

**Desafios para a economia  
brasileira: uma perspectiva  
keynesiana  
Natal, ANPEC, 13/12/2017**

Luiz Fernando de Paula  
Professor Titular da FCE/UERJ e ex-  
Presidente da AKB

# Estrutura

- Fatos estilizados e contexto macro geral
- Política economia nos Governos Lula: da ortodoxia à política anticíclica
- Política econômica em Dilma I: da ortodoxia a Nova Matriz Macroeconômica
- Política econômica em Dilma I: o fracasso da austeridade
- Política econômica no Governo Temer: ajuste ortodoxo e neoliberal

# Fatos estilizados: da expansão à crise

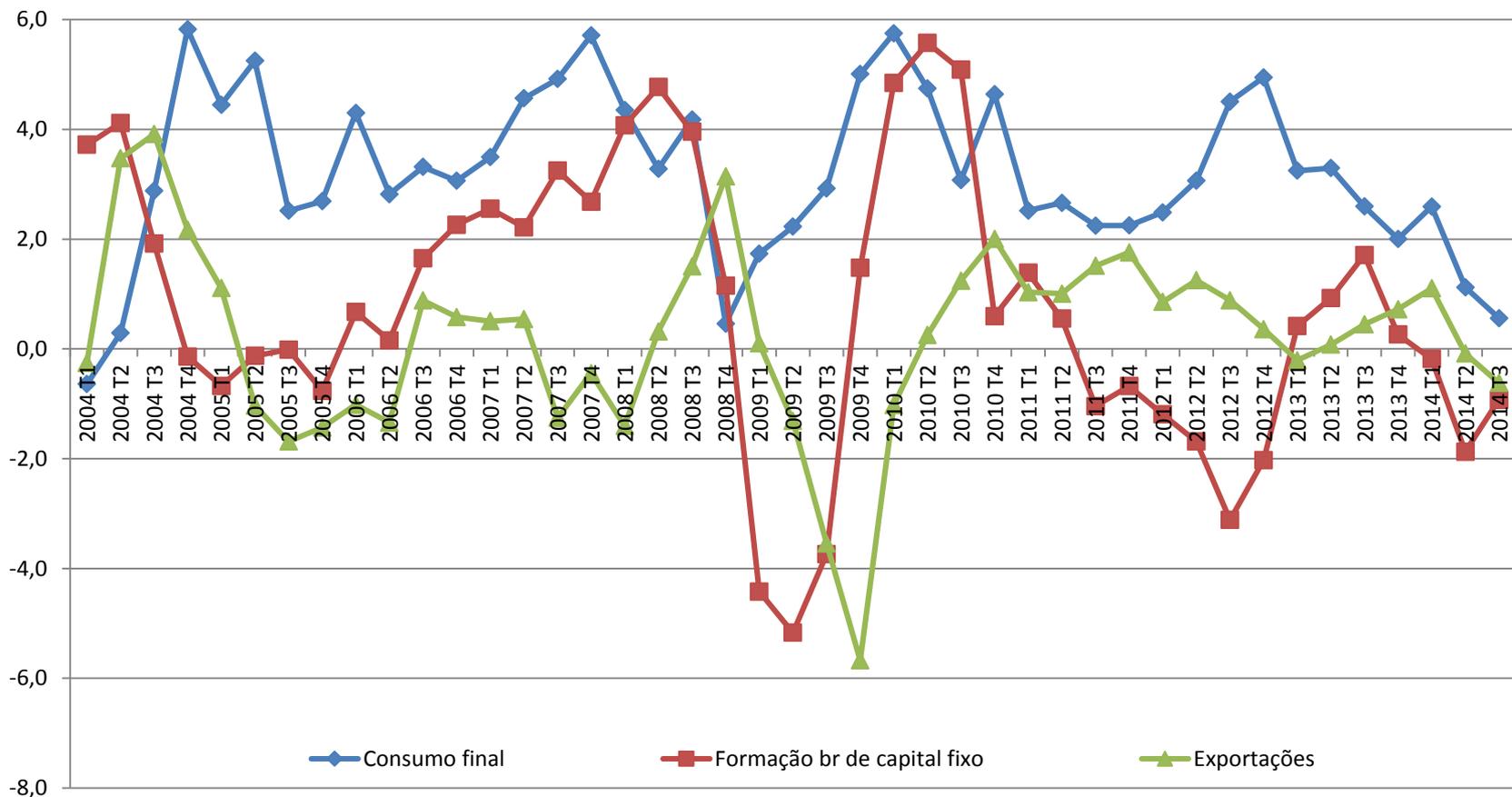
- Taxa média anual de crescimento real do PIB: 4,0% em 2004-2013; -2,3% em 2014-2016
- Taxa de desemprego: 12,4% em dez/2003 para 5,0% em dez/2014; e 8,0% em fev/2016.

# Crescimento do PIB real

**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
2016	-3,6	-6,6	-3,8	-2,7

# Contribuição para o crescimento do PIB (%)



# Tripé Macroeconômico (desde 1999)

1

- REGIME MONETÁRIO: METAS DE INFLAÇÃO
- Política monetária operada via taxa de juros voltada para estabilização de preços

2

- REGIME FISCAL: METAS DE SUPERÁVIT FISCAL PRIMÁRIO
- Estabilização da relação dívida pública/PIB para evitar dominância fiscal

3

- REGIME CAMBIAL: CÂMBIO FLUTUANTE
- Permite absorver choque externo e maior autonomia de política monetária

# 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

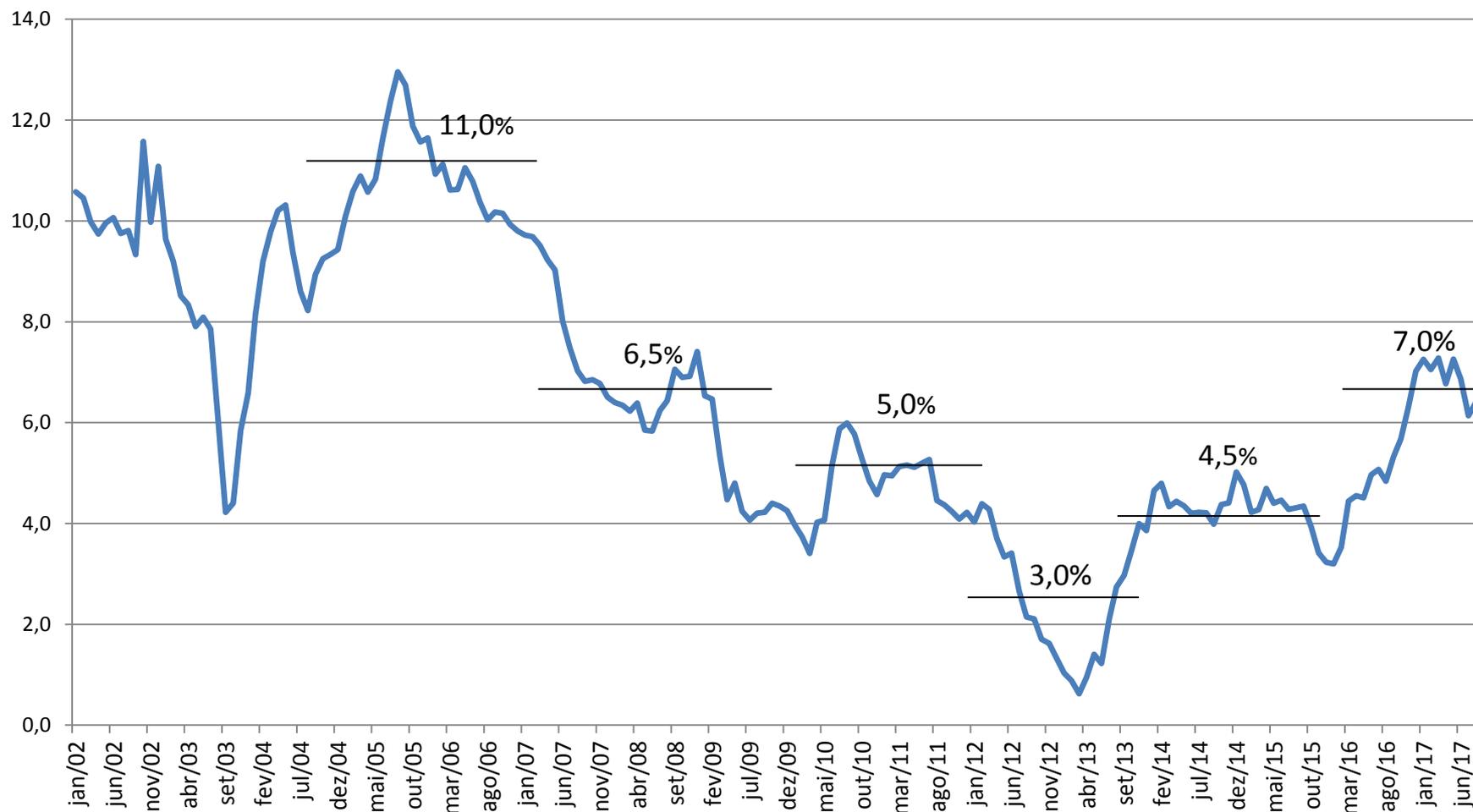
# Governos Lula: política econômica



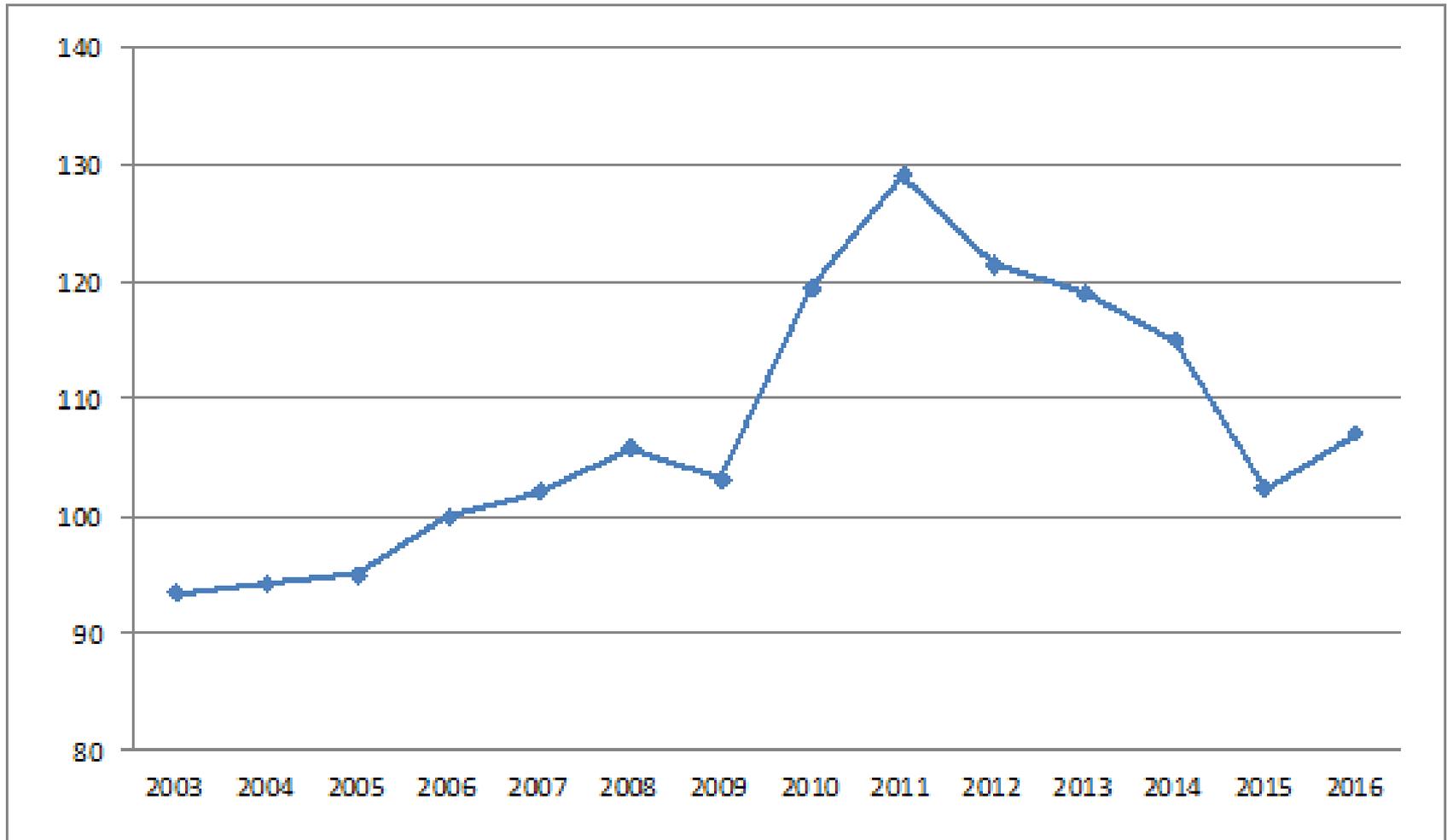
# Dados fiscais e dívida pública (% do PIB)

