 2013.
- *Zona do Euro*: redução do aperto fiscal em 2013, melhoria nas exportações líquidas, mas crescimento na demanda doméstica continua lento, dada a fragmentação financeira, crédito retraído e alto peso da dívida corporativa. Bancos estão desalavancados.  
-> Necessidade de políticas não-convencionais frente a inflação baixa, incluindo refinanciamento de LP para pequenas e médias empresas.
- *Japão*: pacote de estímulos do programa “Abenomics”; substancial depreciação do yen em 2013 deve aumentar exportações em 2014; aperto fiscal em 2014-15 (aumento gradual na tx de imposto sobre consumo). Expectativa de lenta desaceleração econômica (1,4% em 2012-14 para 1,0% em 2015).

# Tendências recentes da economia internacional: economias emergentes

- Economias emergentes em geral tem desacelerado em 2012/13 (4,6%) em relação a 2010/11 (6,9%), puxado em boa medida pela China (10,9% em 2006/11 para 7,7% em 2012/13).
- Desaceleração das economias emergentes era inevitável depois de anos seguidos de rápido crescimento, ajudado por um ambiente externo favorável caracterizado pelos altos preços de commodities e crédito externo barato.
- 2º o FMI, fatores externos tem contribuído tanto ou mais que fatores internos em explicar os desvios de crescimento de economias emergentes em relação a tx média dos últimos 15 anos. Segundo sua estimativas, dos 2% do declínio no crescimento médio dos países emergentes em 2012-13 em relação a 2010-11, a China foi responsável por cerca de 0,5%, outros fatores externos por 1,25% e fatores internos por 0,25%.
- Em um número de economias emergentes, os déficits em c/c aumentaram ainda mais, a despeito do ajuste na tx cambio real. Isto pode decorrer de atrasos na resposta da balança comercial e preços de commodities mais baixo.

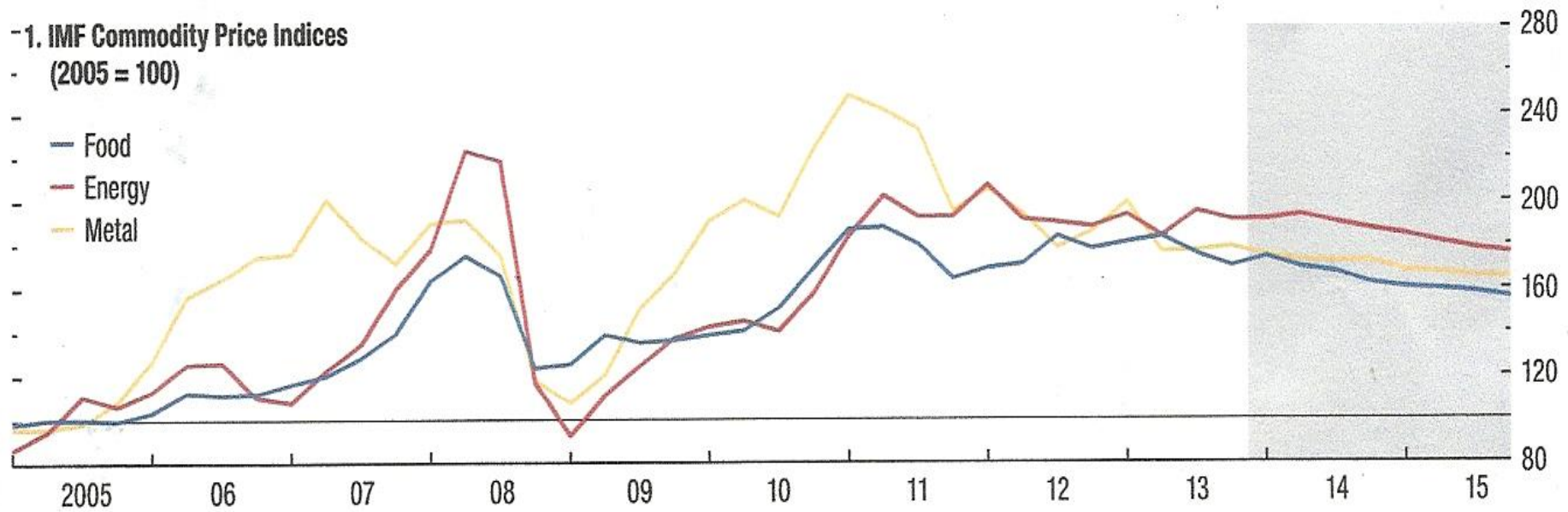
# Tendências recentes da economia internacional: economias emergentes

- Uma vez que os ativos das economias avançadas tornam-se relativamente mais atrativos, economias emergentes começam a experimentar menor fluxos de ks e depreciação cambial. Em geral, *risco de tais mercados é re-precificado quando as tx juros das economias avançadas aumentam.*
- Sentimento do investidor agora é menos favorável em relação aos riscos dos mercados emergentes, aumentando riscos relacionados as necessidades de fundos externos e de depreciação desordenada. Custo do capital tende a aumentar.
- Contudo, a curto prazo cenário internacional não parece ser disruptivo, em função dos sinais do FED e ECB. Não há evidências de uma reversão sustentada dos fluxos de ks, tendo recentemente se recuperado moderadamente.

# Índice de preços de commodities do FMI (2005=100)

Figure 1.SF.1. Commodity Market Developments

Commodity prices have been fairly flat since the October 2013 *World Economic Outlook*, as increases in supplies outpaced tepid demand in most markets.



# Mercado de commodities

- Crescimento e composição do consumo de commodities da China deve mudar com rebalço da economia do investimento para um crescimento puxado mais pelo consumo, com redução no consumo de commodities.
- Países emergentes exportadores de commodities irão enfrentar mais fracos termos de trocas com reversão dos preços de commodities.



# Possíveis impactos para a economia brasileira

- Economia fortemente integrada financeiramente pode sofrer com reversão de capitais, embora não esteja no horizonte de CP uma reversão abrupta.
- Tendência a deterioração nos termos de troca.
- Crescimento maior da economia mundial favorece exportações brasileiras, em função da maior elasticidade-renda.

