

Demanda agregada e a desaceleração do crescimento econômico brasileiro de 2011 a 2014

Por Franklin Serrano e Ricardo Summa*

Center for Economic and Policy Research
1611 Connecticut Ave. NW
Suite 400
Washington, DC 20009

tel: 202-293-5380
fax: 202-588-1356
www.cepr.net

*Franklin Serrano é Professor Associado no Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro, Brasil e pesquisador associado sênior do Center for Economic and Policy Research. Ricardo Summa é Professor Adjunto do Instituto de Economia da Universidade Federal de Rio de Janeiro, Brasil.

Índice

Resumo.....	1
1. Causas Externas da Desaceleração Econômica.....	6
Condições de Financiamento Externo.....	6
A Desaceleração das Exportações.....	8
“Vazamento” Demanda Agregada.....	9
O Setor Externo e Crescimento Econômico: Conclusão.....	13
2. Política Macroeconômica e o Mercado Interno.....	13
Expansão da Renda Disponível em 2004-2010.....	15
Medidas Macropрудenciais e Política Monetária 2010-2014.....	19
O Ajuste Fiscal de 2011 e a Postura da Política Fiscal em 2011-2014.....	22
O colapso do crescimento de investimento.....	27
3. Argumentos Rudimentares para a Mudança na Orientação da Política Macroeconômica.....	32
Referências.....	39

Agradecimentos

Os autores agradecem Mark Weisbrot, Stephan Lefebvre, Dan Beeton, e Eileen O'Grady pelos comentários úteis e assistência editorial, e a Marina Terra para a tradução excelente.

Resumo

O artigo analisa a rápida desaceleração da economia brasileira para os anos de 2011-2014, no qual esta cresceu apenas 2,1% em média anual, em comparação a média de crescimento de 4,4% do período 2004-2010. O crescimento do período 2004-2010 foi mais do que o dobro da média anual dos 23 anos anteriores. Dessa forma, é importante entender por que essa maior taxa de crescimento – embora bastante menor que a do período anterior a década de 80 – não se sustentou nos últimos 4 anos.

Os autores argumentam que a desaceleração resultou majoritariamente do forte declínio do crescimento da demanda doméstica, mais do que de uma queda no ritmo das exportações ou mais ainda do que qualquer mudança de condições de financiamento externo. Os autores demonstram também que a rápida queda do crescimento da demanda doméstica foi um resultado deliberado de decisões políticas tomadas pelo governo. Essas decisões de desacelerar a economia não eram necessárias, no sentido que não foram tomadas em resposta ao aparecimento de alguma restrição externa, como um problema de Balanço de Pagamentos.

As exportações brasileiras, bem como sua mudança de crescimento nos dois períodos, são muito pequenas para explicar a maior parte da desaceleração do PIB da economia brasileira. No período 2011-2014 as exportações eram apenas 11,3 % do PIB (e 11,9% em 2004-2010).

A ideia de que a deterioração das condições de financiamento externo pode ter levado à desaceleração também é refutada pelos dados. Por exemplo, a relação entre dívida externa total e exportação caiu de 4,7 em 1999 para 1,27 no fim de 2010, e era apenas 1,54 em 2014. A relação entre dívida externa total e reservas internacionais foi reduzida de 6,5 em 2000 para apenas 0,89 em 2010 (e 0,93 em 2014). Além disso, a porcentagem do passivo externo líquido denominado em dolares caiu de algo em torno de 75% em 2003 para um mínimo de 35% in 2010, e em 2014 se situou próximo de 40%.

Esses fatos tomados em conjunto indicam que a economia tinha espaço para se expandir após 2010. Porém, o governo decidiu reduzir o ritmo de crescimento da demanda agregada por meio de mudanças nas políticas monetária, macroprudencial e fiscal. Por exemplo, o Banco Central inicia um ciclo de aumento da taxa básica de juros após abril de 2010, que dura até julho de 2011, aumentando a taxa selic nominal de 8,75% para 12,5%. Esse aumento da taxa básica e as políticas macroprudenciais – que reduzem o crescimento do crédito - de certa forma contribuíram para o fim

do boom do consumo privado (especialmente dos bens duráveis). O Consumo privado desacelera fortemente até meados de 2012 como resultado dessas medidas.

No fim do ano de 2010, o governo decidiu também promover um forte ajuste fiscal para aumentar o superávit primário e cumprir a meta cheia de 3,1% do PIB em 2011. Outro sinal de compromisso contracionista do novo governo foi a decisão, após anos de aumentos consideráveis, de não aumentar o salário mínimo real em 2011, algo que não ocorria no Brasil desde 1994. E apesar da desaceleração da economia mundial já no início de 2011, cujos sinais já eram evidentes no primeiro trimestre, o ajuste fiscal foi mantido durante o ano todo e a meta cheia de superávit primário foi atingida.

Esse rápido crescimento do superávit primário só foi possível graças a uma redução fortíssima do crescimento do gasto público. Em 2011, o investimento público caiu dramaticamente em termos reais, com queda de 17,9% no investimento da administração pública e 7,8% no investimento das empresas estatais.

A política contracionista do governo levou também à um declínio pronunciado do investimento privado, pois o investimento agregado (público e privado) caiu rapidamente. Após crescer à uma taxa média de 8% entre 2004 e 2010, com pico de 18% em 2010, a formação bruta de capital fixo cresceu apenas 1,8% em média no período 2011-2014.

Assim, foi a forte redução do crescimento do investimento – e não um suposto processo de “desindustrialização” relacionado a taxa de câmbio real, como alguns economistas sustentam – que explica a desaceleração do crescimento da produção industrial desde 2011. A indústria manufatureira cresceu nos anos 2007-2008 e em 2010, quando a taxa real de câmbio já estava apreciada. É importante notar também que durante o período de rápido crescimento de 2004-2010, a taxa de câmbio real apreciada foi muito importante para o controle da inflação e do crescimento dos salários reais, e assim do consumo das famílias.

O artigo mostra também que a análise que serviu de base para sustentar a estratégia do governo estava equivocada. Apesar da economia já estar desacelerando ao longo de 2010, o argumento era de que um aperto fiscal seria necessário para permitir uma diminuição da taxa de juros. Esperava-se que taxas de juros mais baixas, em combinação com desonerações fiscais e outros incentivos de mercado levariam ao crescimento do setor privado: estimulando o investimento privado e o crescimento puxado pelas exportações, uma vez que a taxa de juros mais baixa levaria também a um câmbio mais desvalorizado. Porém, como as políticas contracionistas derrubaram a demanda agregada, o

investimento privado despencou. E pelas razões explicadas no artigo, o crescimento liderado pelas exportações também não ocorreu. E a suposta relação entre dívida pública e risco soberano se mostraram como uma hipótese infundada.

Os esforços do governo para convencer o setor privado a liderar o processo de crescimento econômico, via políticas macroeconômicas contracionistas, desonerações tributárias e parcerias público-privadas tiveram o resultado oposto ao esperado. Para retomar o crescimento e a criação de empregos para os níveis do período 2004-2010, o governo deve mudar o rumo e retomar algumas políticas e estratégias desse período, no qual o governo chamou para si a responsabilidade de promover o crescimento do investimento, do consumo, do emprego formal e da infra-estrutura necessária.

Introdução

A economia brasileira experimentou um período de rápido crescimento da metade de 2000 até 2010, após quase um quarto de século de baixo crescimento do PIB per capita. A recuperação foi devido a uma grande mudança das condições externas combinada com uma mudança menor, mas muito importante, na orientação da política macroeconômica doméstica. A média do crescimento do PIB no período 2004-2010 foi de 4,4 por cento, levemente maior do que a observada no período 1995-2003.¹ No entanto, a taxa média de crescimento no período 2011-2014 caiu consideravelmente para 2,1 por cento e em 2014 a economia cresceu a uma taxa próxima a zero (0.1 por cento).

A razão desse trabalho é discutir que essa drástica desaceleração da taxa de crescimento da economia brasileira desde 2011 pode ser explicada predominantemente por mudanças na orientação da política econômica doméstica, em vez de mudanças da situação externa (tanto do comércio quanto das finanças). Além disso, devemos discutir que, enquanto a economia não foi contraída pelo comércio externo nem pela escassez geral de trabalho ou capital, essas transformações na política macroeconômica levaram a uma queda substancial da taxa de crescimento da demanda agregada e são a principal responsável pelo baixo crescimento tanto da produção como do investimento privado.

1 Leía Serrano and Summa (2012). Isso aconteceu com a inflação quase na meta e com melhoras na distribuição de renda (pessoal e depois funcional) e uma grande redução das taxas de pobreza (ver também Barbosa-Filho e Souza (2010), Vernengo (2011), Hallack Neto e Saboia (2014)). Ver também Weisbrot et al. (2014) para um panorama da recente performance social e econômica brasileira.