	Resultado primário	Serviço da dívida	Resultado nominal	Dívida pública líquida	Dívida pública 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	56,0
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	9,0	46,0	69,6

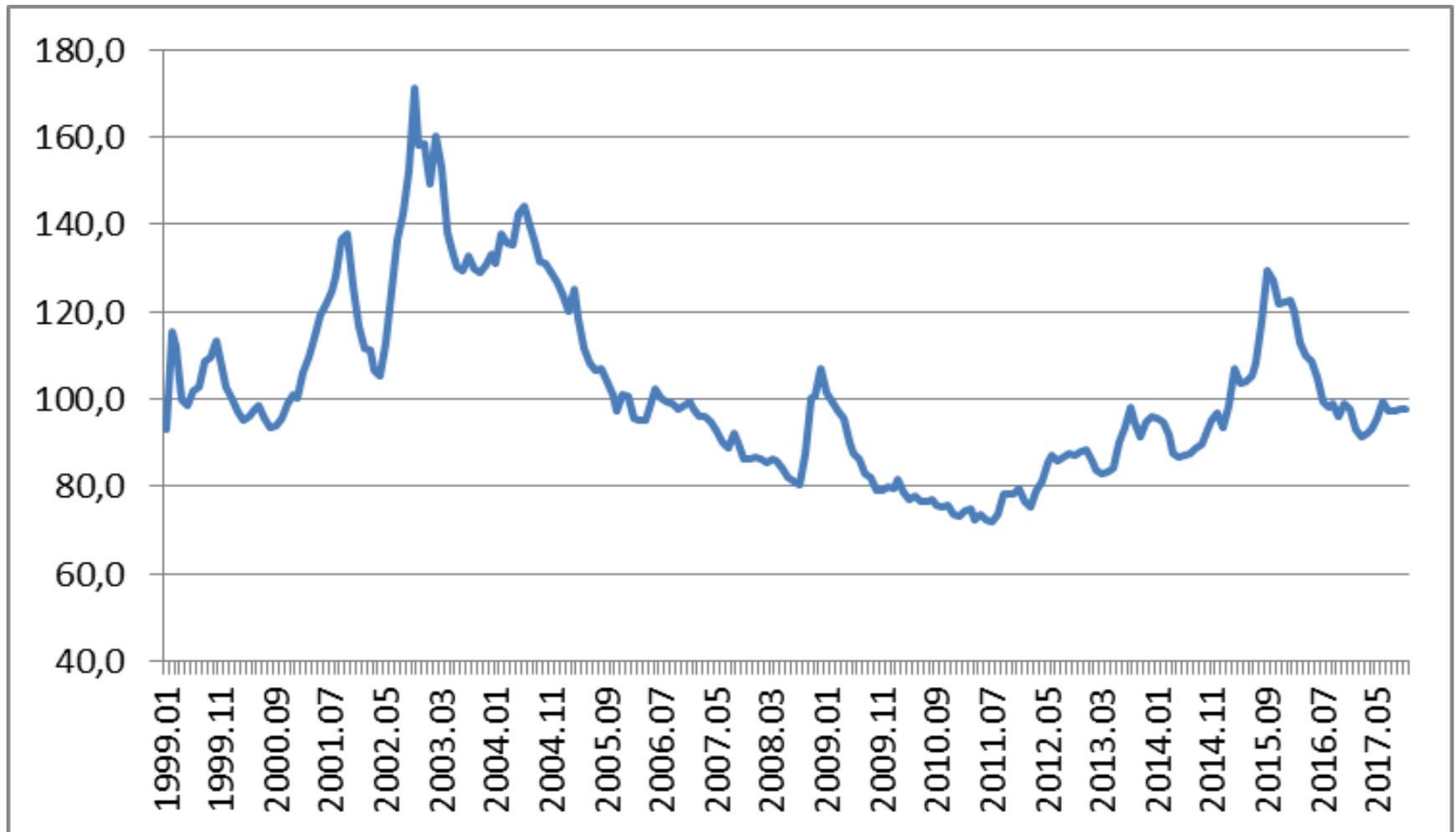
# Taxas reais juros reais declinantes mas ainda elevadas...



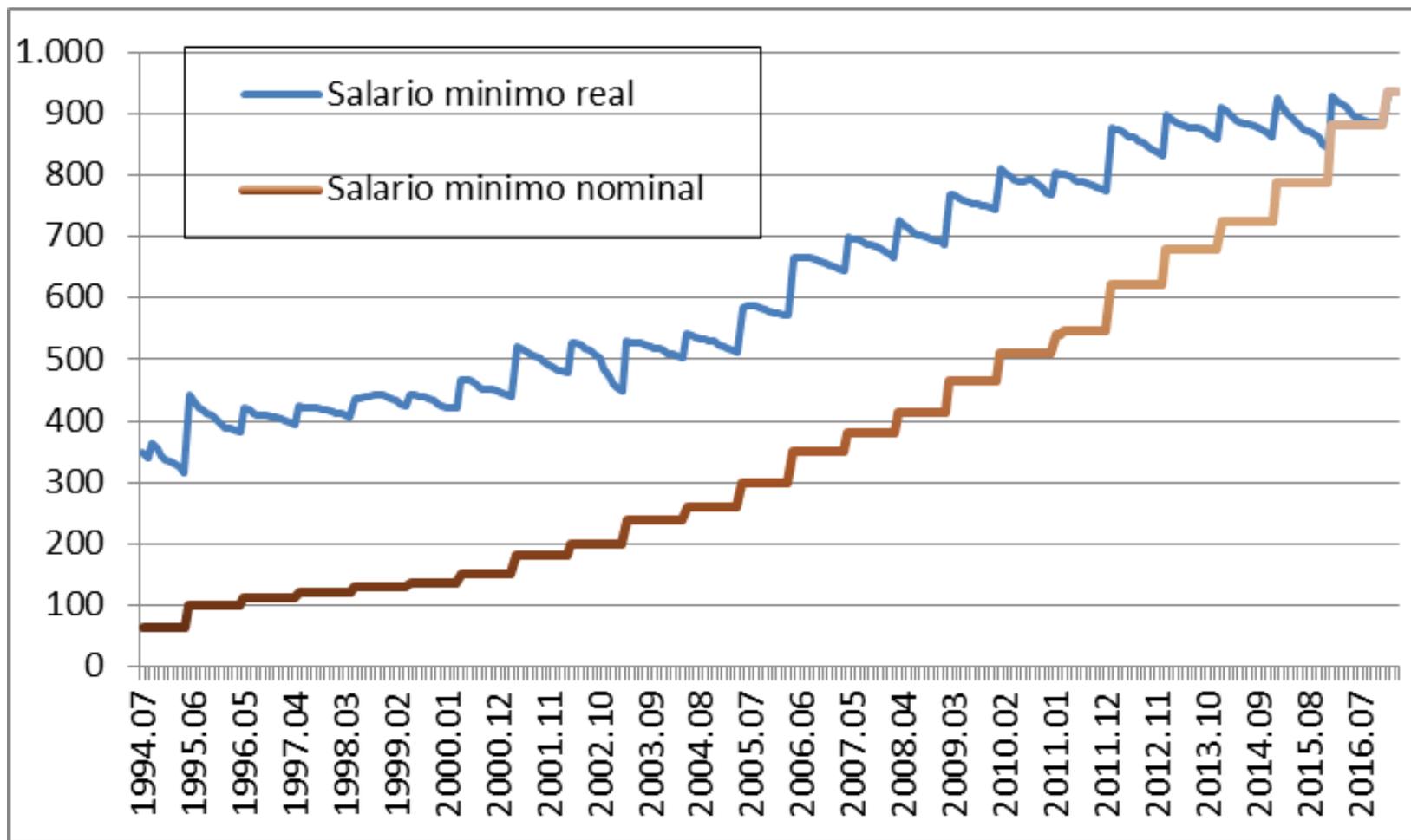
# Termos de troca (média 100=2006)



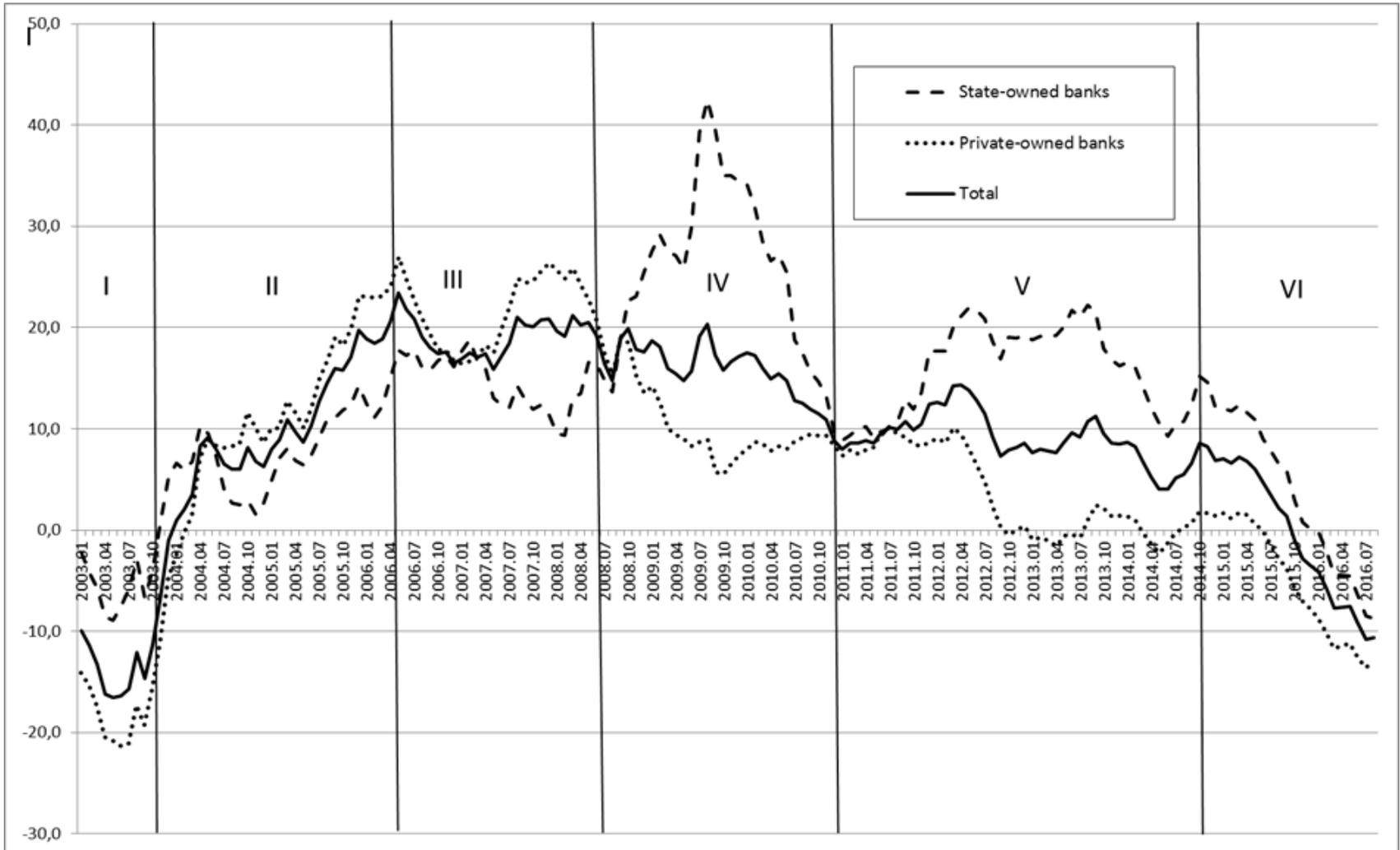
# Taxa de câmbio real efetiva (jun/94=100)