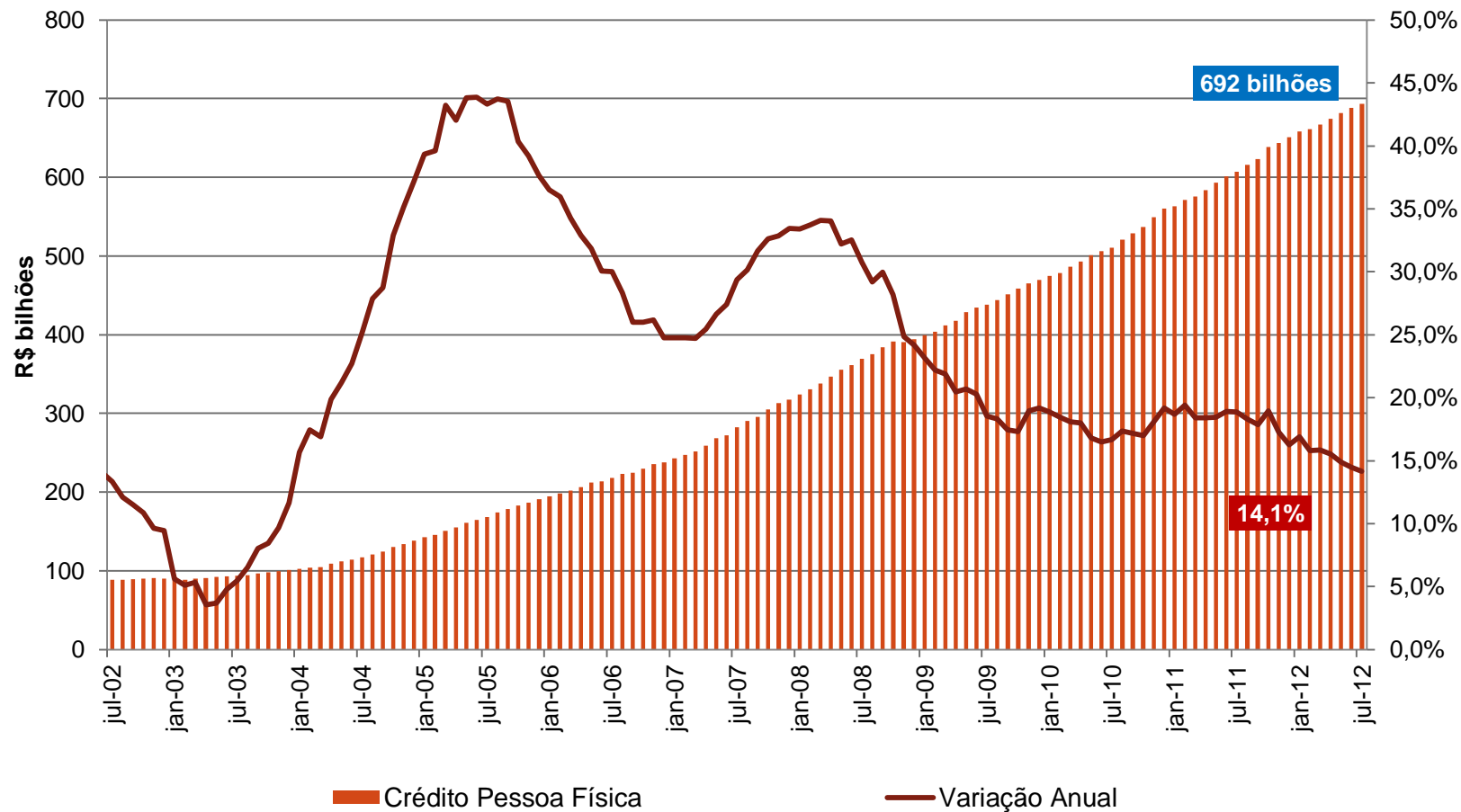
# Estimativas das funções de export.

Authors	Period	Model	Exchange rate elasticity	Income elasticity
Castro and Cavalcanti (1997)	1955-1995	VECM	Non-significant	0.65
Cavalcanti and Frischtak (2001)	1980-2001	ARIMA	0.61	1.01
Muinhos and Alves (2003)	1988-2001	ADL	0.14	0.45
Minella and Souza-Sobrinho (2009)	1999-2008	OSL	0.12	1.02
Schettini, Squeff and Gouvêa (2011)	1995-2009	VECM, MS and EE	-0.04-0.11	0,92-1,2

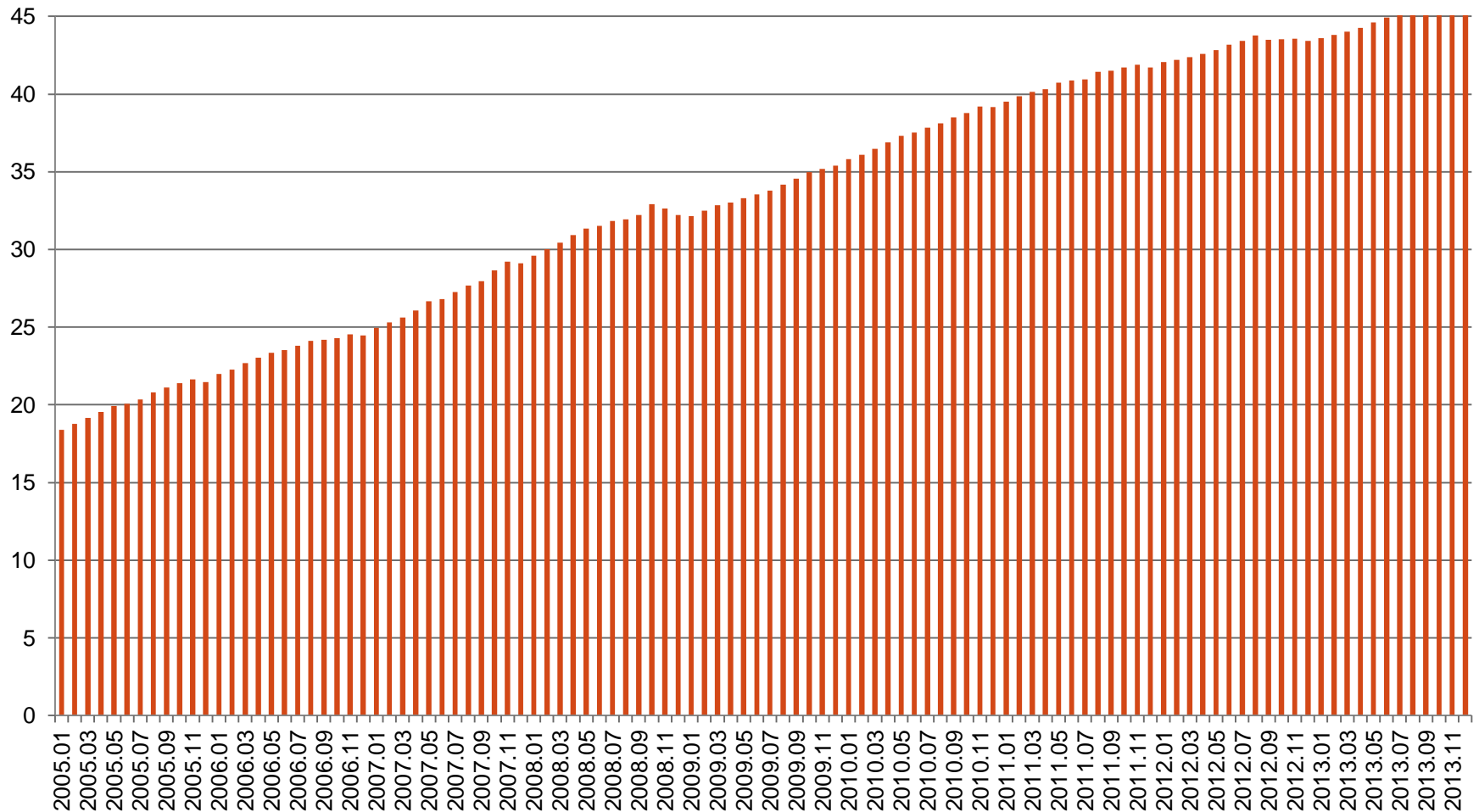
Pq a mudança no mix de política econômica não deu certo?