No período 2004-2010, após as melhorias acentuadas do comércio externo e das condições de financiamento externo desde 2003, o governo gradualmente, após alguma hesitação, assumiu a responsabilidade por diretamente gerar crescimento por meio de uma expansão do mercado doméstico. Isso foi feito através de uma série de medidas políticas incentivando a demanda agregada com a intenção de promover o crescimento econômico; medidas que foram bastante bem-sucedidas. Porém, desde 2011, apesar da continuação da facilidade de financiamento dos grandes déficits em conta corrente, o governo mudou a orientação da política macroeconômica. A nova estratégia inicialmente foi pensada para dar fôlego e depois prover incentivos macroeconômicos para o setor privado liderar um crescimento dos investimentos, e na economia de modo geral. Isso foi feito em duas fases. A primeira foi uma forte e deliberada contração na demanda agregada em 2011, com efeitos até 2012. Isso incluiu uma grande redução do investimento público para abrir espaço para o suposto investimento privado e o boom exportador. Uma vez que o investimento e as exportações não responderam às mudanças nos juros e na taxa de câmbio, e a desvalorização do câmbio começou a acelerar a inflação, as taxas de juros foram aumentadas novamente. Após isso, o governo tentou estimular o investimento do setor privado principalmente por meio de grandes incentivos fiscais, na esperança de que o setor privado respondesse expandindo o investimento e a demanda agregada. Como as medidas tomadas desde a metade de 2012 não aumentaram significativamente a demanda agregada final — elas não aumentaram nem o mercado interno nem o externo — os investidores privados naturalmente não encontraram qualquer razão para expandir o investimento e, no final, a nova estratégia reduziu consideravelmente o crescimento econômico.

A contração das taxas de crescimento do PIB brasileiro desde 2011 foi repentina e considerável. Após crescer 7,6 por cento em 2010, a economia brasileira cresceu 3,9 por cento em 2011 e somente 1,8 por cento em 2012. O crescimento seguiu de forma modesta para 2,7 por cento em 2013, mas a economia entrou em recessão técnica em 2014 com dois trimestres consecutivos de crescimento negativo, e cresceu somente 0,1 por cento naquele ano. A indústria de transformação exibiu o mesmo padrão, com um crescimento médio de 3,6 por cento em 2004-2010 e -0,9 por cento em 2011-2014. Finalmente, a criação de emprego formal, que era de 1,46 milhão de empregos/ano (em média) em 2004-2010, foi de 829 mil/ano em 2011-2014, com apenas 152 mil empregos criados em 2014.²

Nosso argumento procederá da seguinte forma: As seções 1 e 2 discutem, respectivamente, o possível papel das causas internas e externas dessa drástica redução das taxas de crescimento. A seção 3 avalia criticamente tanto as decisões políticas iniciais feitas para supostamente abrir espaço

2 A maior parte dos dados apresentada nesse trabalho e suas fontes está resumida na Tabela 1, encontrado no final do texto. Para os dados que não estiverem na Tabela 1, citaremos a fonte em notas de rodapé.

para um modelo de crescimento com mais investimento privado (e exportações) em 2011-12, como a fase de estímulo por meio de incentivos de mercado para os investidores, desde 2012. Breves considerações finais são feitas na conclusão.

1. Causas Externas da Desaceleração Econômica

A economia brasileira aumentou fortemente sua resiliência durante o período de condições externas favoráveis de 2004-2010. Nesta seção, mostraremos que, apesar de mudanças durante os anos 2011-2014, com uma significativa depreciação da taxa de câmbio, o país manteve baixos níveis de dívida externa, um bom perfil da dívida externa e amplas reservas internacionais. Notamos que o tamanho do setor externo no Brasil é relativamente pequeno em comparação com a economia em geral e, portanto, a desaceleração do comércio não explica a desaceleração da economia brasileira.

Condições de Financiamento Externo

O aumento do preço das commodities e o crédito abundante e barato nos mercados internacionais ajudaram especialmente os países em desenvolvimento de 2003 a 2010. Muitas dessas economias tiraram vantagem da melhora das condições internacionais para impulsionar o crescimento por meio de seus mercados internos. Houve também um grande aumento no comércio Sul-Sul e uma melhora substancial no controle de fluxos de capital por grande parte desses países por meio de regimes cambiais de “flutuação suja” e uma maciça acumulação de reservas cambiais.³ O comércio internacional, em geral, cresceu rápido até 2008, e se recuperou da crise mundial já em 2010, para cair novamente depois de 2011— uma contração ainda maior no caso do comércio de bens industriais (**Figura 1**). Por outro lado, devido às baixas taxas de juros em países ricos, fluxos de capital privado internacional abundantes e relativamente baratos para países em desenvolvimento não somente se recuperaram rápido da crise, mas ainda estão disponíveis em grandes quantidades.

Essas melhoras das condições externas desde 2003 foram muito importantes para a performance da economia brasileira.⁴ Condições externas podem influenciar o crescimento do PIB de uma país de duas formas: uma diretamente, devido ao papel das exportações como fonte de demanda agregada, e a outra indiretamente, fornecendo divisas e conseqüentemente afrouxando as restrições externas ao crescimento com base na expansão do mercado interno.⁵ Devido à contínua disponibilidade de grandes fluxos de capital, as condições externas gerais da economia brasileira melhoraram desde

3 Observe que, ao contrário do que aconteceu nos anos 1990, a melhora nas condições externas da maioria das economias em desenvolvimento nos anos 2000, junto com o aperfeiçoamento na gestão de seus Balanços de Pagamentos, preveniu a ocorrência de grande crises de externas em países em desenvolvimento, evitando o “contágio” internacional. (Freitas, Medeiros e Serrano (2015); Serrano (2013)).

4 Serrano e Summa (2012).

5 Medeiros e Serrano (2006).

2003 e ainda são bastante confortáveis, apesar do fato de que o crescimento das exportações, e a consequente contribuição do mesmo para a demanda agregada, caíram (como veremos abaixo).

Dadas essas mudanças na economia mundial e a melhora da gestão de seus Balanços de Pagamentos no atual regime de flutuação cambial “suja”, o Brasil não encontrou escassez de divisas internacionais desde 2003, apesar de seus grandes déficits em conta corrente e da turbulência nos mercados financeiros internacionais desde 2008. As reservas acumuladas internacionais em moeda estrangeira atingiram um patamar de 375 bilhões de dólares na metade de 2012 e vêm oscilando ao redor desse nível desde então. Esse massivo acúmulo de reservas de divisas melhorou os indicadores de solvência e liquidez externas.⁶ Portanto, apesar dos crescentes déficits em conta corrente, o total da proporção dívida externa/exportações caiu de 4,7 em 1999 para 1,27 no final de 2010 (e foi de 1,54 em 2014). A proporção de dívida externa total para reservas internacionais foi reduzida de 6.5 em 2000 para 0,89 em 2010 (e foi de 0,93 em 2014).⁷ O perfil da dívida externa também melhorou e a dívida externa de curto prazo relativa às reservas internacionais vem caindo, de 0,83 em 2000 para 0,19 em 2010 (e foi de 0,15 em 2014). Além disso, Biancarelli (2011, 2014) e Lara (2014) chamam atenção para o fato de que uma grande parte do passivo externo brasileiro está agora denominada em moeda doméstica, fazendo com que uma grande parte do risco cambial recaia sobre os investidores estrangeiros. De fato, Biancarelli (2014) mostra que parte do passivo externo brasileiro denominado em dólar caiu por volta de 75 por cento em 2003 para um mínimo de 35 por cento em 2010, e estava pouco acima de 40 por cento em 2014. Como resultado, apesar dos grandes déficits em conta corrente de 2013 e 2014, o valor real em dólar dos passivos externos líquidos brasileiros diminuiu naqueles anos, devido às grandes desvalorizações do real.

Além disso, é importante sublinhar que, apesar das grandes desvalorizações do câmbio desde 2011, o Brasil ainda não enfrentou (pelo menos até agora) uma crise financeira doméstica em bancos e empresas baseadas no país que estavam exageradamente endividadas em dólares por razões especulativas (ao contrário do que aconteceu no caso de diversas grandes empresas brasileiras no final de 2008 durante a crise financeira mundial), nem houve uma interrupção repentina do crédito internacional (o que aconteceu durante a crise de 2008) que poderia ter explicado, por meio do impacto de curto prazo nos gastos de empresas e condições de crédito disponíveis por bancos privados, a rápida desaceleração do PIB brasileiro desde 2011. Deste modo, a partir do ponto de vista das condições de financiamento externo, fica claro que estas não foram responsáveis pelo estancamento do crescimento no Brasil.

6 Veja Serrano e Summa (2012); Lara (2012a).

7 Dados do BCB. Dívida Externa não inclui “empréstimos intra-companhias.”

A Desaceleração das Exportações

O impacto negativo das condições externas no crescimento da economia brasileira parece, portanto, estar restrito ao impacto direto do baixo crescimento das exportações na demanda agregada. O crescimento médio anual das exportações brasileiras de bens e serviços em 2011-2014 (1,6 por cento) foi de fato muito mais baixo do que no período 2004-2010 (5,2 por cento). Isso é resultado de uma desaceleração de 11,6 por cento em 2010, para 5,1 por cento e 0,1 por cento em 2011 e 2012, respectivamente, acompanhada por uma modesta recuperação de 2,2 por cento em 2013 e uma queda de -1 por cento em 2014.