# Salário mínimo (R\$)



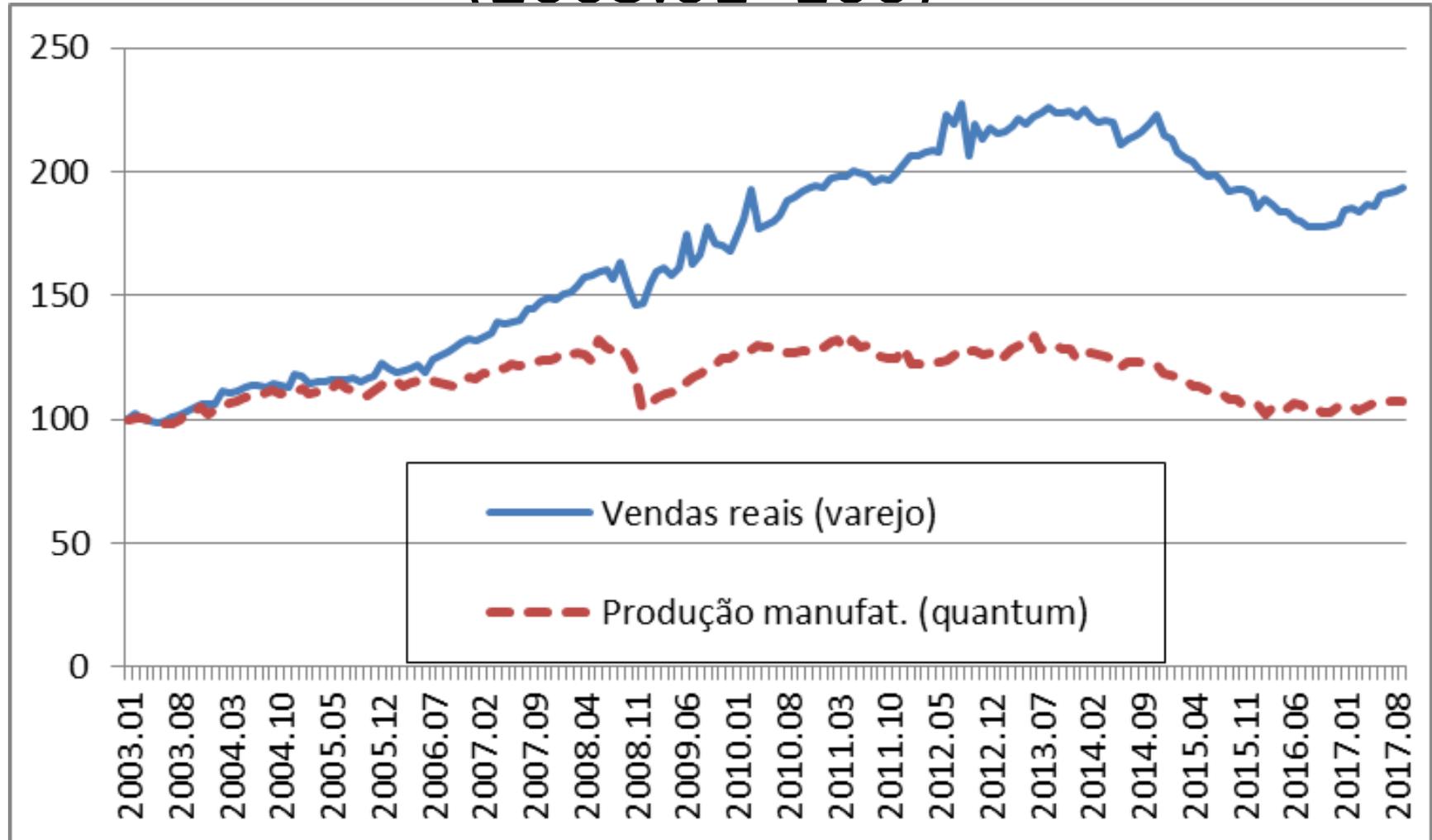
# Taxa de crescimento do crédito (% 12 meses)



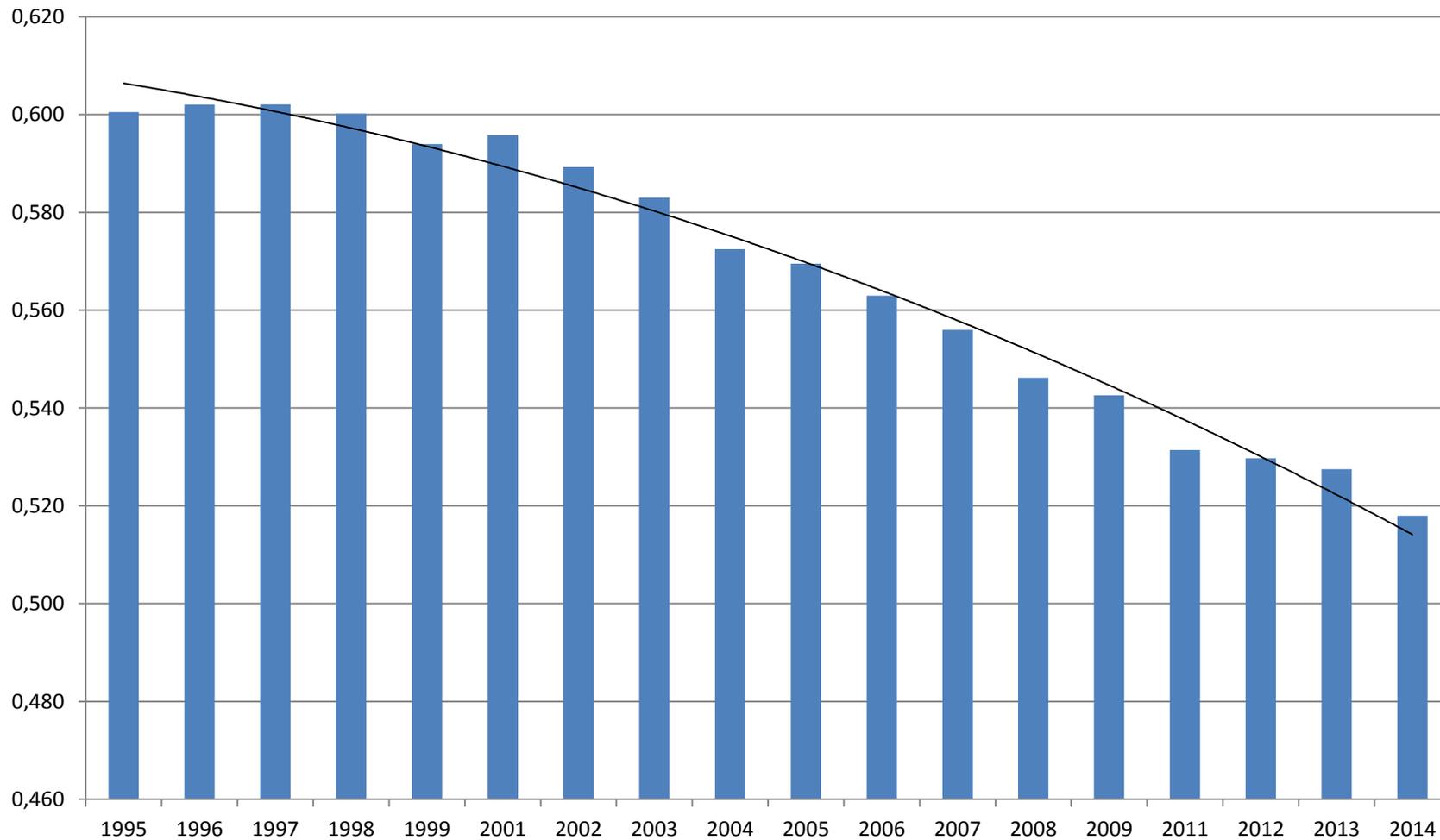
# Aumento da Participação dos Salários no PIB (Massa salarial deflacionada pelo INPC dividido pelo PIB deflacionado pelo deflator implícito)



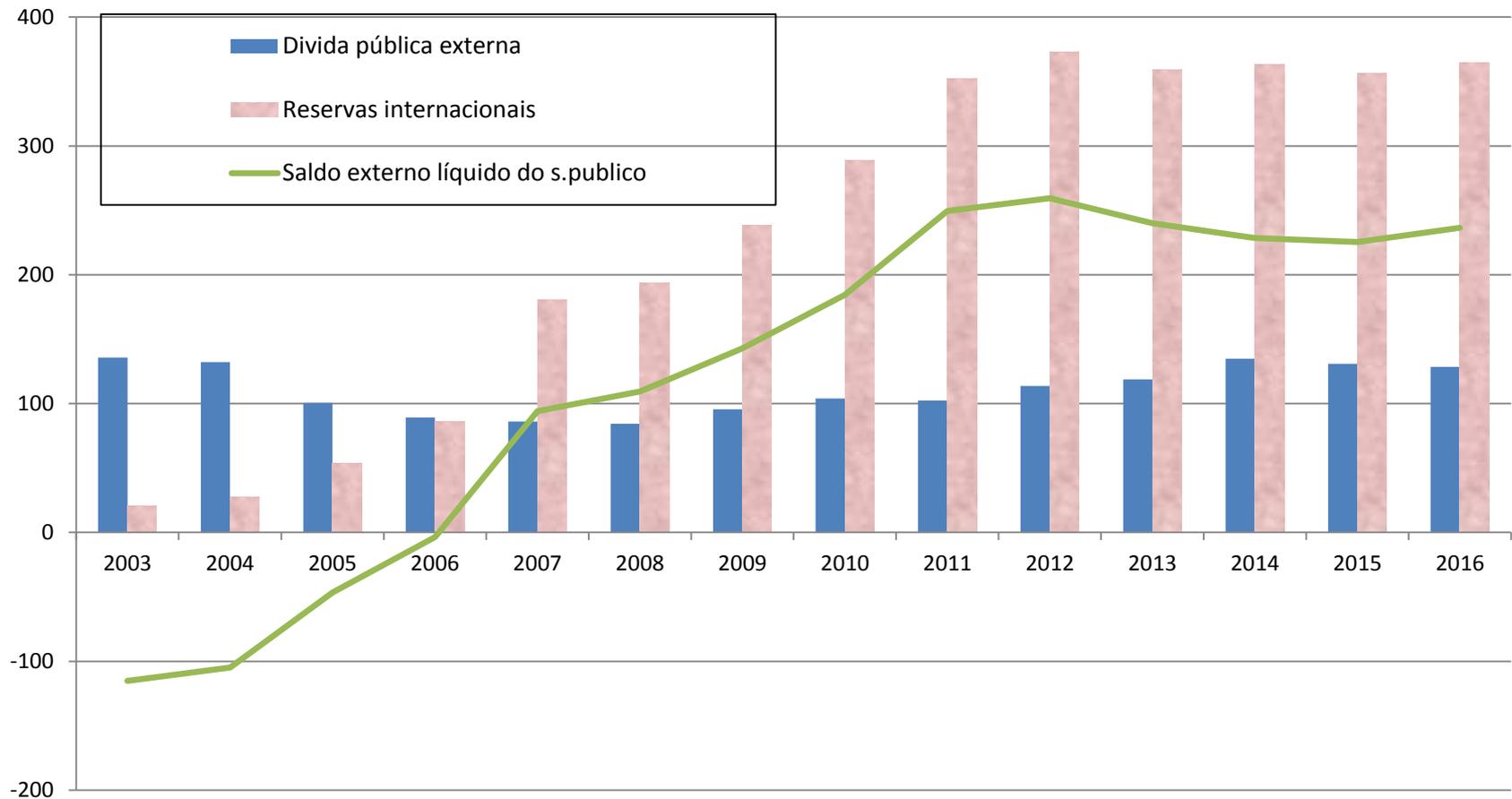
# Efeito “boca de jacaré”: Vendas reais no varejo X produção manufatureira (2003.01=100)



# Indice de Gini



# Saldo externo do setor público



# Contágio da crise e políticas contracíclicas

- Efeito contágio: “parada súbita” de capitais (crédito externo e portfolio), forte contração do crédito, derivativos cambiais...
- Políticas adotadas: crédito do BCB para exportações, reforço a liquidez do setor bancário, intervenção do BCB no mercado cambial, redução de IPI para automóveis e eletrodomésticos, ação contracíclica dos bancos públicos, aumento do período de concessão de seguro desemprego, “Minha Casa, Minha Vida”.
- Favorecida pela melhoria no cenário externo em 2009: aumento nos preços das commodities (efeito China).