- Redução da taxa Selic
- Desvalorização real na taxa de câmbio.
- Política de desonerações fiscais: consumo de duráveis (IPI) e desoneração da folha salarial.

# Estoque de Crédito Livre - Pessoa Física



# Endividamento das famílias (renda acumulada últimos 12 meses)



# Preferência pela liquidez dos bancos

**Tabela 1. Posição líquida dos 3 grandes bancos privados<sup>+</sup>**

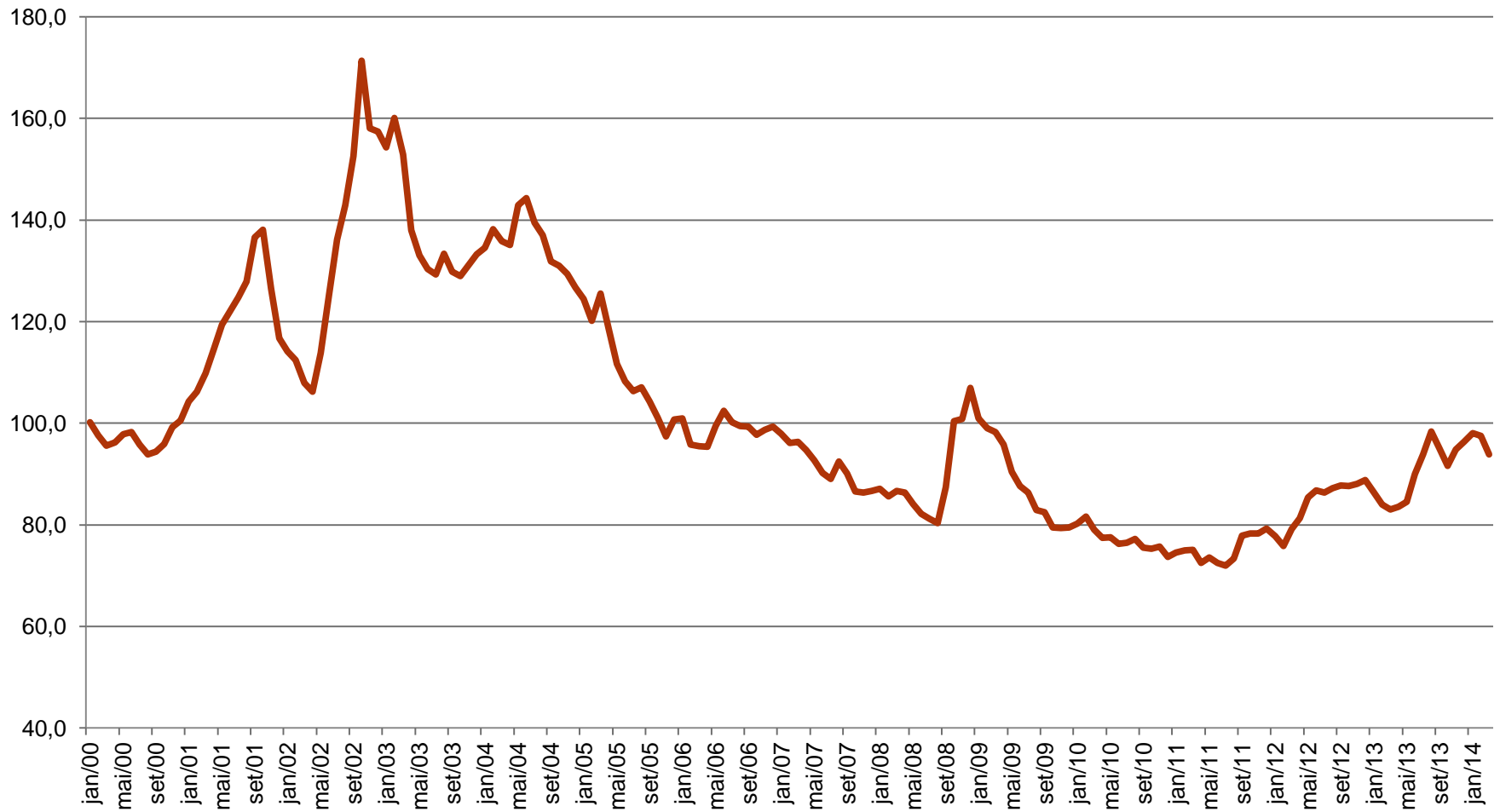
Junho/2008	Junho/2009	Junho/2010	Junho/2011	Junho/2012
14.9	10.7	11.6	17.5	21.5