Essa queda substancial do crescimento das exportações foi indiscutivelmente relevante. No entanto, como as exportações totais formam uma parte pequena da demanda agregada no Brasil,⁸ e inclusive levando em conta possíveis efeitos do menor crescimento das exportações sobre o consumo e o investimento induzidos, é difícil explicar tamanha redução da taxa de crescimento da economia somente com base nessa variável. Porém, devemos primeiro perguntar: o que explica o baixo crescimento das exportações brasileiras? Muitos economistas brasileiros, e especialmente aqueles que se autodenominam “economistas neodesenvolvimentistas”, como Bresser-Pereira (2010, 2012), discutem que a estagnação da exportação de produtos manufaturados (ao contrário das commodities) é resultado da sobrevalorização da taxa de câmbio.

Nós temos uma visão bem diferente: que a queda nas exportações parece ter sido quase inteiramente determinada pela desaceleração do crescimento da demanda e do comércio na economia mundial. Evidência econométrica feita a partir de estimativas de funções de exportações para o Brasil – usando diferentes métodos – sugere que o efeito-preço é muito baixos e o efeito-renda é bastante fortes.⁹ Além disso, apesar de uma depreciação de 45 por cento do câmbio de 2011 a 2014, a taxa de crescimento das exportações brasileiras de bens e serviços em 2011-2014 ainda é bastante baixa (uma média de 1,6 por cento) e negativa em 2014 (-1 por cento). No caso específico da exportação de produtos manufaturados, o índice de volume na verdade caiu 7,9 por cento de 2010 a 2014.¹⁰

Observando a **Figura 1**, podemos ver que as exportações mundiais totais, e as exportações de manufaturados em particular, encolheram em 2012 e 2013, enquanto as exportações brasileiras de

8 Ver Freitas e Dweck (2013). A proporção entre exportações e PIB gira em torno de 11 por cento e muitas das nossas exportações tem alto coeficiente de importação. Lara (2012b) e Silva e Lourenço (2014) mostram que a contribuição das exportações para o crescimento do PIB é muito menor do que a contribuição dos componentes domésticos para a demanda agregada.

9 Para pesquisa, veja de Paula, Modenesi and Pires (2015).

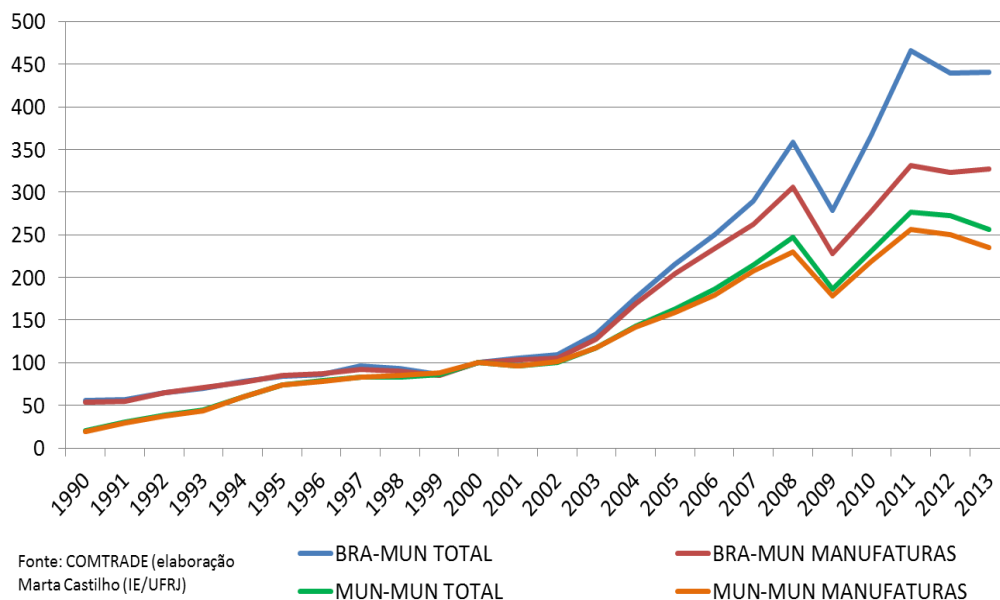
10 Dados da Funcex.

manufaturados permaneceram relativamente constantes. De fato, enquanto a parcela de mercado do Brasil nas exportações mundiais de commodities teve um aumento substancial nos anos 2000 (de 1,65 por cento em 2000-2002 para 3,61 por cento em 2010-2), Petrelli Correia e Xavier (2013) mostram que o Brasil também pouco a pouco incrementou sua parcela de mercado na exportação de manufaturados mundial durante o período 2000-2012 em quase todos os ramos de intensidade tecnológica, com a única exceção de exportações industriais de alta tecnologia, que caiu levemente de 0,5 para 0,47 por cento. Portanto, o crescimento menor das exportações do Brasil desde 2010 reflete uma tendência global, com o Brasil superando a média mundial em alguns quesitos em 2012 e 2013.

FIGURA 1

Exportações brasileira e mundial

Índice = 100 em 2000, refletindo valores de exportação em dólares nominais.



Fonte: COMTRADE; Elaborado por Castilho, M. (2015).

“Vazamento” Demanda Agregada

Uma explicação de como o setor externo provocou a desaceleração do crescimento econômico desde 2010 está baseada em uma crença popular entre economistas “neodesenvolvimentistas” de que a indústria manufatureira no Brasil foi afetada pela sobrevalorização cambial do Real. Conforme essa história é contada, a demanda agregada no período de 2011 a 2014 continuou a crescer rapidamente, porém, devido à taxa de cambio valorizada, uma crescente parte “vazou” para fora do país, por meio da importação de bens e serviços. Essa visão é geralmente ilustrada por meio da comparação de algum índice de vendas do varejo (como uma *proxy* da demanda por bens industriais)

com a produção industrial, com o primeiro crescendo continuamente enquanto o último se mantém estagnado desde 2011.¹¹ Um grande problema com esse tipo de análise, no entanto, é que o índice de vendas do varejo é totalmente inadequado como *proxy* para a demanda por bens industriais, e é surpreendente que tantos analistas usem esse tipo de indicador. Em primeiro lugar, esse índice não inclui, obviamente, as vendas ou a demanda por bens de capital, e como observamos a taxa de crescimento de investimento em máquinas e equipamentos caiu dramaticamente em 2011-2014. Em segundo lugar, não inclui exportações industriais, que também estagnaram.

Existe, porém, um melhor indicador substituto para a demanda doméstica de bens industriais: o índice de consumo aparente da indústria de transformação. O consumo aparente significa consumo menos exportação mais importação, e resulta, por definição, em demanda doméstica mais o acúmulo de estoque. Partindo do princípio de que ao longo de grande período de tempo o acúmulo de estoque (positivo ou negativo) deve ser pequeno, o índice se torna um bom substituto para a evolução da demanda doméstica para bens manufaturados. Usando as estimativas disponíveis¹² na **Figura 2**, pode ser visto que, depois de crescer cerca de 40 por cento no período 2002-2010 como um todo, a demanda doméstica por bens manufaturados parou de crescer e no final de 2014 estava um pouco abaixo de seu pico, em 2010. Tendo em vista a queda da demanda pelas exportações brasileiras de bens industriais, a estagnação da indústria é fortemente explicada pela estagnação das demandas doméstica e estrangeira por bens industriais do Brasil.

Se nota também na Figura 2 abaixo que há uma mudança na diferença entre o consumo aparente e a produção industrial. De 2004 a 2008, a produção industrial cresceu mais rápido do que o consumo aparente (ou a demanda doméstica, abstraindo os estoques), o que significa que a exportação industrial cresceu mais rápido do que a importação no período de valorização do real. Por outro lado, no período após 2010, a produção industrial cresceu menos do que a demanda doméstica. Mas, isso necessariamente significa que as exportações industriais líquidas estão caindo, já que a produção industrial é igual às exportações líquidas somadas à demanda doméstica. Além disso, a **Figura 3** mostra a taxa de câmbio no Brasil desde 2004, e podemos ver que a exportação líquida crescia no período de valorização cambial e diminuía no período mais recente de desvalorização da moeda.

Em geral, tanto a ideia de que a demanda industrial doméstica ainda crescia com força mas “vazava” para fora, e a de que esses “vazamentos” são sobretudo uma consequência da sobrevalorização do real — por mais que sejam populares no Brasil — não se sustentam nos dados disponíveis.

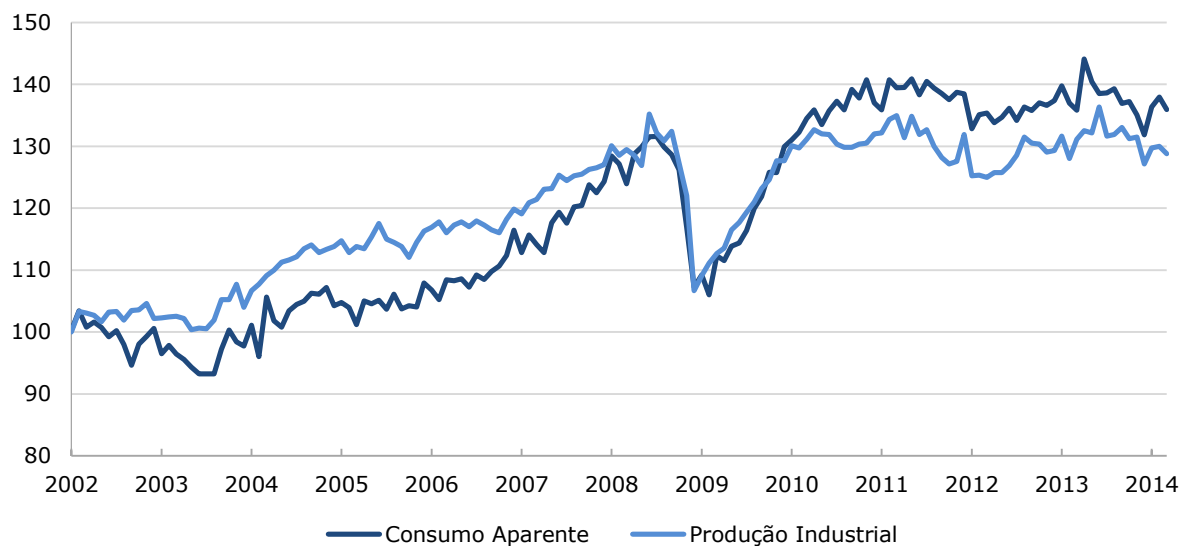
11 Veja, por exemplo, Paula, Modenesi e Pires (2015).