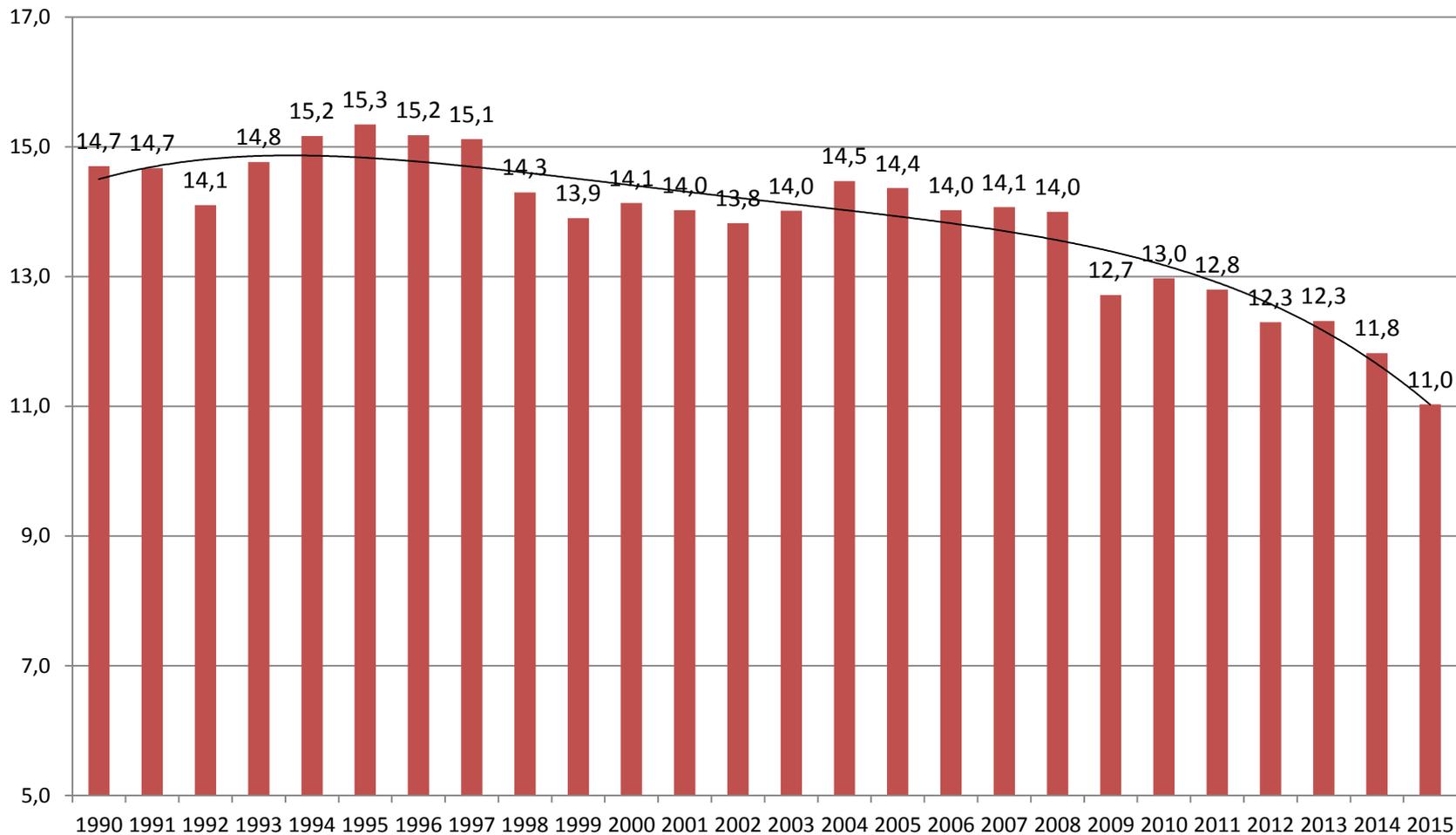
# Críticas a política econômica de Lula

- Combinação perversa entre taxa de juros, cambio e salários
- Populismo cambial?
- Estímulo à demanda deu estímulo a produção doméstica, mas acabou vazando para o exterior (substituição de produção doméstica por importações)
- Custos elevados da política de esterilização de reservas cambiais
- Tendência a um “esmagamento dos lucros”
- Resultados não tão robustos na distribuição de renda

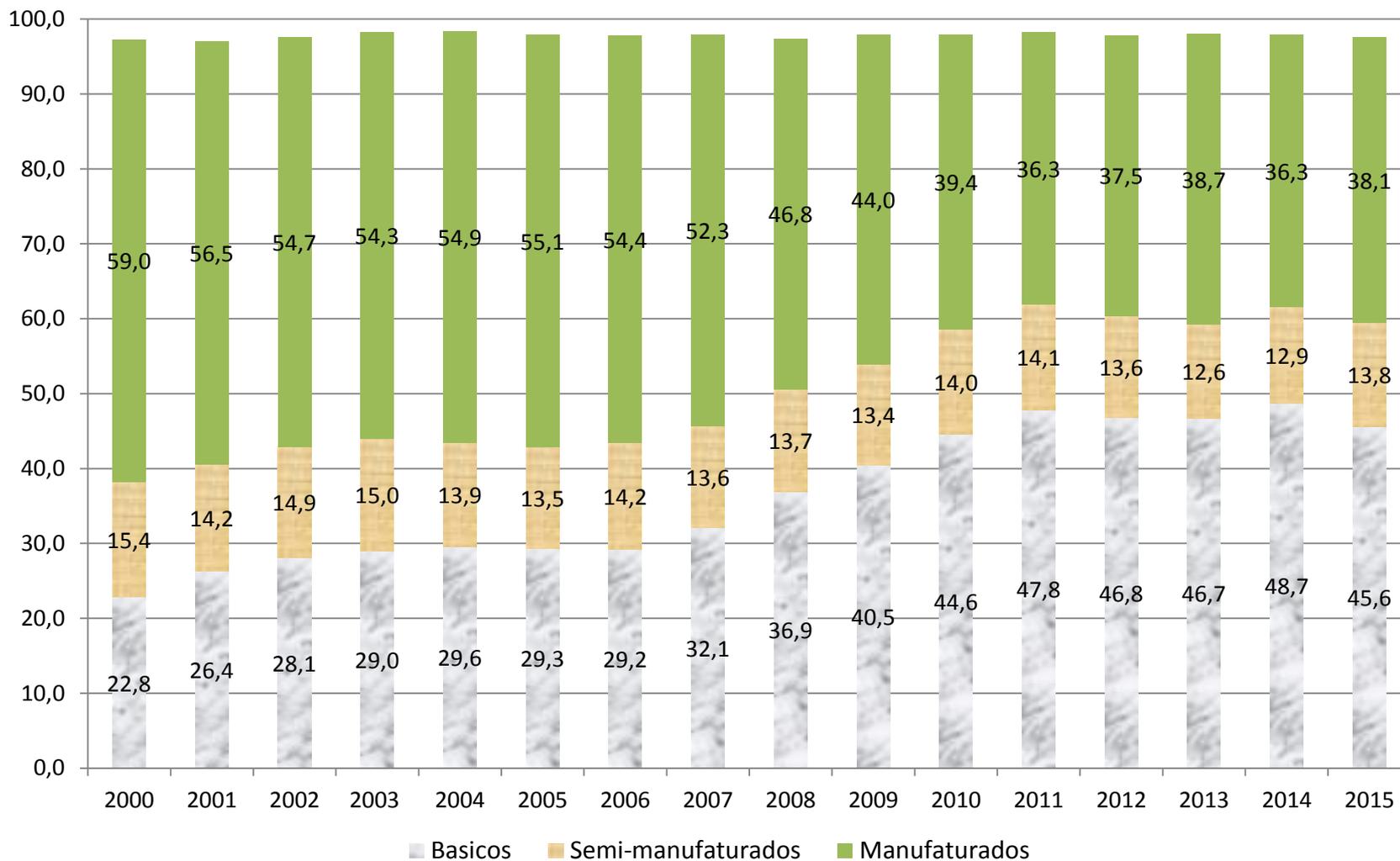
# Distribuição da renda e da riqueza

- Estudos a partir das declarações do IR: queda na desigualdade na década de 2000 ficou restrita a base da pirâmide, com fatia dos mais pobres ocupando espaço dos estratos intermediários.
- Fatia de renda dos mais ricos (renda de propriedade) cresceu antes da crise e resistiu a queda no período posterior.
- Rendimentos financeiros, lucros dividendos e heranças e doações representam quase 40% da renda do país (Menezes Filho, 2017)
- Morgan (2017) – 2001/2015: renda média dos 1% + ricos cresceu 31%, 50% + pobres cresceu 29% e classe média (40% que ganham entre R\$ 1,4 mil e R\$ 5,0 mil) cresceu apenas 12%.