Fonte: Elaboração própria com dados do BCB

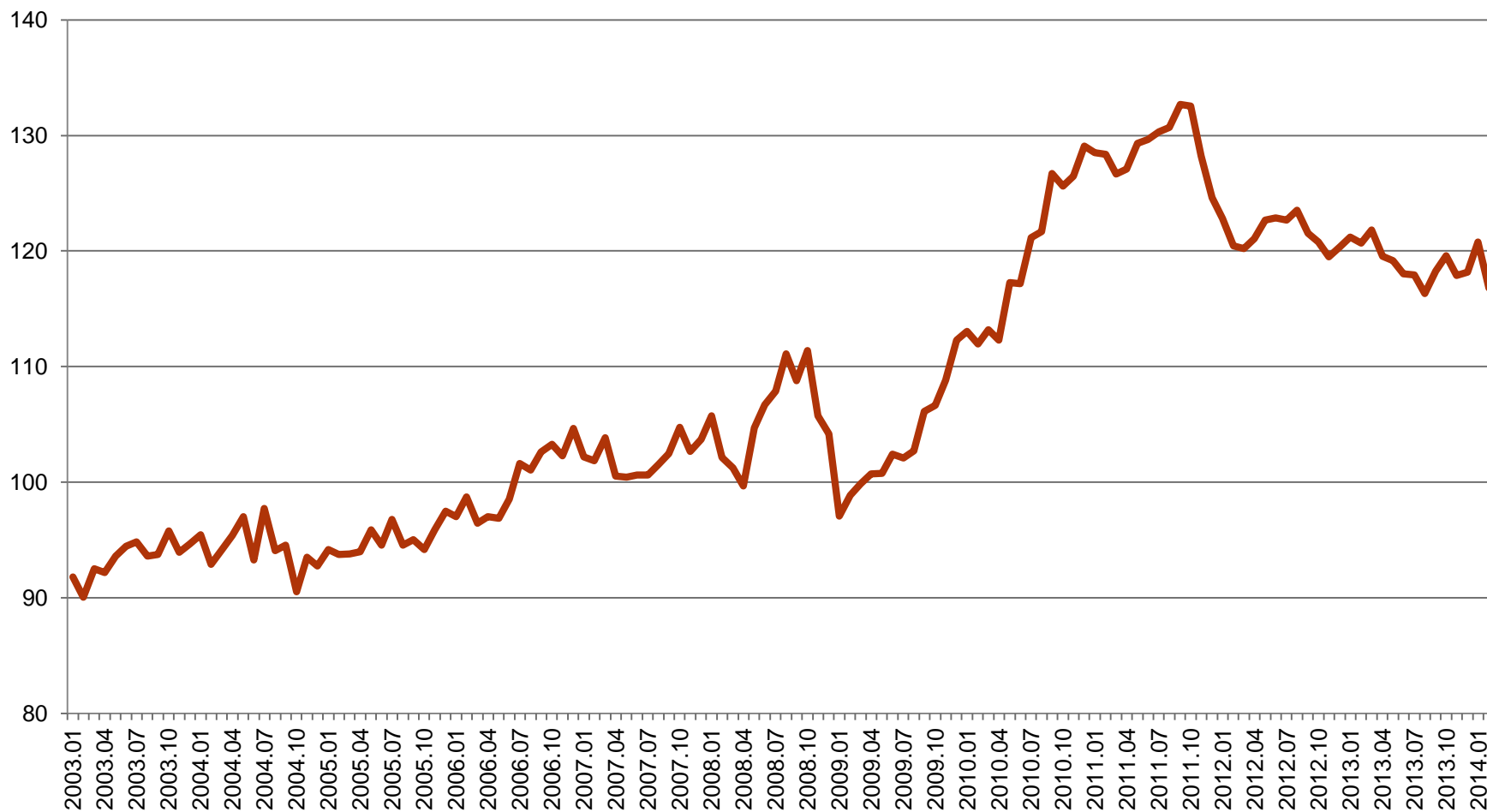
<sup>+</sup> (Cash + Títulos)/Total de ativos\*100. Dados incluem Itau, Bradesco and Santander.

# Taxa de Câmbio Real Efetiva

(desvaloriz. 37,4% de jul/11 a mar/14)