12 Carvalho e Ribeiro (2012).

FIGURA 2

Consumo aparente e Produção Industrial

Índice = 100 em 2002.

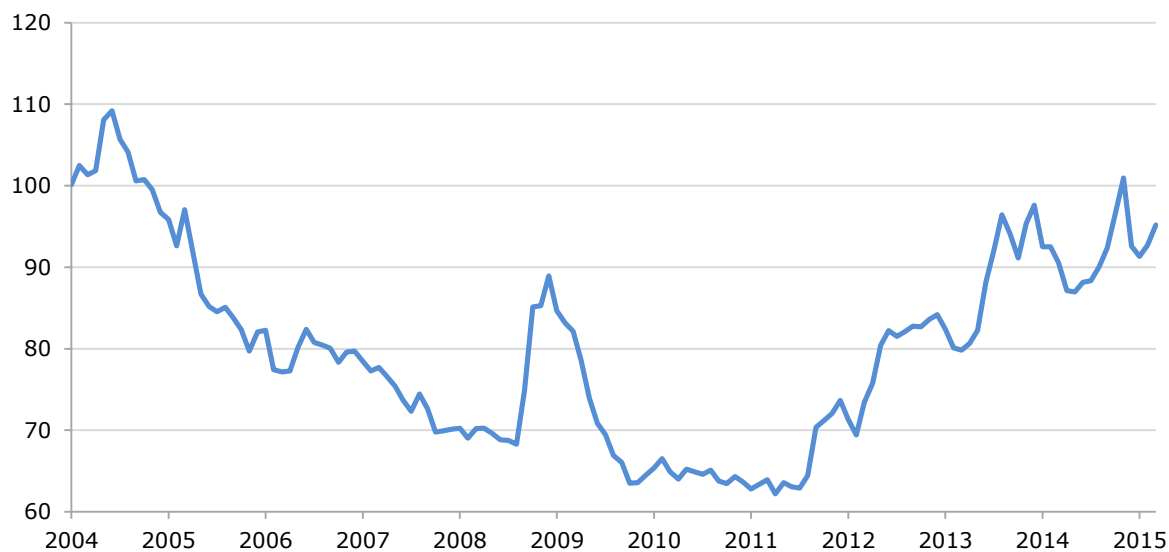


Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística/ Pesquisa Industrial Mensal de Produção Física; Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (IPEADATA).

FIGURA 3

Taxa Cambial do Real

Índice = 100 em 2004, (notem: incremento significa uma desvalorização do real).



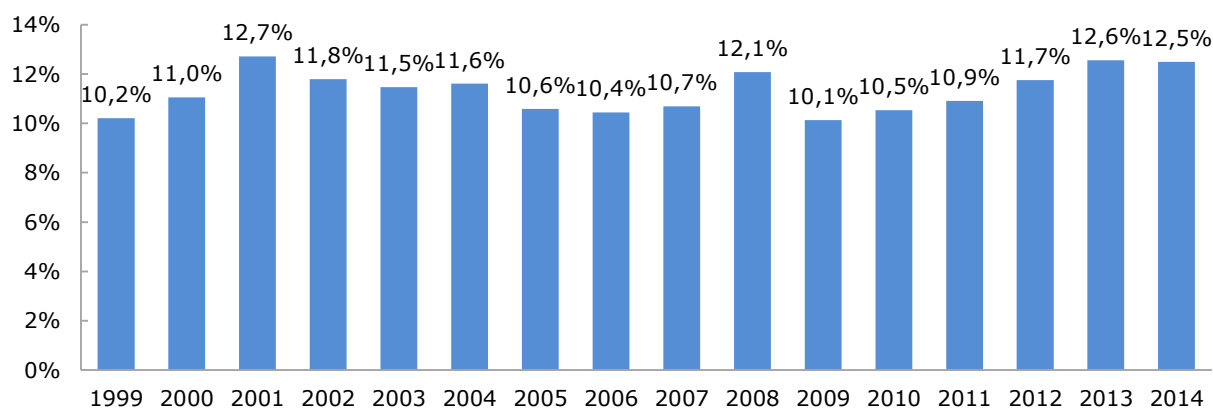
Fonte: IPEA (Taxa de câmbio efetiva do real, Índice Nacional De Preços Ao Consumidor).

Mudando do setor de manufatura para a economia em geral, podemos calcular o coeficiente de

produto importado¹³ da demanda agregada brasileira (Figura 4), que mostra a parcela da demanda (doméstica e estrangeira) total da economia que é atendida por importações. Podemos ver que o índice vem crescendo desde 2009, mas em 2011 era mais baixo do que a média de 1999-2008 (11,3 por cento). A média de 2011-2014 (11,9 por cento) é bem próxima a de 2008 (12,1 por cento). E devemos nos lembrar que seu valor é afetado diretamente pela taxa de câmbio do real (aumenta com a desvalorização do real mesmo que nada mude). O coeficiente de conteúdo importado oscila muito e de fato tende a crescer ao longo do tempo conforme as importações crescem mais rápido do que a demanda no longo prazo, mas ainda é bem pequeno. Podemos ver que as importações contam como 12,5 por cento da oferta total (no ano de 2014) da economia, o que significa que 87,5 por cento da oferta é de bens e (principalmente) serviços produzidos internamente. Isso também torna impossível sustentar a visão de que após 2011 a expansão da demanda agregada de repente parou de influenciar o PIB e que a maior parte vazou como importação.

FIGURA 4

Coeficiente de Produto Importado



Fonte: Sistema de Contas Nacionais/IBGE.

Finalmente, com respeito ao aspecto estrutural das importações brasileiras e sua relação com a taxa cambial, Dos Santos, Cieplinski, Pimentel e Bhering (2015) descobriram que a elasticidade da taxa de câmbio é bem baixa e que isso reflete principalmente nas baixas elasticidades de bens intermediários, petróleo e combustível, e serviços como transporte, royalties, e alugueis pagos em

13 Construímos esse índice dividindo as importações pela oferta total (PIB + importações), a preços atuais. SquEFF (2015) mostra que a relação entre as taxas de crescimento real das importações e do crescimento do PIB é estável no período 1996-2013. Utilizando nossa periodização, a taxa de crescimento das importações foi de 13,4 por cento em 2004-2010 e 4,1 por cento em 2011-2014, enquanto a taxa de crescimento do PIB foi de 4,4 por cento e 2,1 por cento nos respectivos períodos. Para mais evidências da rigidez da estrutura da economia brasileira, ver Medeiros (2015b).

maquinaria e equipamento,¹⁴ que representam cerca de dois terços das importações brasileiras agregadas.¹⁵

O Setor Externo e Crescimento Econômico: Conclusão

Podemos, assim, chegar a quatro conclusões a partir da análise apresentada nesta seção. Em primeiro lugar, que a desaceleração da economia brasileira não é uma consequência de quaisquer alterações importantes a respeito da posição da balança de pagamentos e dos fluxos de capital porque não houve escassez de divisas na economia depois de 2011. Segundo, apesar do coeficiente de produto importado vir crescendo ao longo do tempo, e de ter ocorrido um aumento acentuado do déficit comercial industrial após 2009, nenhum desses dois elementos podem ser atribuídos de forma plausível à apreciação cambial nem seriam de magnitude suficiente para fazer com que a maior parte da demanda agregada vazasse como importação.¹⁶ Terceiro, a queda no comércio mundial em geral e do comércio de bens manufaturados em particular explica na totalidade a desaceleração na queda do crescimento das exportações brasileiras de 2011 a 2014. E quarto, que a queda do crescimento do PIB brasileiro entre 2011 e 2014, conforme visto acima, foi grande demais para ser explicada somente pela queda do crescimento das exportações. Isso indica que as causas mais importantes para a recente desaceleração da economia brasileira são internas, e não externas.

2. Política Macroeconômica e o Mercado Interno

As rápidas taxas de crescimento da economia brasileira nos anos 2000 se deveram à grande melhora das condições externas desde 2003, juntamente com um crescente ativismo na política econômica a partir de 2004. Nesse processo, é importante distinguir três diferentes fatores que operaram juntos,

14 Uma parte substancial destas taxas de aluguel para pagar equipamentos (por exemplo, plataformas de petróleo offshore) está registrada como pertencente à filial estrangeira da companhia petrolífera estatal Petrobras e, portanto, não representam realmente "importações".