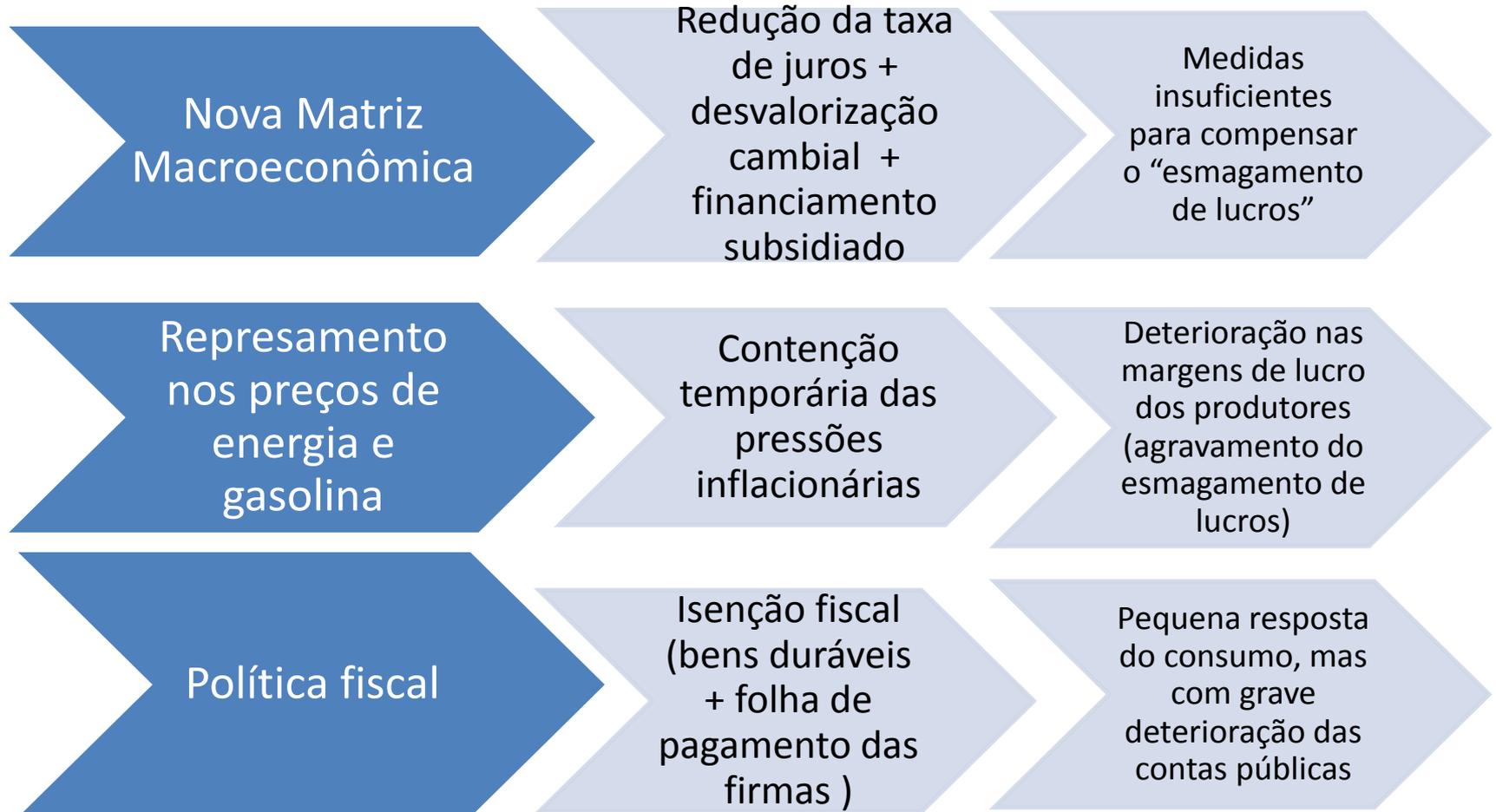
# Desindustrialização (% indústria de transformação no valor adicionado)



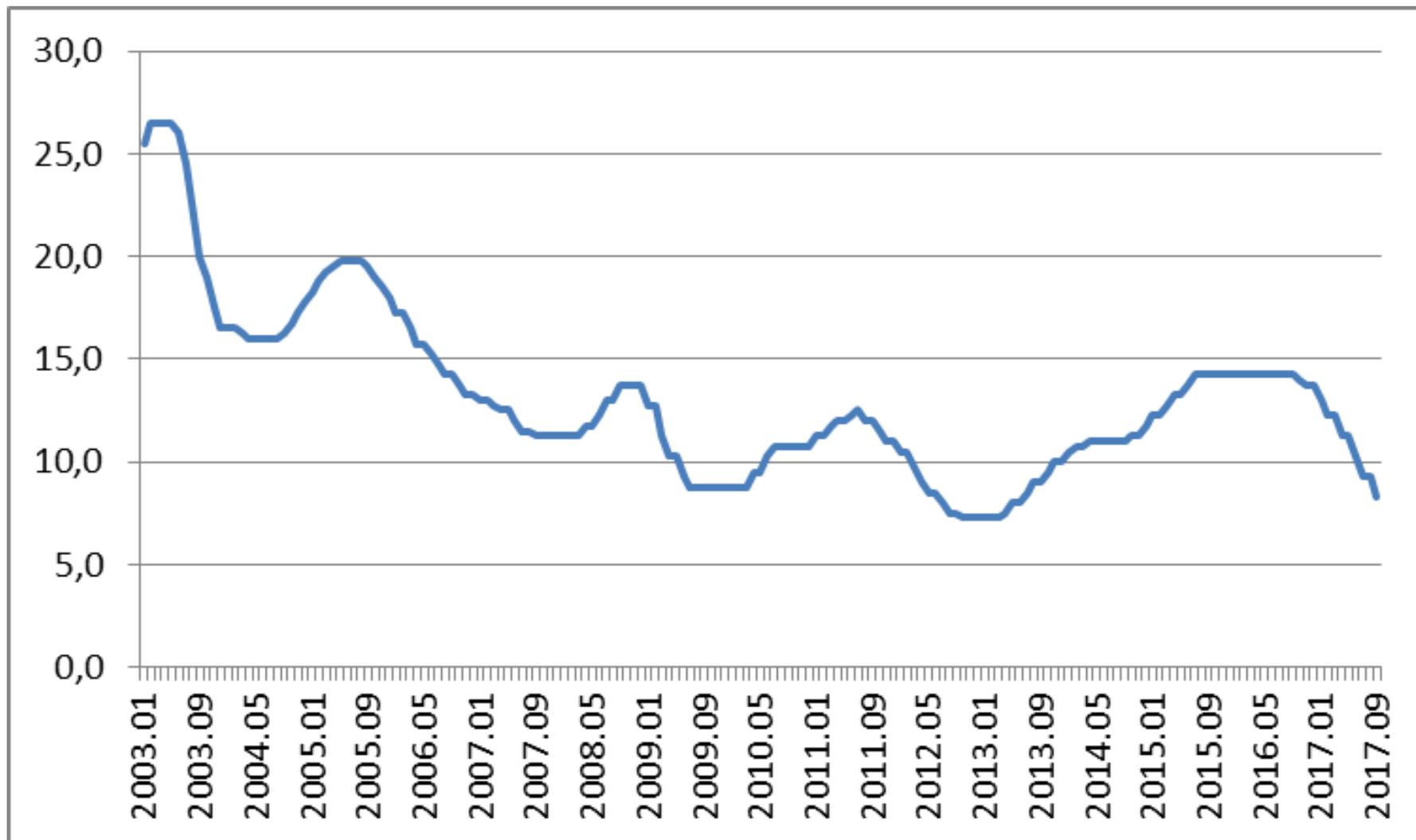
# Exportações brasileiras por fator agregado (US\$ milhões FOB)



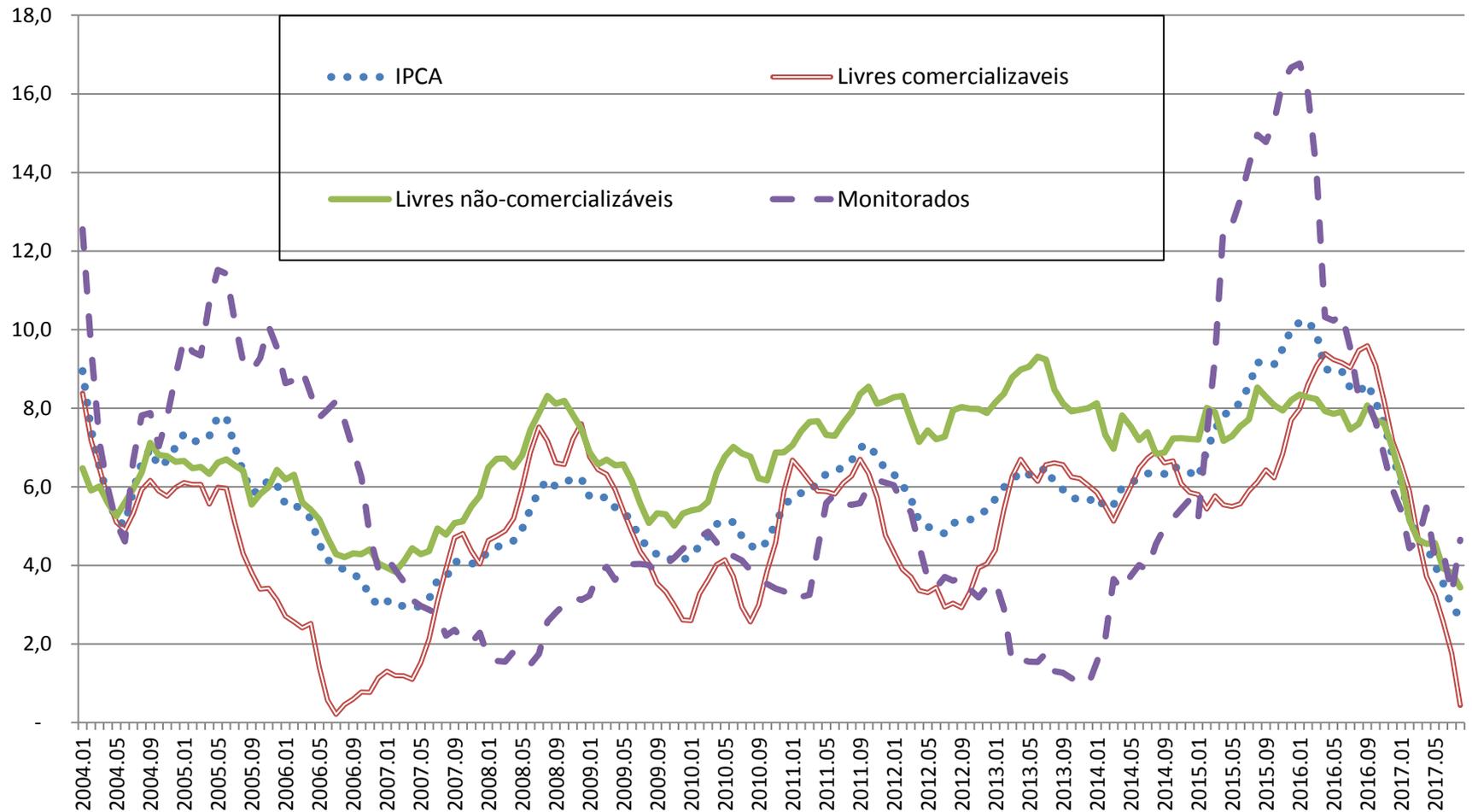
# Experiência desenvolvimentista dos governos do PT: Dilma I