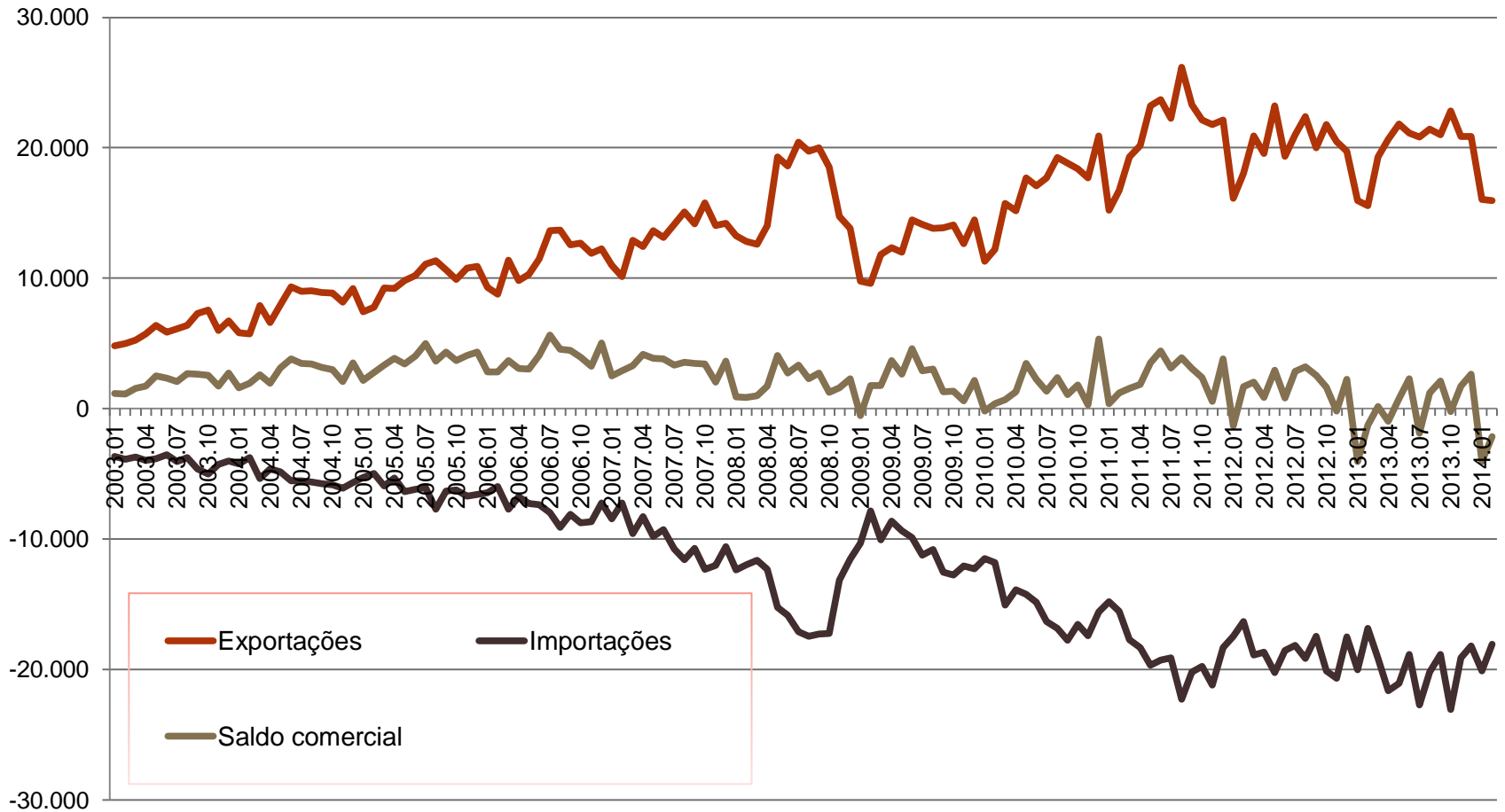


# Termos de troca (2006=100)





# Balança comercial (US\$ milhões)



# Razões para desaceleração

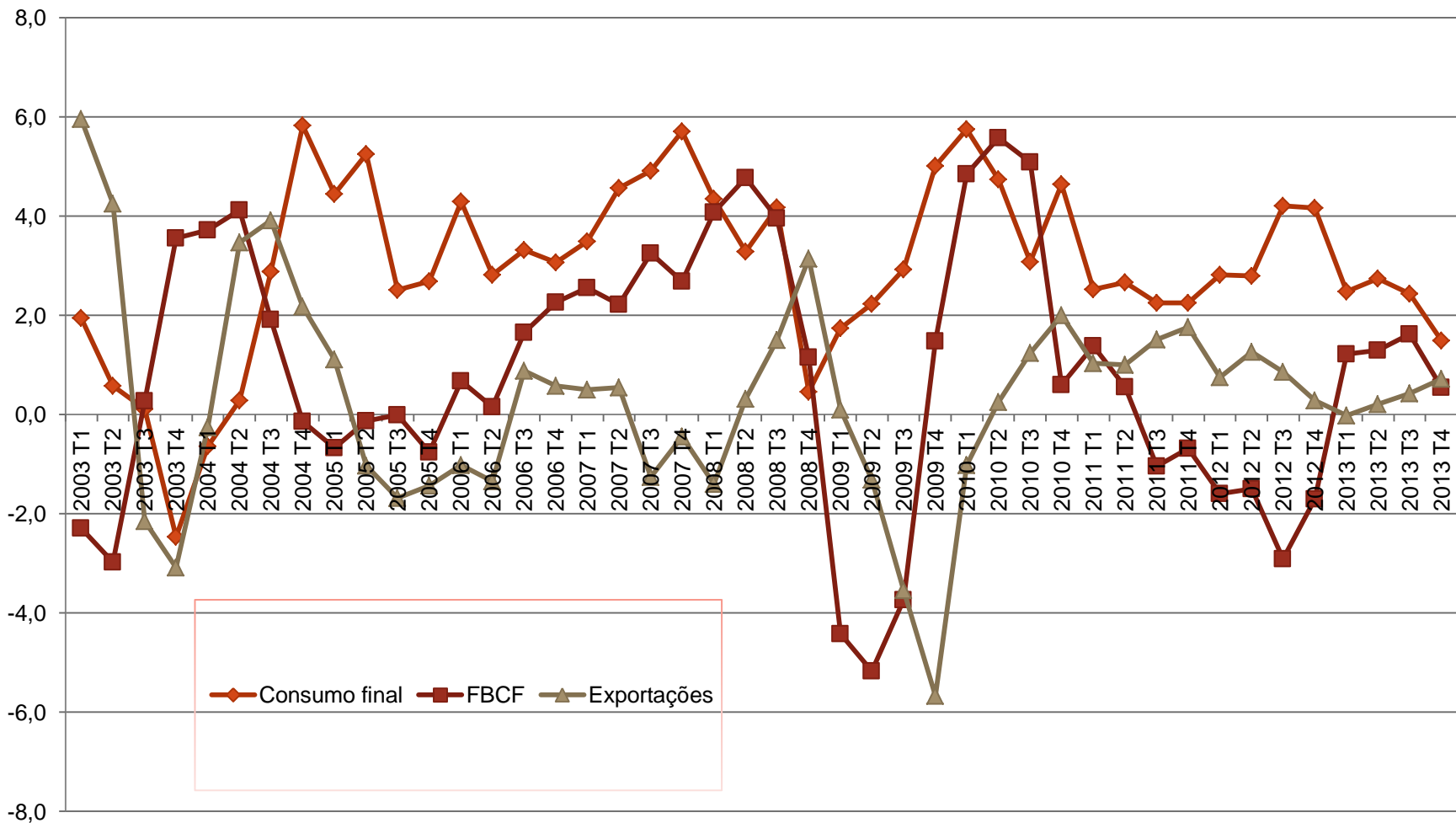
- *Estruturais:*

- Certo esgotamento do ciclo de expansão do consumo puxado pelo crédito.
- Desindustrialização em curso: participação da indústria de transformação no PIB caiu de 18,0% em 2003 para 14,6% em 2011.
- Indústria não tem acesso a demanda e assim aumento da demanda doméstica “vazou” para o exterior.
- Pressão do mercado para mudança na política econômica.