15 Depois de desmembrar as importações brasileiras em sete grupos diferentes, Dos Santos, Cieplinski, Pimentel e Bhering (2015) constataram que várias dessas importações têm possibilidade muito baixa ou nula de substituição por produtos nacionais, devido a deficiências tecnológicas estruturais da economia local. As indústrias brasileiras de semicondutores, eletrônica, química e petroquímica, em conjunto com combustível e óleo, são listadas como exemplos de setores que sofrem destas deficiências estruturais.

16 Veja que em Serrano e Summa (2012), nós superestimamos a extensão do crescimento dos coeficientes de importação (citando dados secundários para o coeficiente de penetração de importações, em vez de coeficientes de importação). O primeiro, definido como importações sobre o consumo aparente (e, portanto, excluindo exportações) dá uma impressão errada de que este último está aumentando rapidamente em setores em que as exportações (e suas importações) estão aumentando rapidamente. Nós também superestimamos o quanto desvalorizações cambiais poderiam ajudar a melhorar a balança comercial.

levando ao crescimento sustentável da demanda doméstica de 2004 a 2010.¹⁷ O primeiro desses fatores foi a expansão do consumo das famílias (e do investimento residencial), que aconteceu devido a uma combinação de rápido crescimento do crédito imobiliário, forte criação de empregos no setor formal, aumento do salário real e crescente transferências do setor público para as famílias.

O segundo elemento foi o impacto expansionista da política fiscal sobre a demanda. O que também está conectado à dinâmica de consumo das famílias. Devido ao aumento das receitas fiscais, resultado tanto do boom de novos postos de trabalho como dos salários reais mais elevados do mercado de trabalho formal, assim como do crescente preço das commodities e dos ativos financeiros, o governo foi capaz de implementar uma política econômica mais pragmática com o objetivo de estimular diretamente o crescimento da demanda agregada através de maiores gastos do governo e as transferências sociais, mesmo sem abandonar as metas de superávit primário. Isso incluiu aumentos substanciais do valor real do salário mínimo (e transferências de pensões conectadas ao nível do salário mínimo), a retomada do rápido crescimento de investimento por empresas estatais e pelo governo e maior crescimento do consumo do governo (incluindo por meio de salários aumentados dos funcionários públicos).

O terceiro fator foi a resposta do investimento não residencial privado, o que tende a ajustar a capacidade produtiva do setor privado para o crescimento tendencial na demanda agregada. Assim que o ritmo de crescimento da demanda foi percebida como um fenômeno mais sustentado (com base nos dois mecanismos mencionados acima), o crescimento do investimento não residencial acelerou e cresceu mais do que os outros componentes da demanda agregada. O mecanismo acelerador (flexível) operou como de costume na economia brasileira e, em conjunto com os outros dois mecanismos mencionados acima, contribuiu tanto para o crescimento da demanda agregada, assim como para a geração de capacidade produtiva necessária para atender aquela demanda crescente.¹⁸

A mudança na orientação da política macroeconômica desde 2011, é a nossa argumentação, foi a principal causa do dismantelamento progressivo dos dois primeiros dos três fatores acima mencionados, que geraram o rápido crescimento puxado pela demanda da economia brasileira até 2010. E o conseqüente menor crescimento do mercado interno (e também, por razões externas, o das exportações) naturalmente fez o processo acelerador trabalhar no sentido inverso, com uma queda acentuada da taxa de crescimento do investimento privado induzido, numa tentativa de ajustar a criação de nova capacidade produtiva para se adaptar à nova tendência muito menor de

17 Serrano e Summa (2012).

18 Dos Santos (2013); Dos Santos et al. (2015).

crescimento do mercado após 2011. Passemos então a analisar a evolução dos componentes domésticos da demanda agregada e o papel da nova orientação da política macroeconômica na redução da taxa de crescimento de cada um desses componentes no período de 2011-2014.

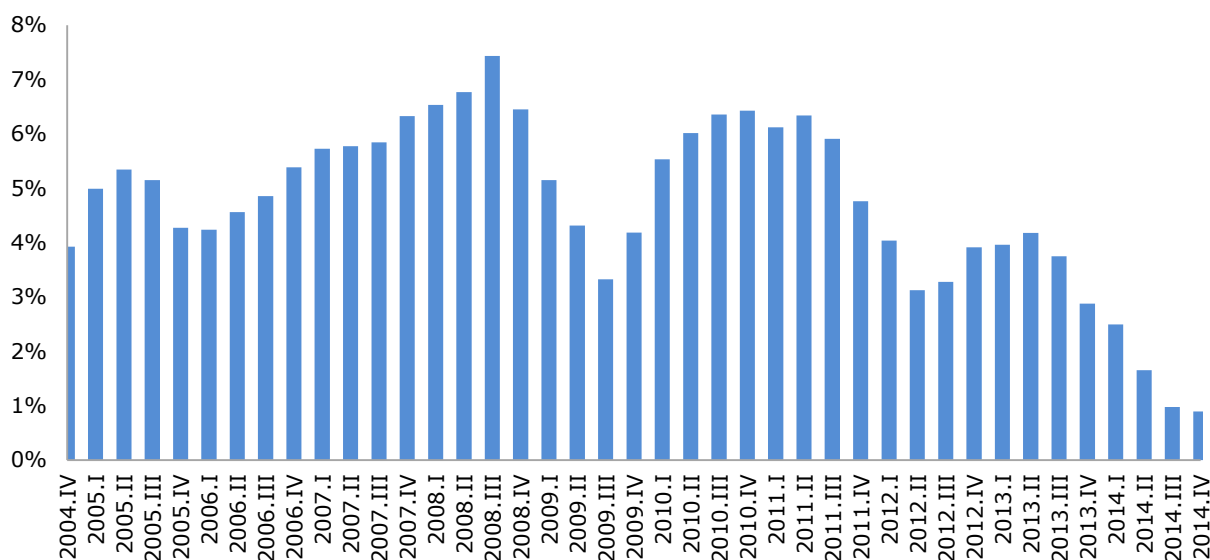
Expansão da Renda Disponível em 2004-2010

Depois de um período de crescimento lento, que durou até 2003, o consumo anual das famílias cresceu, em média, 5,3 por cento entre 2004 e 2010, chegando a 6,4 por cento em 2010. Depois disso, as taxas de crescimento de consumo caíram para 4,8 por cento em 2011 e para 3,1 por cento em meados de 2012, se recuperando ligeiramente até meados de 2013 e desacelerando novamente desde então.¹⁹ Em 2014, o consumo privado cresceu apenas 0,9 por cento e a taxa média de crescimento no período 2011-2014 foi de 3,1 por cento, substancialmente mais baixa do que no período anterior (**Figura 5**).

FIGURA 5

Consumo Privado

As taxas de crescimento, acumuladas ao longo de 12 meses.



Fonte: SCN / IBGE.

O crescimento do consumo das famílias no Brasil depende da evolução da renda disponível real, da disponibilidade de crédito ao consumidor, e das taxas de juros reais dessas linhas de crédito.²⁰ A isso podemos acrescentar o pouco notado, mas importante efeito da despesa salarial do setor público,

19 Para uma análise estrutural detalhada da evolução dos padrões de consumo no Brasil e, em especial, a conexão desses padrões com as mudanças na distribuição de renda, veja Medeiros (2015a, 2015b).

20 Dos Santos (2013).

uma vez que as despesas de consumo de trabalhadores do setor público (ativos e aposentados) também aparecem como consumo privado. Todos esses elementos ajudaram o consumo a crescer rapidamente no período 2004-2010.

A melhoria das condições internacionais após 2003 trouxe consigo taxas de juros mais baixas nos EUA e spreads significativamente mais baixos para os mercados emergentes em geral, incluindo o Brasil. Como a taxa de juros externa (taxa internacional acrescida do risco-país) estava caindo consideravelmente, isso permitiu ao Banco Central do Brasil cortar as taxas de juros domésticas e estimular o consumo (e investimento em habitação) e, ao mesmo tempo, manter um diferencial de juros positivo e, portanto, uma tendência em direção à valorização da taxa de câmbio. E essa tendência para a taxa de câmbio nominal desempenhou um papel muito importante para o Banco Central atingir sua meta de inflação.²¹

Além de baixar as taxas de juros reais, foram tomadas muitas medidas para aumentar a disponibilidade de crédito bancário, e melhorar o acesso ao crédito para as famílias mais pobres. Uma política que acabou sendo importante foi a criação do chamado crédito consignado em 2003. Sob esse sistema, aqueles com garantia de renda fixa, como aposentados ou com trabalho no setor formal (principalmente no setor público, mas também do setor privado) desfrutaram de taxas de juro reduzidas porque os bancos foram capazes de deduzir automaticamente os pagamentos obrigatórios de benefícios de aposentadoria ou de salários.²²

Além disso, o crescimento econômico experimentado nesses anos foi acompanhado por um processo de crescimento do emprego, de aumento da formalização do trabalho e do crescimento dos salários reais, em particular devido a grandes aumentos do salário mínimo.²³ O governo federal aumentou as transferências sociais públicas, ampliando a cobertura e aumentando benefícios reais,²⁴ e também aumentou os salários do setor público.²⁵ Como consequência, o consumo privado aumentou tanto diretamente, através do efeito da renda disponível sobre o consumo, e indiretamente, através do efeito da incorporação de mais trabalhadores no setor formal e com acesso mais fácil às melhores linhas de crédito ao consumidor.