# Taxa Selic (% a.a.)



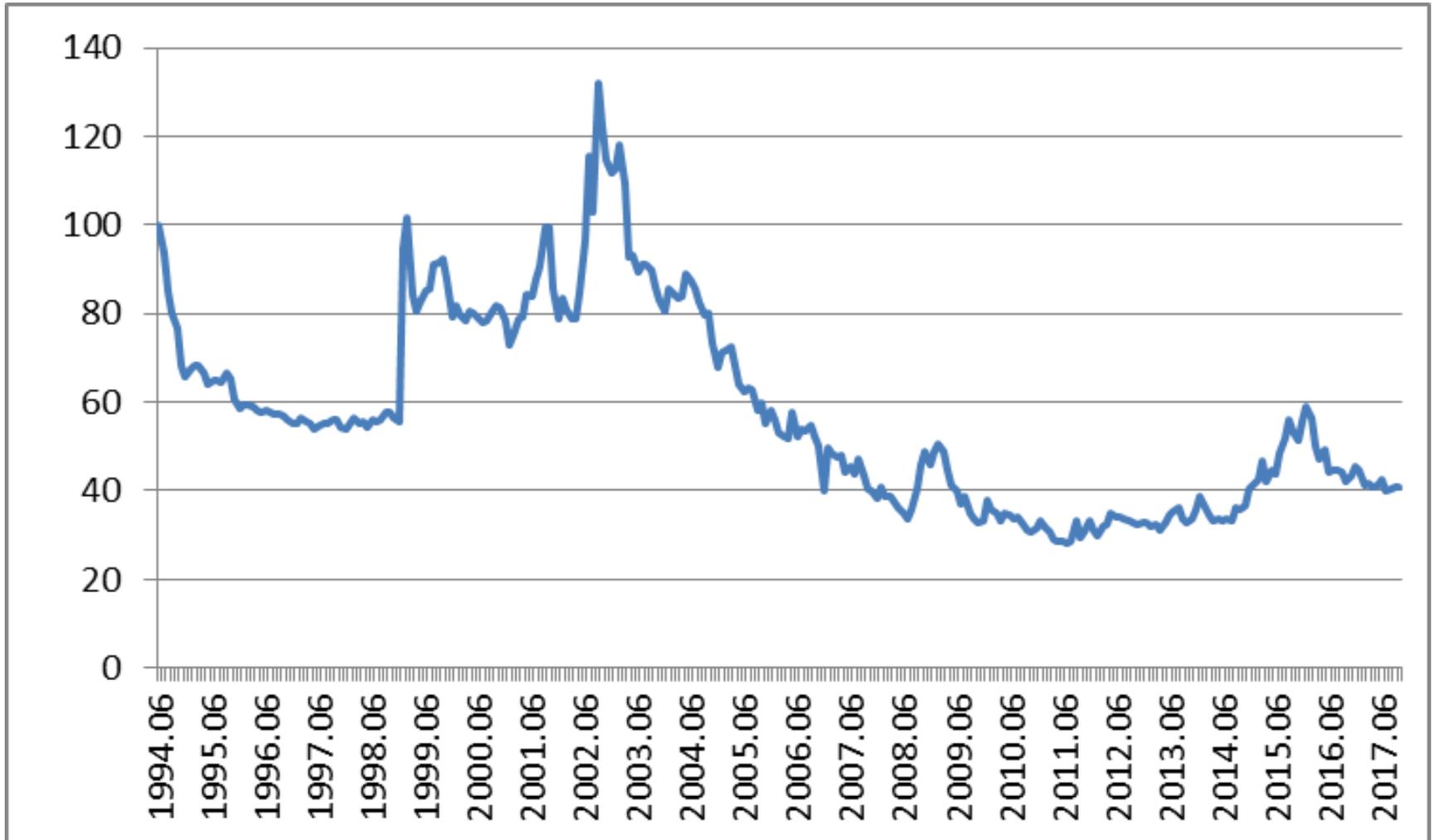
# IPCA (% a.a.)



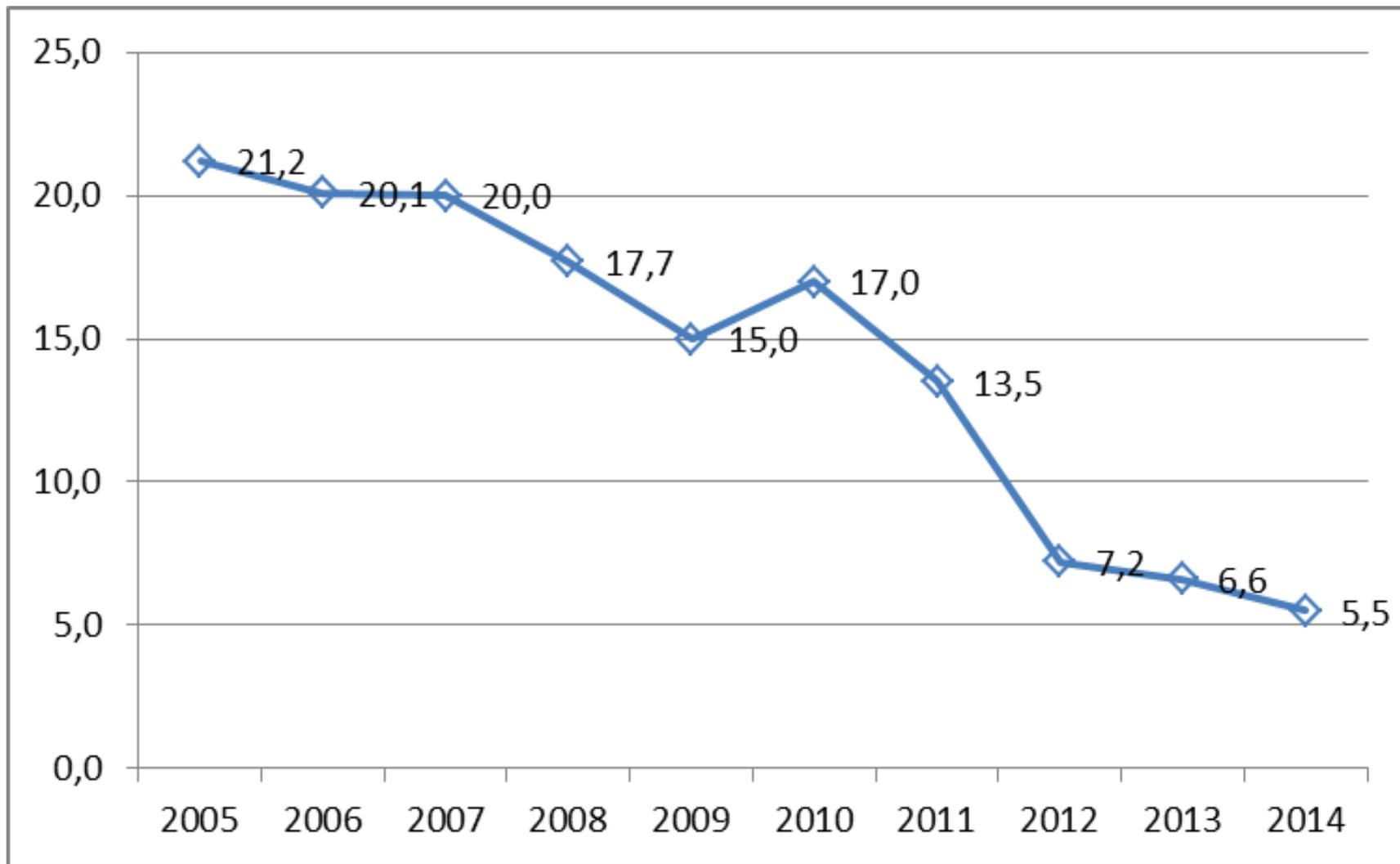
# Taxa de crescimento do investimento público (% a.a.)

	Governo	Governo	Governo	Administração	Bancos estatais	Setor
Período	Federal	estadual	municipal	pública	federais	público
2002-2006	-0.6	1.9	0.1	0.6	0,0	0.4
2006-2010	25.4	13.8	6.1	13.5	23.2	17,0
2010-2014	-0.4	1.9	-2.4	-0.1	-2.4	-1,0
2011-2015	-6.2	-3.9	-2.5	-4,0	-6.9	-5.2
Fonte: Orair (2016, p.16).						
(*) Dados deflacionados pelo deflator implícito do PIB para 2015.						

# Taxa de cambio/salário – 1994/2016

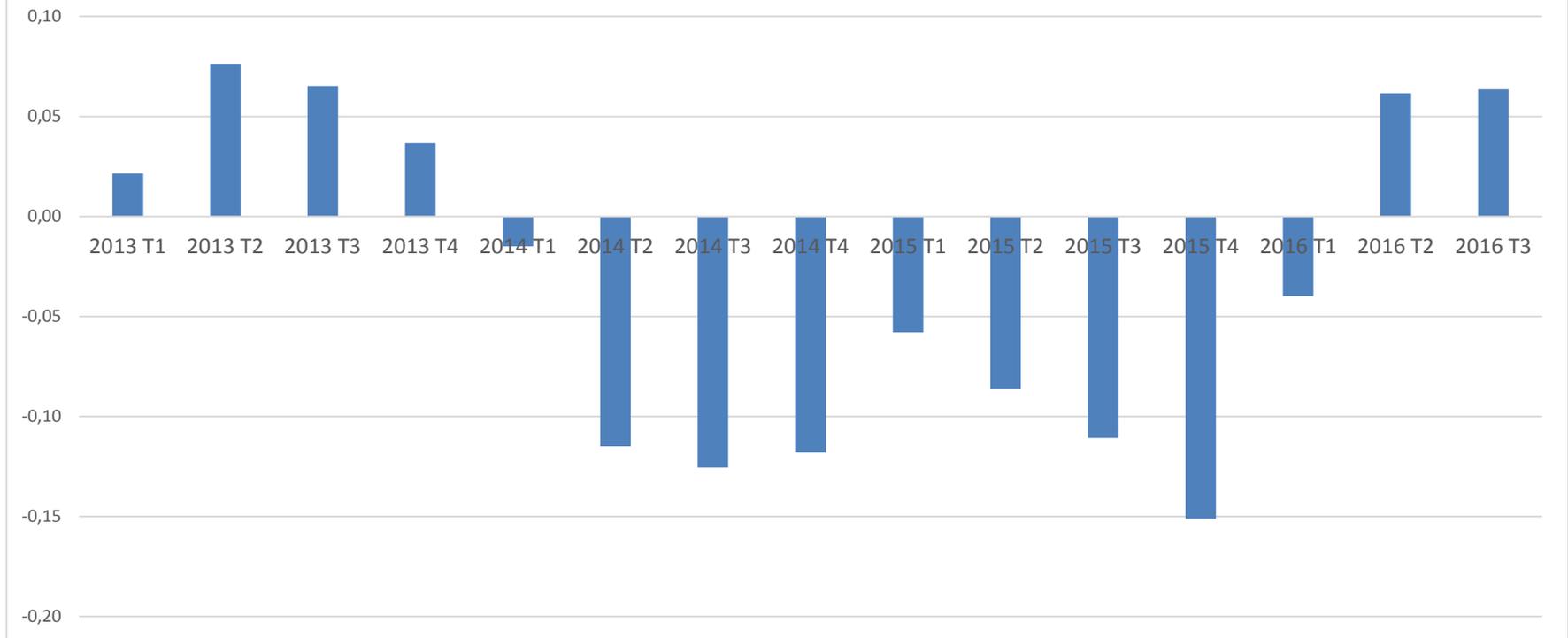


# Retorno sobre patrimônio líquido (ROE) das cias abertas - % (CEMEC, 2015)



# Esmagamento de lucros levou a redução na acumulação de capital

Figura 3- Taxa de Crescimento da Formação Bruta de Capital Fixo, na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior (2013.T1-2016.T3)