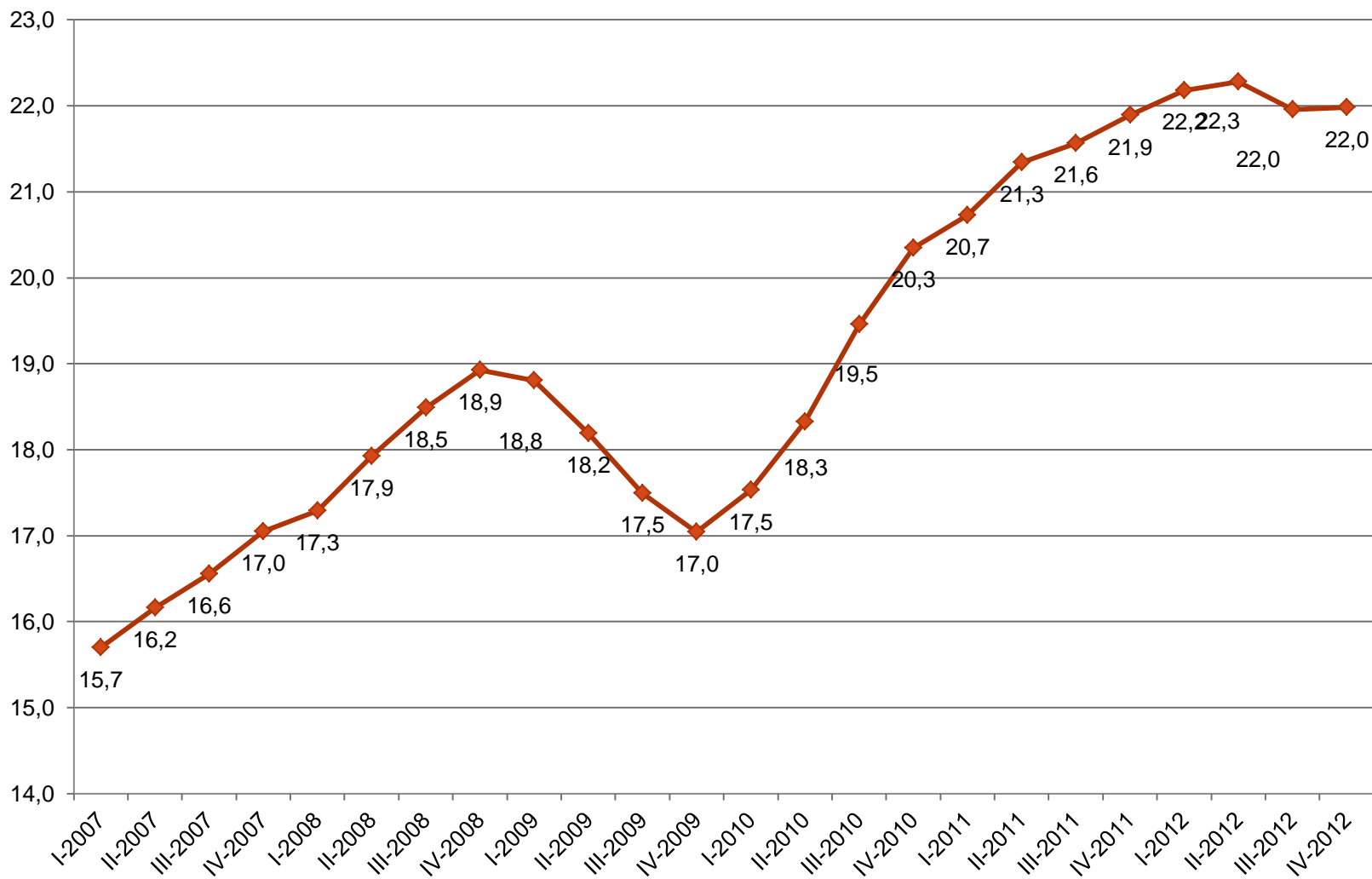
- *Conjunturais:*

- Incerteza no cenário internacional: crise do euro, recuperação lenta das economias avançadas, desaceleração econômica da China.
- Má coordenação de políticas macro em 2011 e 2012, com expansionismo mal feito e mal coordenado.
- Perda de credibilidade das autoridades econômicas.
- Certa deterioração fiscal causada pelo não-êxito das políticas expansionistas.

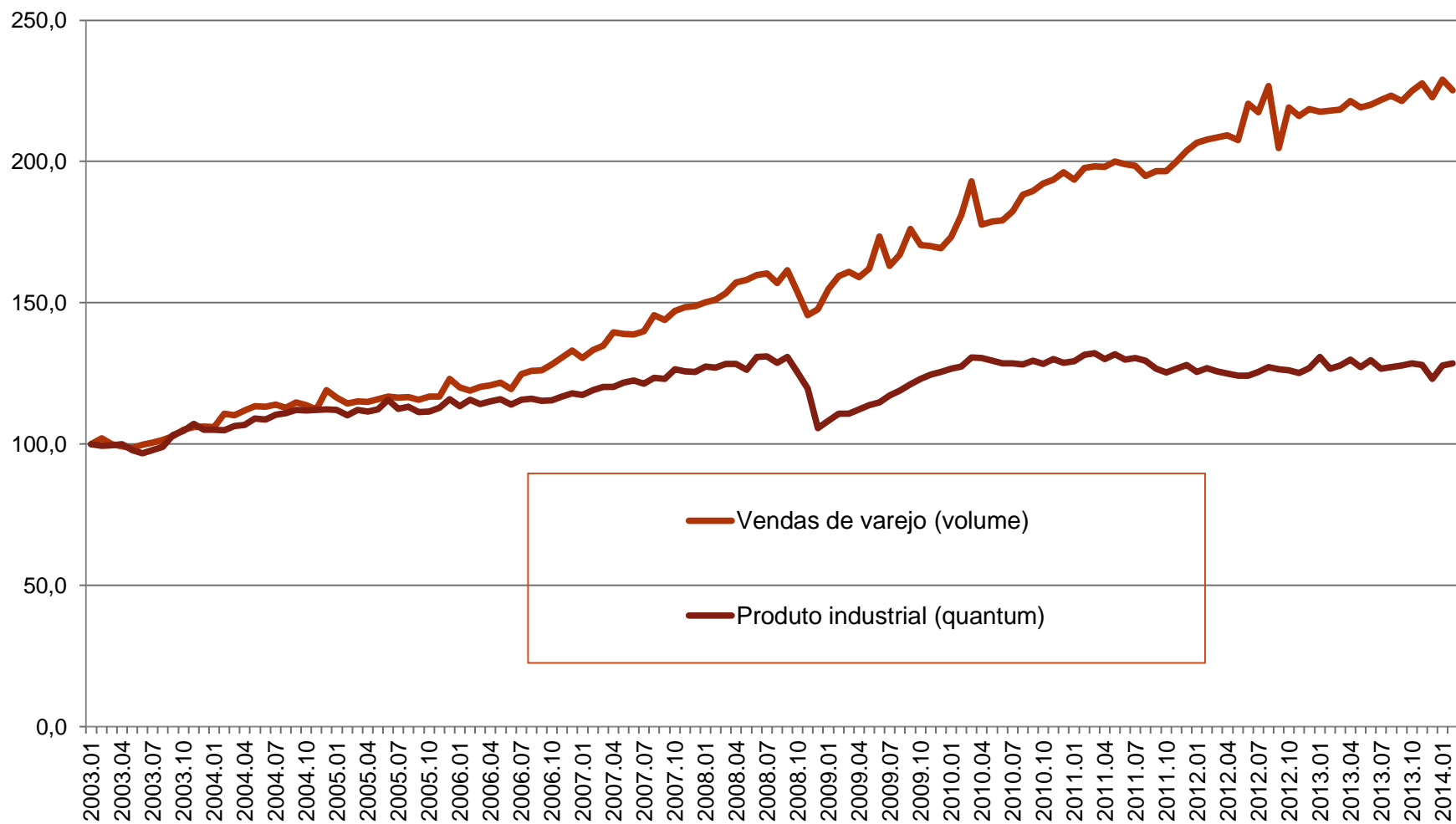
# Contribuição para o crescimento do PIB