21 Serrano e Summa (2012).

22 Lavinias (2015).

23 Serrano e Summa (2015).

24 Veja Dos Santos (2013). A maioria desses benefícios de transferência social foi formalmente indexada ao salário mínimo, que cresceu consideravelmente neste período (Orair e Gobetti (2010)).

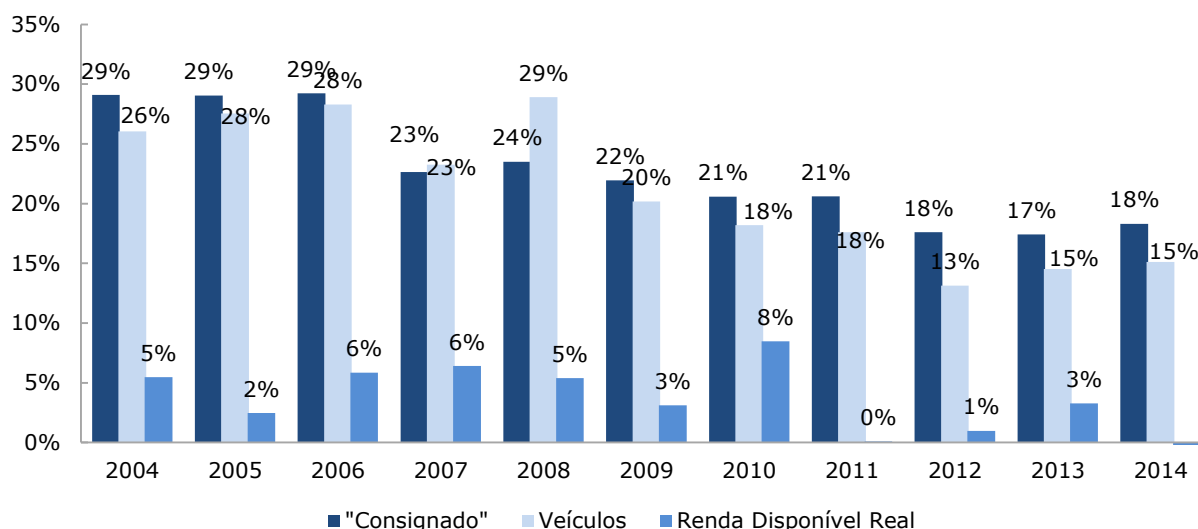
25 Além do efeito direto das despesas da massa salarial do setor público em consumo, houve também uma crescente disponibilidade de crédito para esses trabalhadores. Em geral, os acordos salariais dos funcionários públicos duram três anos, e a combinação desse aumento na folha de pagamentos do governo com previsibilidade de três anos e acesso a linhas de crédito mais baratas ajudaram a estimular o consumo privado.

O problema de uma rápida expansão do crédito ao consumo está relacionado com a sua sustentabilidade ao longo do tempo. Como Barba e Pivetti (2009) apontam, no longo prazo é importante comparar as taxas de crescimento da renda disponível real dos consumidores com a taxa de juro real com a qual eles estão se endividando. Mas isso deve ser analisado com cuidado. Pois mesmo se as taxas de juro reais são mais baixas do que a taxa de crescimento, e dado que a proporção da dívida para a renda disponível não vai crescer sem limites, dependendo das circunstâncias, a proporção da dívida/renda pode subir de tal forma que os bancos impõem restrições de crédito ou os próprios consumidores param de pedir novos empréstimos e pagam (ou não pagam) os já existentes. Por outro lado, no caso insustentável, quando as taxas de juros são mais elevadas do que o crescimento da renda disponível, o crescimento da proporção dívida/renda pode ser lento ou rápido e o tempo que leva para restrições de crédito e dificuldades de reembolso surgirem pode ser conseqüentemente mais longo ou mais curto. Assim, a quantidade de tempo que o aumento dos níveis de crédito ao consumidor podem aumentar a taxa de crescimento do consumo privado depende não apenas da diferença entre as taxas de juros e taxas de crescimento, mas também da relação inicial da dívida das famílias para o rendimento disponível, os termos do empréstimo, e outras condições de crédito.

Se olharmos para os dados do boom de consumo brasileiro, podemos ver que essa condição de sustentabilidade de longo prazo não estava presente. As taxas de juros reais de algumas das linhas de crédito mais baratas (crédito consignado e crédito para comprar carros) foram de em média 24,5 por cento de 2004 a 2010, enquanto a renda disponível real cresceu em torno de 5 por cento ao ano no mesmo período, conforme mostrado na **Figura 6**. Ao mesmo tempo, houve uma clara tendência para uma redução da diferença entre a taxa de juros e a de crescimento da renda disponível dentro desse mesmo período, mostrado na **Figura 7**.

FIGURA 6**Taxa de juros real ao consumidor e taxas de crescimento de renda das famílias**

Incluindo do setor público.



Fonte: BCB, Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas/IPEA (metodologia em Dos Santos et al., 2012).

Vamos olhar para alguns eventos que ajudaram o crescimento do crédito ao consumo a continuar, inicialmente atrasando um aumento mais rápido da relação entre dívida/renda. Primeiro, é importante notar que no início do boom de consumo (janeiro de 2005) a proporção da dívida das famílias com a renda familiar de 12 meses foi muito baixa, de apenas 18 por cento. Em 2014 tinha subido para 46 por cento (se excluirmos crédito habitacional residencial, a proporção era de 15,3 por cento em 2005 e 28,4 por cento em 2014).²⁶ Em segundo lugar, como podemos ver nas **Figuras 6 e 7**, de 2005-2006 a 2010, as taxas de juros reais caíram ao longo do tempo e as durações de empréstimo em geral (para comprar carros e bens duráveis, em particular) aumentou (**Figura 8**). Em terceiro lugar, esse processo parecia ser "extensivo" no sentido de que continuou a incorporar novas famílias, que antes não tinham acesso ao crédito bancário, ao mercado de crédito formal, dada a rápida taxa de criação de emprego no setor formal.²⁷ No período 2004-2010, foram criados 10,2 milhões de novos postos de trabalho formais. Esse processo de aumento de crédito ao consumidor nestas condições não é sustentável para uma família individual, pois uma vez que a família tem acesso ao mercado de crédito formal e aumenta o seu consumo, cada vez se endivida mais e depois de algum tempo não é capaz de continuar a aumentar o consumo no mesmo ritmo. No nível agregado, porém, o processo continuou através da incorporação de muitas novas (e ainda não endividadas) famílias no mercado de crédito formal.

26 Dados do Banco Central.

27 Por exemplo, como Lavinas (2015) observou, em 2008-2009, 9,9 por cento dos 20 por cento da população mais pobre na distribuição de renda pessoal tinha um cartão de crédito, ao contrário dos 2,2 por cento em 2002-2003.

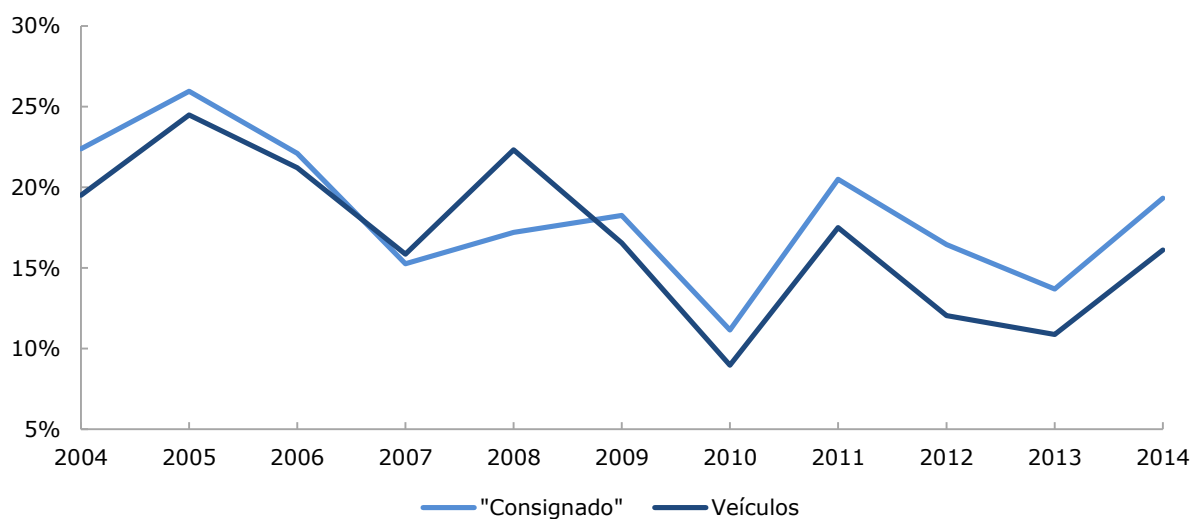
O problema com esse modelo extensivo é que, para que o consumo baseado no crédito permaneça crescendo no mesmo ritmo, o processo de redução das taxas de juros reais dos consumidores e das condições de empréstimo mais longos deve continuar; a economia deve também continuar a incorporar novos mutuários no mercado formal, e a taxa de crescimento de renda disponível agregada deve ser pelo menos estável (ou estar, de preferência, em crescimento).