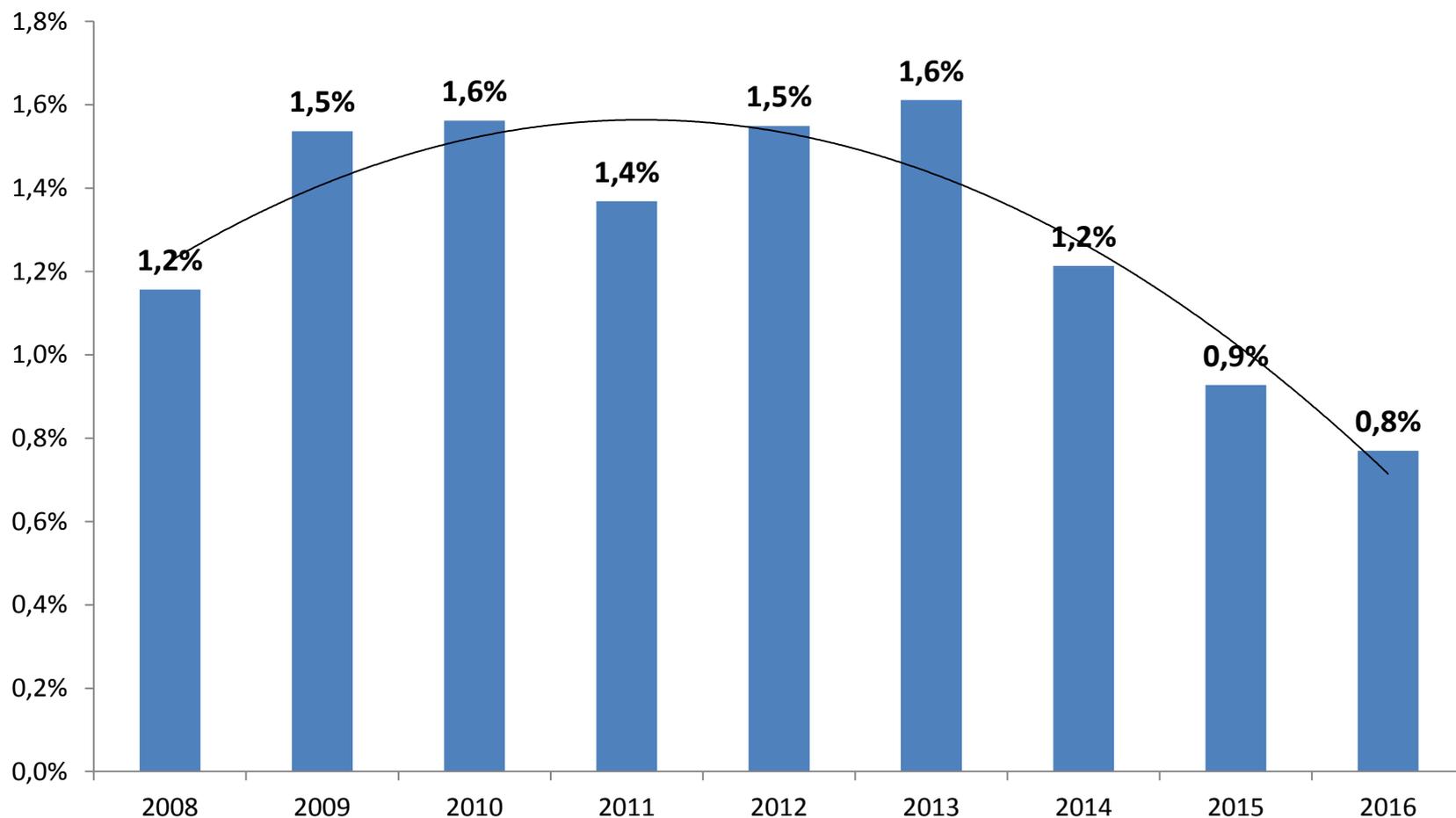
# Por que a Nova Matriz não funcionou?

- Mix de política macro equivocada: combinação entre forte redução de taxa de juros, desvalorização cambial e expansionismo fiscal
- A sobre-valorização cambial ocorrida entre 2005 e 2010 foi muito intensa e foi apenas parcialmente revertida entre 2012 e 2013.
- “Efeito biruta de aeroporto”: aceleração da inflação obrigou o governo a abandonar a tarefa de ajuste da taxa de câmbio no meio do caminho.
- Caráter transitório da redução da taxa básica de juros (razões institucionais para a elevada taxa de juros não foram eliminadas)
- Política fiscal expansionista pelo lado das isenções fiscais ao invés de aumento nos gastos públicos (maior multiplicador). Investimento público reduziu!
- Alto custo fiscal das políticas de subsídio creditício (BNDES): problema de dosagem!
- Governo cutuca a “onça com vara curta”: tentativa de redução de spreads.
- Perda de confiança dos empresários na capacidade do governo de conduzir uma política econômica consistente.

# Razões para a desaceleração econômica

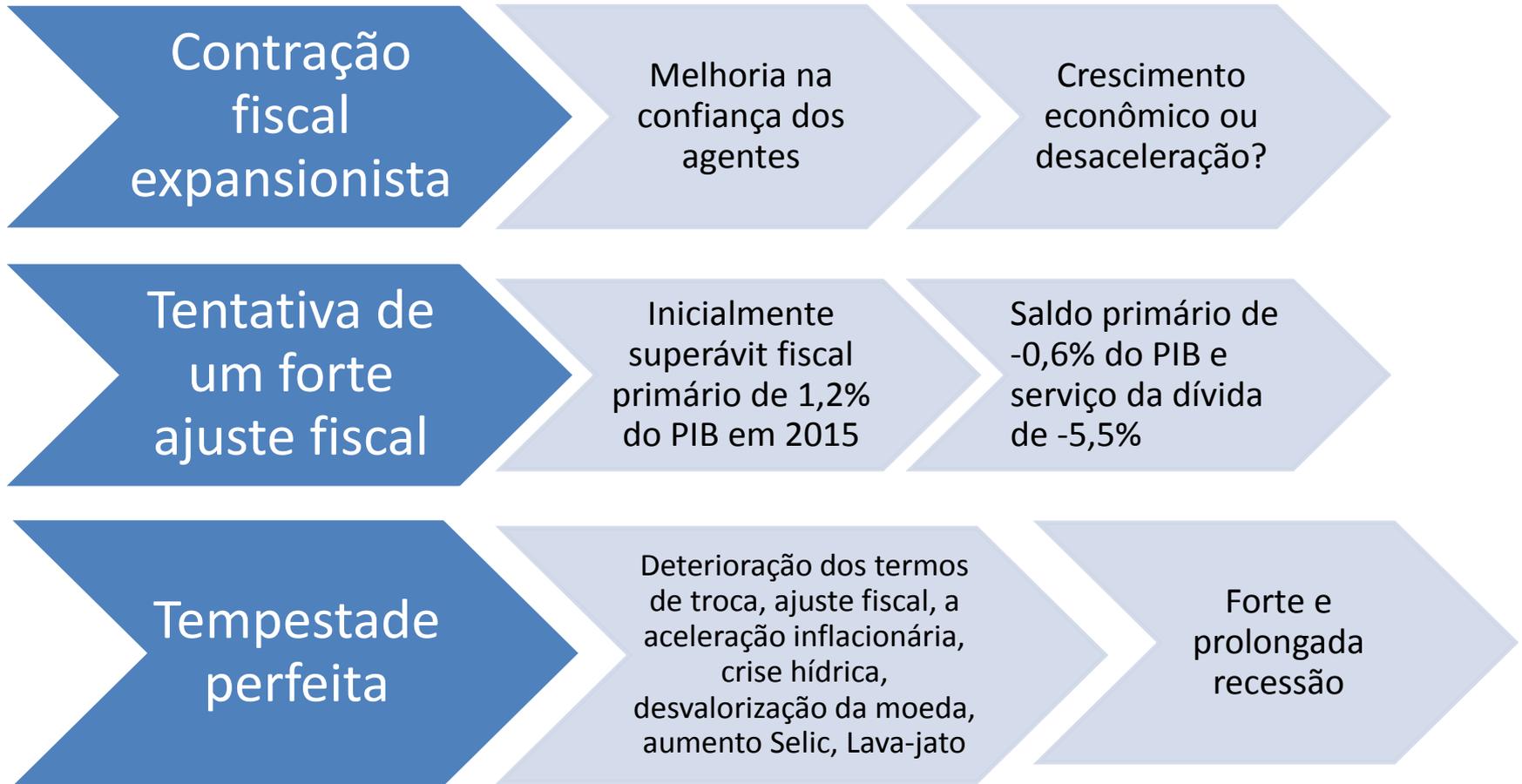
- Fracasso da Nova Matriz Macroeconômica
- Cenário externo adverso: baixo crescimento mundial e queda nos preços das commodities (choque inflacionário devido a súbita desvalorização cambial em 2015)
- Efeitos da desindustrialização: setor difusor de progresso técnico e com forte efeito de encadeamento
- Outros fatores: crise hídrica, Lava-jato
- Políticas de austeridade em contexto de forte recessão: tentativa de fazer um *ajuste a fórceps* em contexto de forte queda nas receitas tributárias
- Choque inflacionário e demora na redução da taxa de juros em 2016.

# Investimento da Petrobras (% PIB)

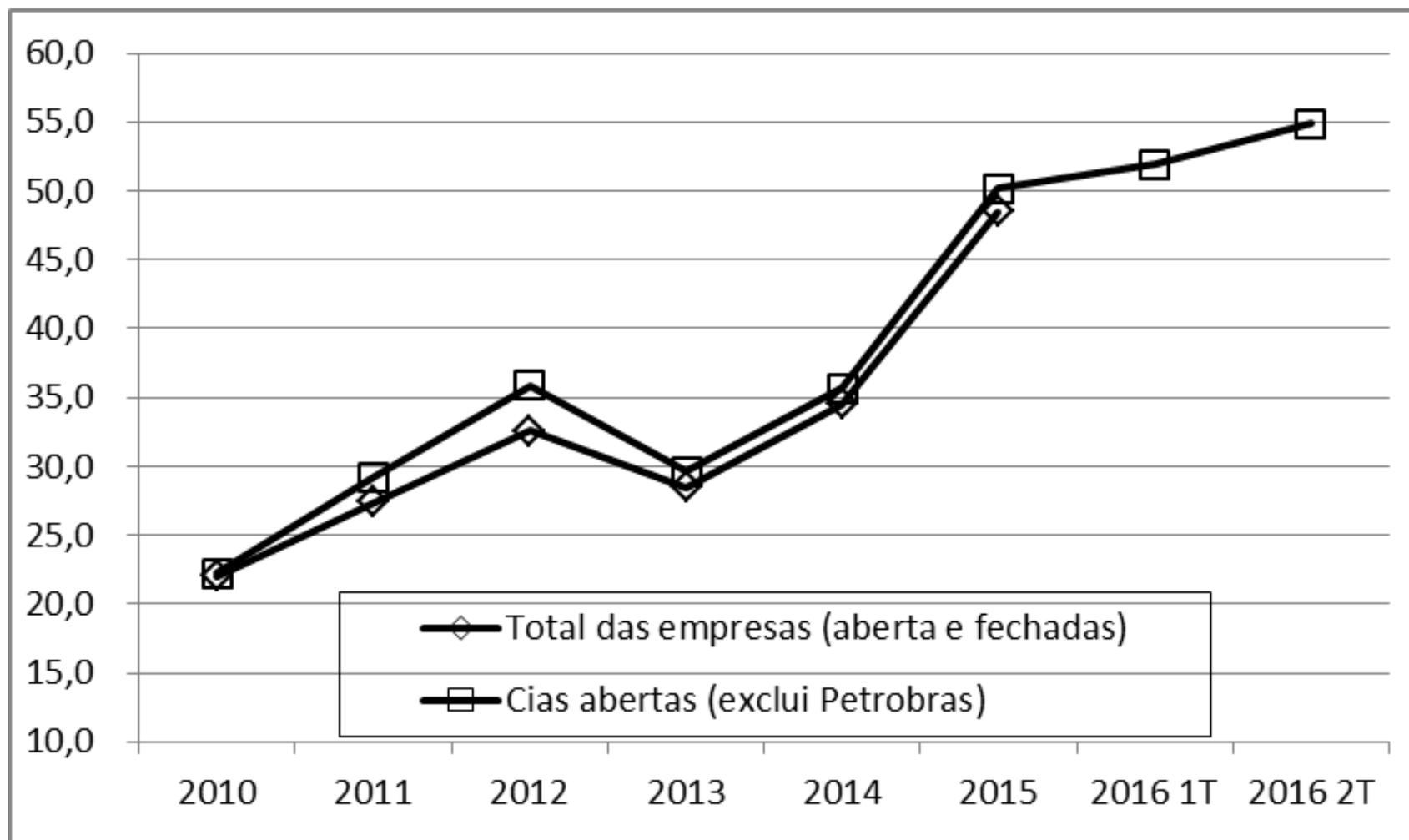


Fonte: DEST/Ministerio do Planejamento \*Em 2016, dados acumulados em 12 meses em abril de 2016.