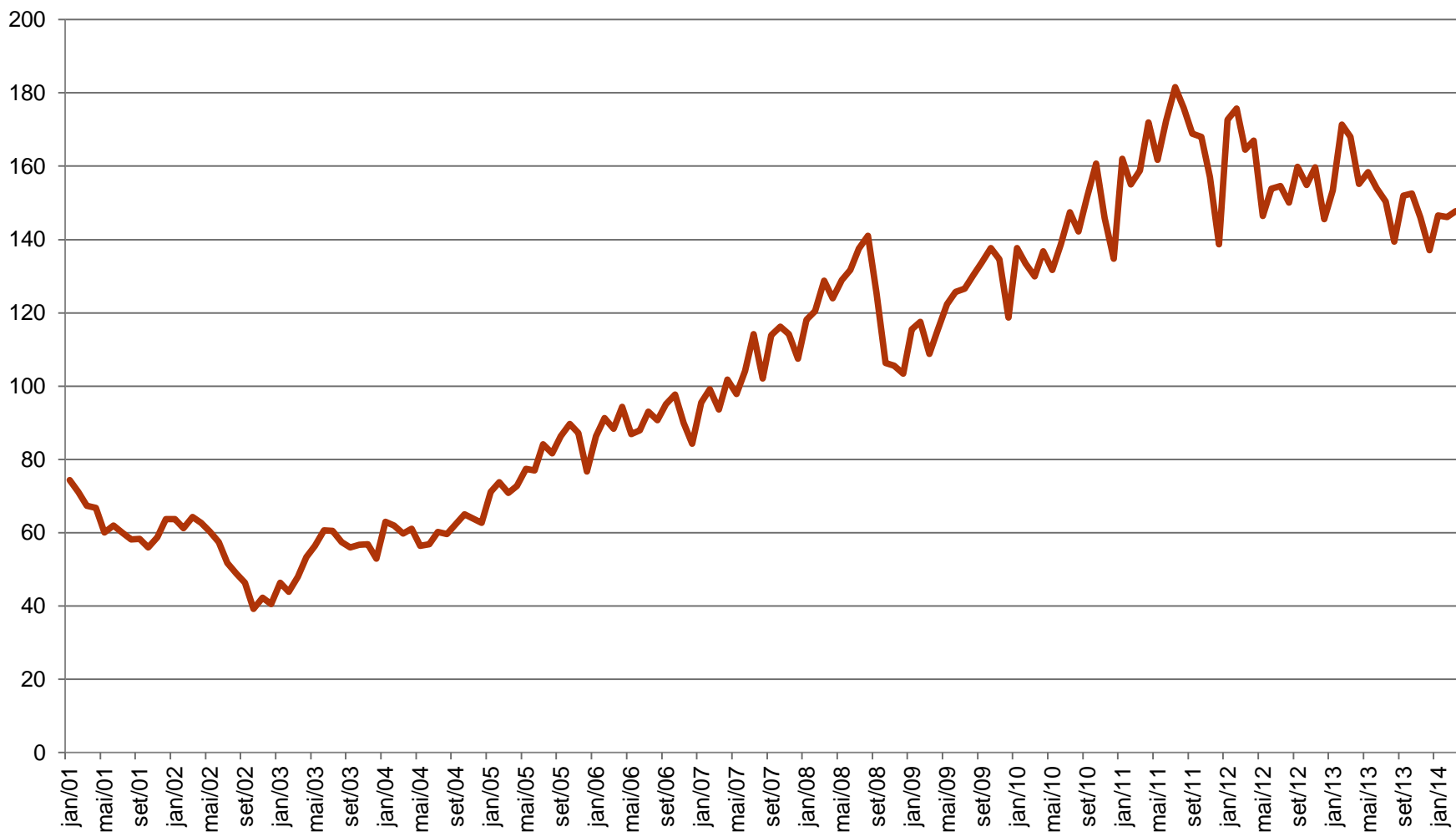
# Coeficiente de importações



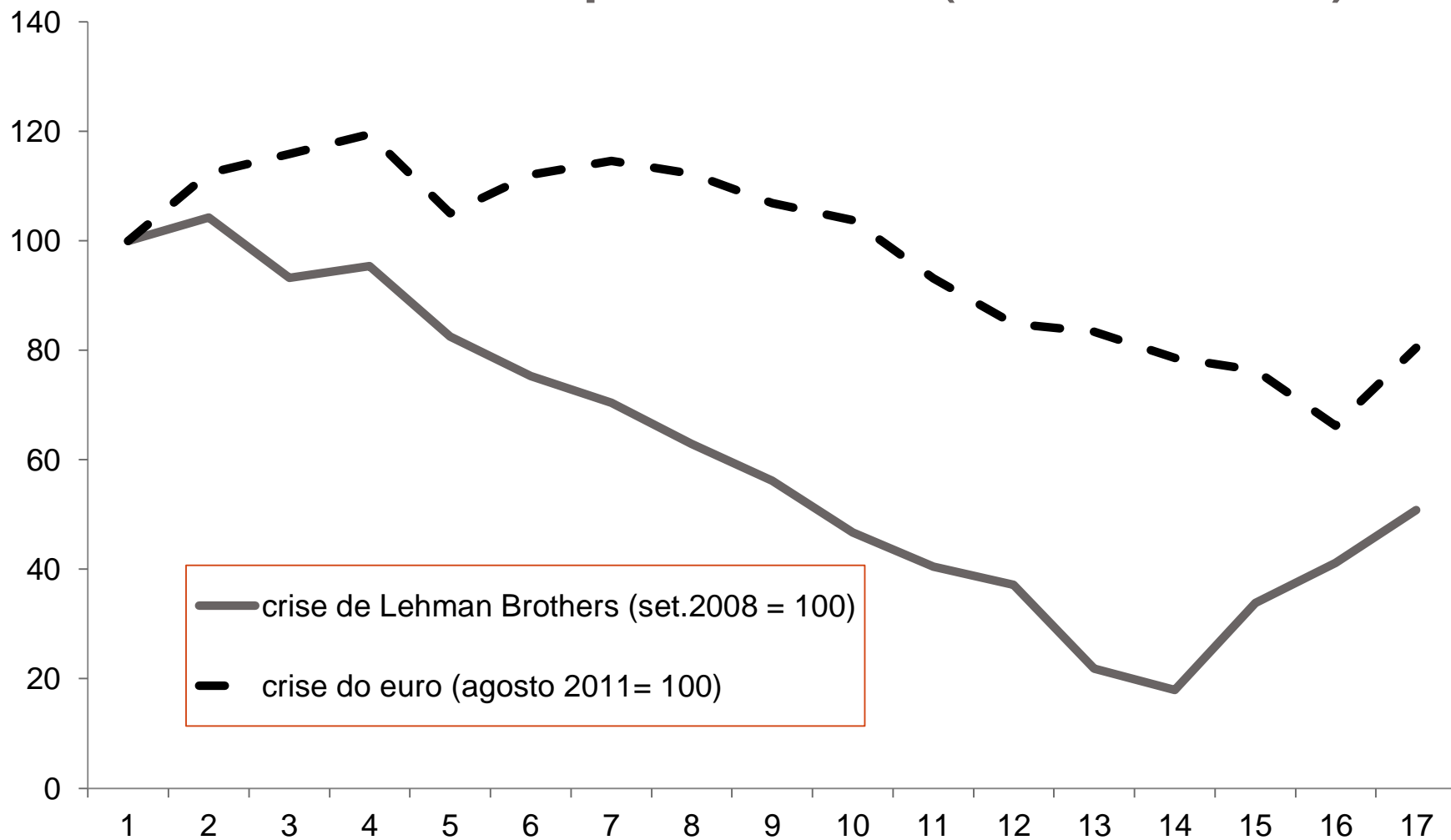
# “Boca de jacaré” (2003.01=100)