Medidas Macroprudenciais e Política Monetária 2010-2014

Em 2010 e novamente no início de 2011, o governo tomou medidas que foram contra as condições necessárias para a manutenção do crescimento do crédito ao consumidor e da renda disponível real (como pode ser visto na Figura 6). O Banco Central começa um ciclo de aumento na taxa de juros em após Fevereiro de 2010 que dura até Agosto de 2011, aumentando a taxa básica nominal de juros de 8,5 por cento para 12,5 por cento.

FIGURA 7

Diferença entre a taxa de juros real e o crescimento da renda disponível real



Fonte: BCB, DIMAC/IPEA (metodologia em Dos Santos et al., 2012).

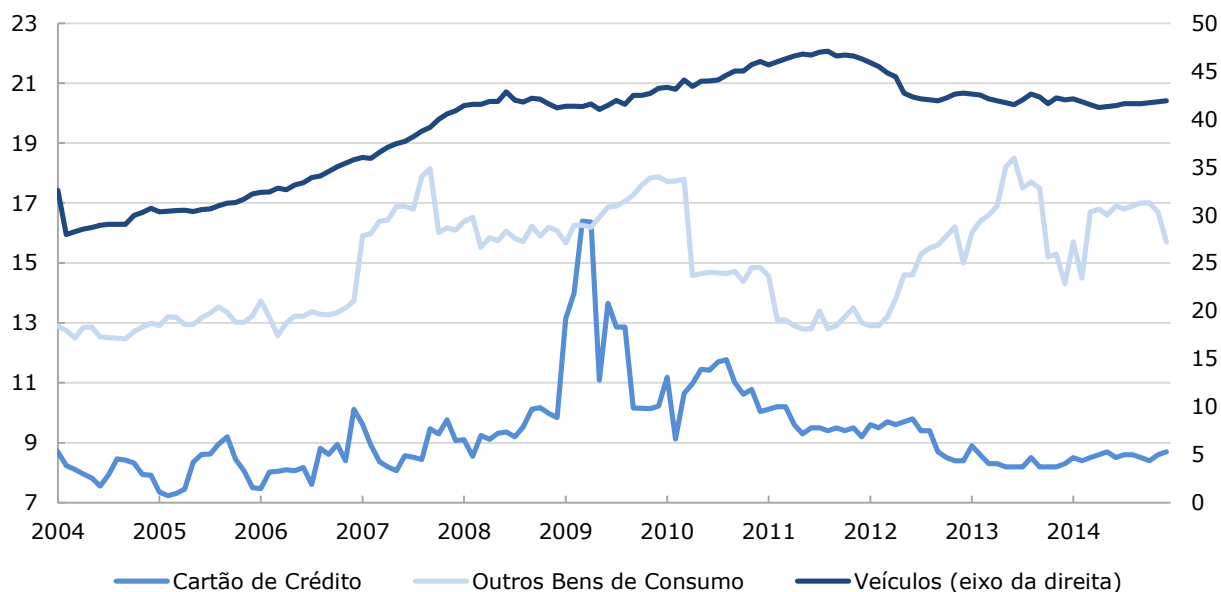
O governo então decidiu reduzir o crescimento da demanda agregada mais rapidamente e no final de 2010 e início de 2011 adotou algumas medidas para controlar o crédito ao consumidor.²⁸ Estas

28 Estas medidas, embora algumas delas têm sido amplamente utilizadas desde a década de 1970, agora são chamadas de "macroprudenciais" desde a crise global de 2008. Eles incluem: a) o aumento do depósito compulsório de depósitos em bancos, que atua como um fiscal e tende a aumentar o spread bancário; b) um aumento do capital mínimo exigido dos bancos para empréstimos ao consumidor de prazos mais longos (como o financiamento de carro, mas não hipotecas), o que desencoraja os bancos a expandir essas linhas de crédito; c) crescentes impostos

chamadas medidas macroprudenciais, juntamente com o aumento da taxa básica de juros, levou a um aumento de juros e dos spreads de crédito ao consumidor final e diminuiu os prazos dos empréstimos para o consumidor, tais como os de bens duráveis e veículos, como mostrado na Figura 8.^{29 30}

FIGURA 8

Duração dos empréstimos (meses)



Fonte: BCB.

sobre as transações financeiras para o crédito ao consumo, em geral, o que aumenta a taxa de juros paga pelo consumidor; e d) aumento do percentual mínimo de pagamento de cartões de crédito, o que tende a reduzir a utilização para o financiamento por parte dos consumidores (ver Prates e Cunha (2012)).

- 29 É importante notar que a duração de empréstimo de crédito para famílias continua a aumentar devido ao aumento da participação do crédito à habitação no total do crédito (que são, em geral, muito mais do que o crédito ao consumo), apesar da queda de duração dos empréstimos para bens de consumo e serviços.
- 30 Não é muito fácil entender a lógica por trás da adoção dessas medidas. Se a preocupação era a estabilidade do setor financeiro, é pelo menos curioso que o Banco Central estivesse preocupado com uma suposta bolha de consumo financiada por meio de crédito, enquanto ao mesmo tempo incentivava a expansão dos empréstimos habitacionais, que podem gerar bolhas mais perigosas. Se a prioridade era controlar a inadimplência de trabalhadores e consumidores em geral, o aumento simultâneo das taxas de juro no varejo e a redução da disponibilidade de crédito para pessoa física parece ter tido o efeito oposto e previsível, porque em um momento de crescimento mais lento da renda, o serviço da dívida como proporção da renda mensal aumentou a partir do início de 2011 (IPEA (2012a)). Como resultado, a taxa de inadimplência das famílias aumentou substancialmente em 2011, de 5,83 por cento no primeiro trimestre de 2011 para 7,53 por cento no primeiro trimestre de 2012, e para 7,8 por cento no segundo trimestre de 2012 (dados do BCB). Por outro lado, se o objetivo principal das medidas macroprudenciais era controlar a inflação, é pelo menos curioso que o Banco Central esteja se esforçando para reduzir o crescimento do crédito especificamente para bens duráveis, onde havia uma tendência para a estabilidade dos preços nominais desses produtos em reais (Braga (2013), Summa e Braga (2014)).

Os aumentos das taxas de juro nominais e as medidas macroprudenciais ajudaram em certa medida a acabar com o *boom* de consumo (especialmente de bens duráveis) e contribuiu para um aumento da taxa de inadimplência.³¹ O crescimento do consumo privado desacelerou acentuadamente até meados de 2012 em parte como resultado dessas medidas. Mesmo assim, essas medidas foram consideradas um sucesso por todos e só começaram a ser revertidas no final de 2011, quando o Banco Central finalmente percebeu a extensão e a gravidade da desaceleração em curso na economia brasileira.

Neste momento, o Banco Central reverteu novamente a direção da política monetária. O BCB rapidamente reduziu a taxa de juros nominal básica e tomou outras medidas de crédito e fiscais para tentar estimular o consumo privado novamente.³² O crescimento do consumo privado se recuperou ligeiramente até meados de 2013, mas ainda assim cresceu muito mais lentamente do que a média do período 2004-2010. Em meados de 2013, o Banco Central mais uma vez mudou o rumo da política monetária. A taxa de crescimento do consumo foi mais uma vez reduzida até o final de 2014, quando o consumo privado expandiu apenas 0.9 por cento.

É importante notar que, apesar da gestão errática da política monetária do país, as taxas de juros reais sobre as melhores linhas de crédito aos consumidores se manteve elevada, especialmente se comparadas com as taxas de crescimento do rendimento disponível real. Na verdade, na **Figura 7** vemos que entre 2011-2014 a tendência geral é de aumento entre a diferença entre as taxas de juros e a taxa de crescimento da renda disponível. Portanto, em termos de condições de sustentabilidade da dívida ao consumidor nos anos de 2011-2014, a autoridade monetária não foi bem sucedida em reduzir suficientemente as taxas de juro do crédito ao consumidor a fim de manter o crescimento do consumo baseado no crédito.

31 Isso claramente não tem qualquer efeito sobre a dinâmica da inflação. A opção de usar medidas macroprudenciais, em vez de promover aumentos maiores na taxa básica de juros, faz com que essas políticas sejam ineficazes contra a inflação, porque não faz uso do principal canal de transmissão da política monetária no Brasil: o impacto do aumento da diferença entre os juros doméstico e estrangeiro na taxa de câmbio, e assim nos custos de todos os setores, tanto através dos preços dos bens comercializáveis quanto nos preços de bens e serviços monitorados (que utilizam índices de preços por atacado sensíveis a taxa de câmbio como indexador formal de contratos (Serrano e Summa (2012), (2015)).

32 No início de 2012, o governo forçou bancos de varejo públicos (Banco do Brasil e Caixa Econômica Federal) a reduzir seus spreads de taxa de juros, e através da competição, os bancos privados também reduziram rapidamente seus spreads, confirmando a tese de que os altos spreads dos bancos privados são mantidos por uma relação de conluio anti-competitivo entre os principais bancos públicos e privados. Em maio de 2012, o governo mudou as regras de remuneração da poupança, eliminando um obstáculo institucional potencial para maiores reduções nas taxas básicas de juros. Além disso, promoveu em 2012 um conjunto de reduções temporárias dos impostos indiretos para tentar reduzir o preço de varejo e estimular a compra de alguns bens de consumo duráveis (incluindo automóveis).