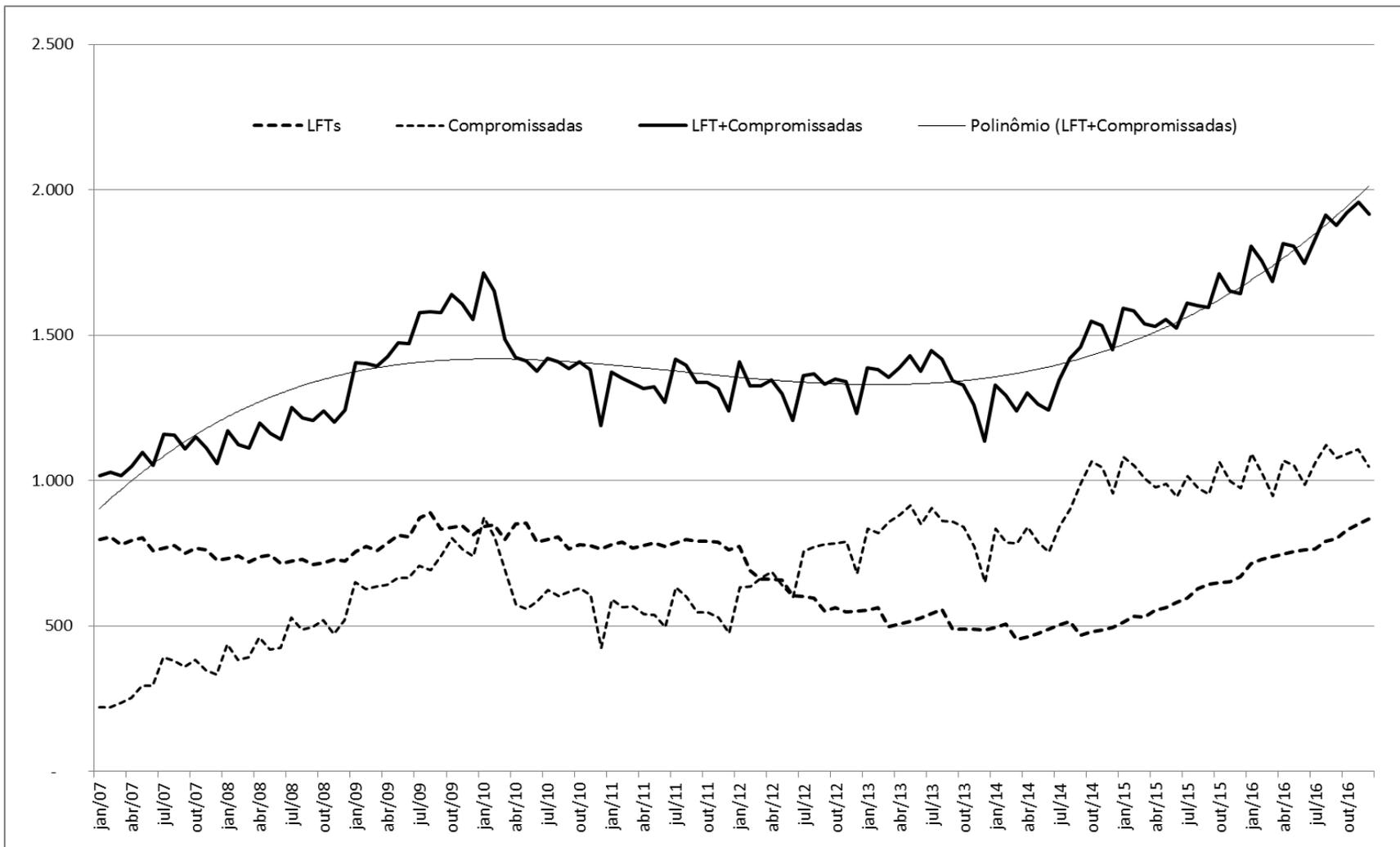
# Dilma II: fracasso do ajuste ortodoxo



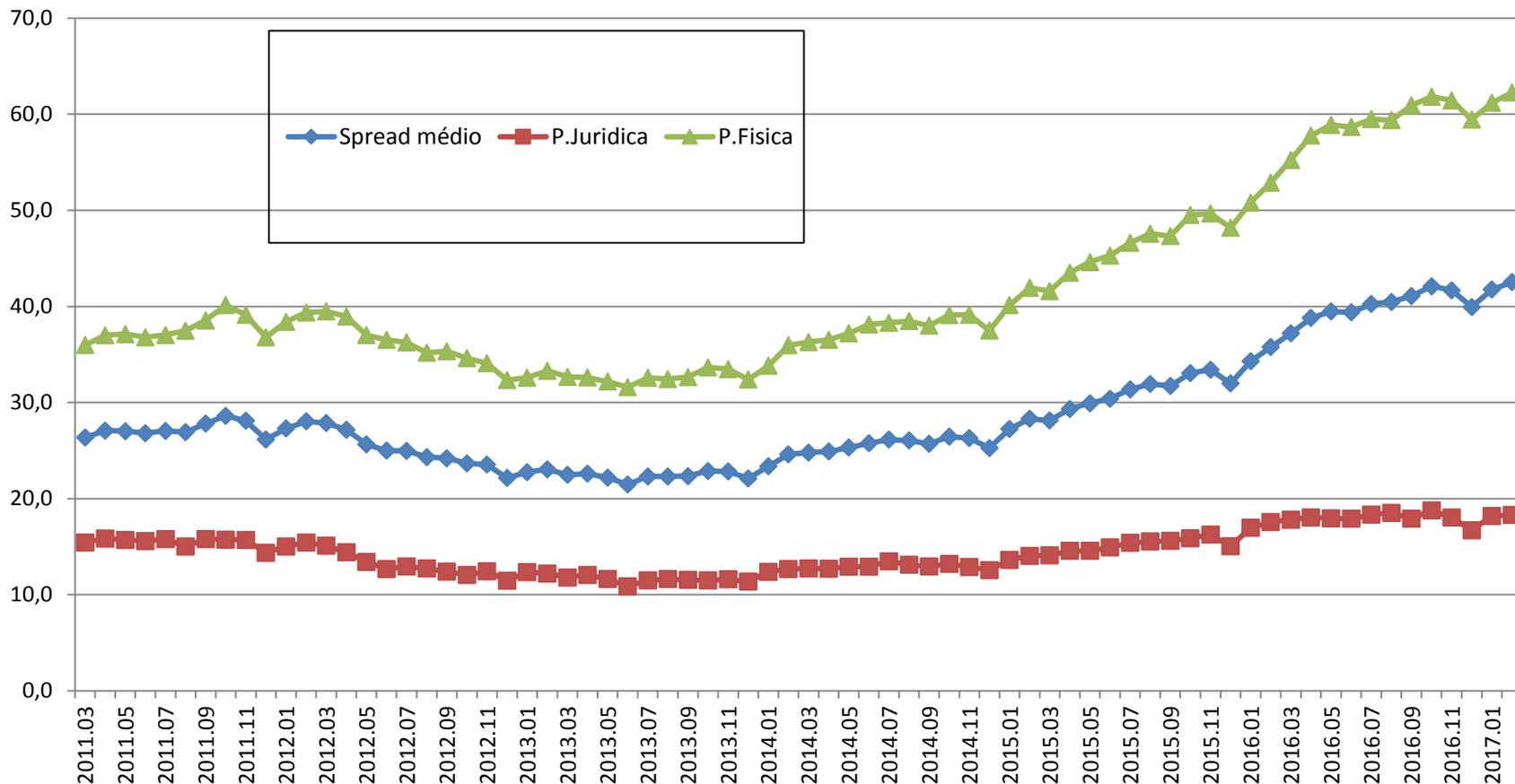
# Percentagem das empresas com EBITDA/Despesa financeira < 1



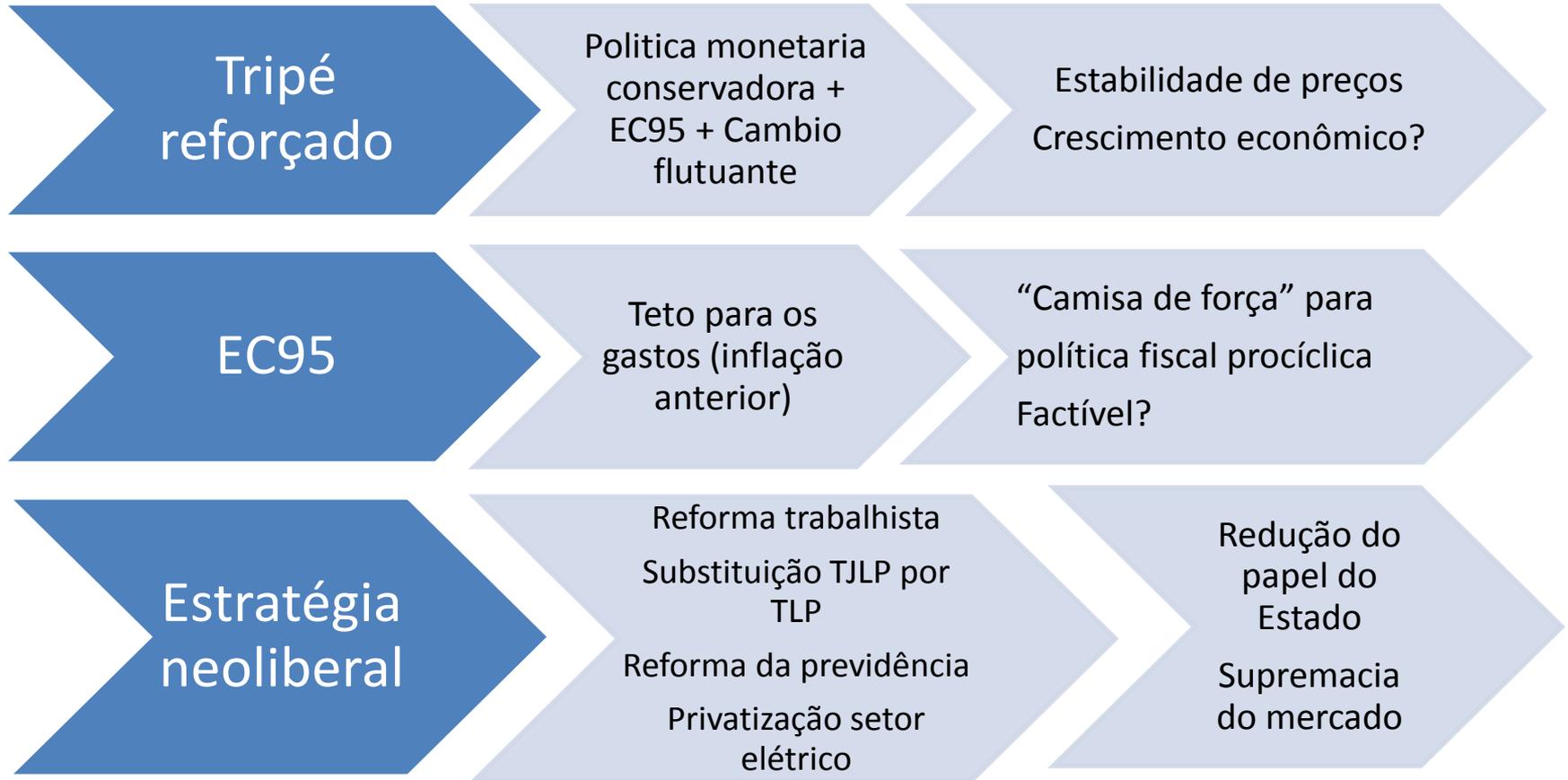
# Indexação financeira revigorada (R\$ milhões deflacionado pelo IGP-DI)



# Spread bancário (% a.a.)



# Post-script: Temer



# Conclusão

- A política econômica dos governos do PT transitou de uma ortodoxia inicial para um desenvolvimentismo inconsistente, seguido por um retorno a ortodoxia.
- Políticas ortodoxas “funcionaram” somente por ocasião de um cenário internacional benigno, mas não em 2015/16.
- Dilma I tentou dar um “cavalo de pau” com Nova Matriz mas fracassou!
- Temer: melhoria no cenário externo mas não há garantia de um crescimento consistente; PEC 241/55 factível?
- Necessidade de se repensar a política econômica!