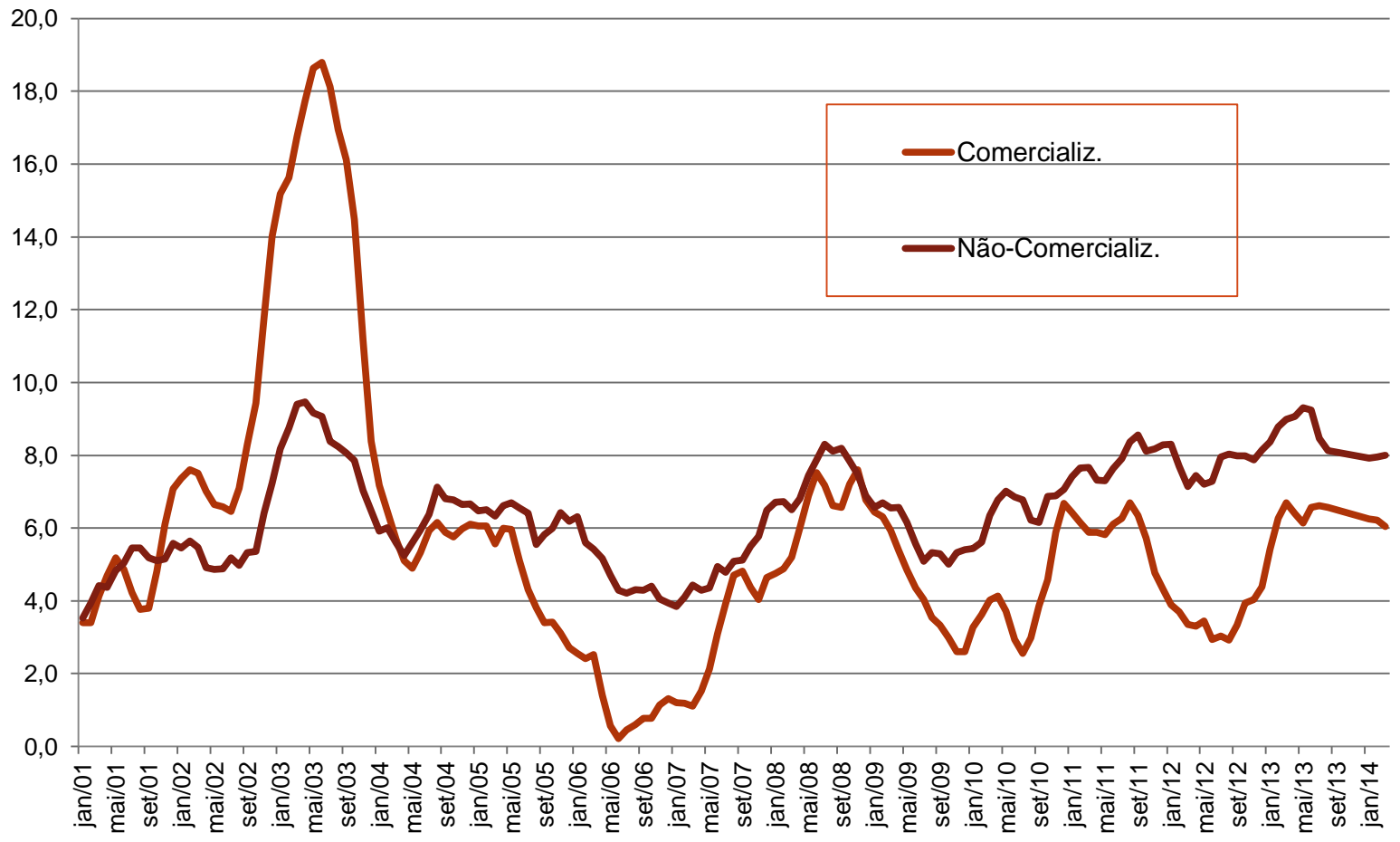
# Custo unitário do trabalho (US\$)



# Saldo fiscal primário (% do PIB)



# IPCA





# Aguire e Calderon (2006)

- Há uma relação negativa e significativa entre crescimento e desalinhamento;
- Efeito sobre crescimento é mais adverso quanto maior for o tamanho da sobrevalorização;
- Pequenas desvalorizações reais (até 12%) têm efeito positivo sobre crescimento, enquanto que grandes desvalorizações têm efeito negativo;
- Há uma relação negativa entre crescimento econômico e a volatilidade do desalinhamento.

# Estudos sobre multiplicador fiscal

- Multiplicador fiscal é maior em períodos de recessão (dependente do estado da economia).
- É influenciado pelo tipo de política monetária que é adotada pelo BC, sendo mais elevado quando se atinge o limite inferior da taxa de juros (Woodford, 2010).
- Tendem a ser maiores com investimento público do que com aumento do consumo do governo ou redução da carga tributária líquida.

# Regime de metas e inflação

- Estudos empíricos não são conclusivos em encontrar que países emergentes que adotam regime de metas de inflação tem uma performance melhor em termos de produto e inflação em relação aos que não adotam.
- Há uma relação não-linear entre inflação e crescimento econômico.
- Com relação ao nível “ótimo” da taxa de inflação alguns estudos apontam um patamar entre 4 a 10% a.a., sempre maiores do que economias avançadas.

# O problema atual da economia brasileira: baixa taxa de investimento

- Taxa de investimento tem flutuado últimos anos ao redor de 18,5% do PIB.
- Estima-se que para crescer 5,0% seria necessário uma taxa de investimento de cerca de 24% do PIB.
- Alguns problemas: (i) investimento privado não responde a estímulos do governo; (ii) investimento público cresce mas é insuficiente para dar sustentação ao investimento global; (iii) taxa de juros elevadas (“jabuticaba” brasileira”) e taxa de câmbio ainda apreciada.

# O que fazer?

- *Outros problemas:*

- a) Grau de autonomia da política econômica com conta capital aberta e regime de metas.
- b) Repique inflacionário recente diminui raio de manobra para adoção de uma política mais expansionista.
- c) Certa perda de credibilidade das autoridades econômicas para fazerem políticas contracíclicas.

- *Desafios:*

- a) Reduzir a taxa de juros e desvalorizar a tx de cambio a médio prazo.
- b) Acelerar o investimento público em infra-estrutura.

# O que fazer?

- Por algum tempo devemos conviver com uma taxa de inflação elevada (5 a 6,5% a.a.)
- Regime de metas não deve ser uma “camisa de força” para o crescimento. BCB deve ter duplo mandato: inflação e emprego.
- Redução da taxa de juros: acabar com resquícios da indexação financeira + flexibilização no regime de metas.
- *Profit-led growth x wage-led growth*

# O que fazer?

- Deve-se buscar uma boa coordenação de políticas para compatibilizar crescimento com estabilidade.
- *Política cambial*: regime de câmbio administrado objetivando uma tx cambio competitiva e relativamente estável.
  - > Regulação da conta k com operações esterilizadas.
  - > Taxa de câmbio industrial de equilíbrio: Marconi (2012) calcula essa taxa em R\$ 2,75.
- *Politica fiscal*: maior transparência fiscal e aumento no investimento público para garantir estabilização do nível de atividade econômica.
  - > regra de ouro: endividar para sustentar investimento público
- *Política salarial*: taxa de variação de salários igual a meta de inflação e tx de crescimento da produtividade do trabalho.
- Política de rendas?