Além disso, como resultado da menor taxa de crescimento econômico, a taxa de criação de emprego no setor formal tem sido menor a cada ano desde 2010, o que também prejudicou a incorporação "extensiva" de novos tomadores de empréstimo. Na verdade, a taxa de crescimento da renda disponível real caiu de 5,3 por cento em 2004-2010 para 1,2 por cento em 2011-2014. Finalmente, é importante notar que as famílias ficaram muito mais endividadas com crédito habitacional em comparação com 2004. Em 2005, a relação da dívida de empréstimo imobiliário para a renda familiar de 12 meses foi de 3 por cento, enquanto que em 2014 era de 18 por cento. A manutenção desse serviço de dívida forçou muitas famílias endividadas a reduzirem o consumo.

O Ajuste Fiscal de 2011 e a Postura da Política Fiscal em 2011-2014

Com a melhoria do comércio externo e das condições de financiamento externo desde 2003, o governo brasileiro decidiu assumir a responsabilidade de gerar crescimento econômico. No início, de maneira tímida, com medidas para melhorar o crédito, aumentar o salário mínimo e aumentar as transferências sociais, mas depois de 2006, o governo -- de forma mais aberta e deliberada -- tomou medidas para aumentar o investimento público.³³ De 2004 a 2010, o gasto real em consumo do governo cresceu em média 3,2 por cento ao ano, as transferências sociais e de seguridade social cresceram 5,6 por cento ao ano, o investimento na administração pública teve uma taxa de crescimento médio anual de 14 por cento, e os investimentos das empresas estatais tiveram um crescimento médio anual de 16,3 por cento. Por outro lado, as receitas do setor público cresceram em média 7,2 por cento ao ano em termos reais de 2004 a 2010, mais rápido do que o PIB.

Embora os gastos do governo e as transferências sociais tenham crescido muito rápido de 2004 a 2010, as receitas fiscais acompanharam esse ritmo de crescimento. O resultado foi que, como proporção do PIB, o superávit primário caiu apenas um pouco ao longo deste período. De acordo com Dos Santos e Gouveia (2014), as receitas fiscais cresceram rapidamente, principalmente devido a um grande aumento da força de trabalho formal e o aumento do preços das commodities e dos ativos financeiros. O efeito líquido de tais aumentos simultâneos nos gastos, transferências e receitas fiscais sobre a demanda agregada foi claramente expansionista. Como já sabemos desde o teorema do orçamento equilibrado de Haavelmo,³⁴ ao aumentar gastos e impostos pela mesma quantidade se tem um multiplicador unitário. Assim, mesmo aumentando impostos um pouco mais do que os gastos ainda se pode obter efeitos positivos sobre a demanda agregada (embora com um

33 Veja Serrano e Summa (2012).

34 Haavelmo (1945).

multiplicador inferior a um), especialmente se a propensão a gastar daqueles que são tributados é menor do que daqueles que recebem transferências do governo, como foi claramente o caso do Brasil entre 2004 a 2010. Assim, mesmo com um pequeno multiplicador positivo, o aumento muito rápido dos gastos do governo e as transferências sociais durante esse período tiveram uma importante contribuição para o crescimento da demanda agregada.

Além disso, algumas alterações foram feitas para relaxar as rígidas metas oficiais para o superávit primário, a fim de permitir o crescimento mais rápido do investimento público. O plano de PPI (Projeto Piloto de Investimentos Públicos) tornou possível abater uma parcela do investimento público da meta oficial de superávit primário, e também os investimentos realizados pelas principais empresas estatais (Petrobras e Eletrobras) foram excluídos do cálculo da meta oficial em uma tentativa de aumentar o investimento em empresas federais e estatais e para promover o plano de investimento público PAC.

O resultado tanto de um grande aumento das despesas e receitas, quanto de uma pequena redução da relação entre superávit primário e PIB, expandiu a demanda agregada.³⁵

No entanto, no final de 2010, o governo decidiu mudar sua orientação de política econômica e começa a abrir espaço e dar incentivos macroeconômicos para o setor privado, para que este último passe a assumir a responsabilidade de gerar crescimento econômico. A principal característica dessa mudança foi a decisão tomada no final de 2010 de promover um forte ajuste fiscal, a fim de aumentar o superávit primário e cumprir a meta cheia de 3,1 por cento do PIB em 2011, embora as regras do PAC (Programa de Aceleração do Crescimento) e do PPI pudessem ter sido usados para excluir uma quota de investimento público da meta oficial de superávit primário, trazendo-a para 2,42 por cento do PIB. Outro sinal desse compromisso contracionista pelo novo governo foi a decisão, depois de anos de elevados aumentos, de não aumentar o salário mínimo real em 2011, algo que não havia ocorrido no Brasil desde 1994. Essas medidas mostram o forte compromisso, no final de 2010, tanto da administração que estava chegando ao fim e aquela que começou em 2011, ambos do PT (Partido dos Trabalhadores), para reduzir significativamente o crescimento da demanda agregada doméstica. Além disso, apesar da desaceleração econômica mundial no início de 2011 e, os sinais que eram evidentes desde o primeiro trimestre, o ajuste fiscal foi mantido ao longo de 2011 e a meta cheia de superávit primário foi alcançada.

35 Isto é confirmado pelas estimativas de um índice de impulso fiscal por Lara, Rodrigues e Bastos (2015), que foi sempre positivo nos anos 2004-2010 no Brasil, apesar dos grandes superávits primários.

Este rápido aumento do superávit primário só foi possível graças a uma forte redução do crescimento dos gastos públicos. O gasto real do consumo do governo cresceu apenas 2,2 por cento em 2011, mas mais dramático foi o comportamento do investimento público, tanto pelo governo central como por empresas estatais em 2011, que diminuiu 17,9 por cento e 7,8 por cento em termos reais, respectivamente. Os cortes foram tão profundos que houve uma redução do valor nominal de ambos tipos de investimento. O impulso fiscal em 2011 foi fortemente contracionista e ainda maior do que o de 2003.³⁶

Se nota que esses cortes ocorreram enquanto o PAC, que foi projetado especificamente para promover o investimento público, estava supostamente em vigor. A experiência em 2011 demonstrou mais uma vez que os ajustes fiscais fortes quase sempre levam a quedas substanciais e desproporcionais do investimento público discricionário, em vez de outros gastos públicos correntes e as transferências que são mais rígidos por regulamentação e / ou direitos legais. Dada a natureza endógena das receitas fiscais e das transferências públicas, bem como a impossibilidade prática de fazer grandes cortes na folha de pagamento do setor público no curto prazo, tanto no plano internacional quanto a experiência brasileira mostram que, invariavelmente, é o investimento público que se torna a variável de ajuste fiscal durante grandes contrações.

Em 2012, o governo sinalizou ainda que havia desistido da ideia de que o investimento público deve desempenhar um papel estratégico fundamental na geração de crescimento.³⁷ Em vez disso, o governo decidiu promover parcerias público-privadas através de concessões para projetos de infraestrutura com condições de financiamento favoráveis para os empresários (Plano Nacional de Logística Integrada). O investimento da administração pública se recuperou ligeiramente depois de 2012, mas a taxa média anual de crescimento entre 2011 e 2014 foi de -1 por cento. A taxa de crescimento do investimento das empresas estatais se recuperou mais fortemente em 2012-2013, mas uma queda drástica em 2014 de 20,8 por cento resultou em uma taxa de crescimento real médio de -2,7 por cento durante 2011-2014. Ajustado pela inflação, o nível de investimento público em 2014 foi um pouco inferior ao de 2010.

36 Lara, Rodrigues e Bastos (2015).

37 O investimento público tem um papel duplo. Por um lado, é um componente da demanda agregada, geralmente com teor de importação baixo. Mas seu papel mais importante é o de gerar externalidades positivas, aumentando a produtividade e competitividade do setor privado e servindo como um veículo para a política industrial. Nesse último papel, políticas do governo e de empresas estatais, quando conectadas com rigorosos requisitos de atualização tecnológica para os contratantes, demonstraram uma e outra vez serem a forma mais eficaz de política industrial no Brasil (o papel da antes estatal Embraer para o desenvolvimento de tecnologia de aeronaves nos anos 1970 e 1980, e mais recentemente a da Petrobras no desenvolvimento de muitas tecnologias relacionadas com a exploração de petróleo em alto mar, são os exemplos mais conhecidos).

Depois de 2012, o governo também promoveu grandes desonerações tributárias e isenções de encargos sociais sobre a folha de pagamento de empresas em muitos setores, em uma tentativa de promover o investimento privado e as exportações. Aliado a isso, houve temporariamente isenção fiscal para produtores de bens duráveis (IPI), a fim de impulsionar o consumo. Para tentar incentivar a inovação, houve isenções para o direito de importação na compra de bens de capital, bem como outras desonerações e subsídios.

Há vários problemas com essas políticas. Em primeiro lugar, o governo decidiu diminuir o seu papel no investimento público precisamente nos setores que têm externalidades logísticas logísticas e cruciais. Esses setores, como energia e infraestrutura, em menor medida, também ajudam a sustentar a demanda agregada. O governo tentou convencer os membros do setor privado a investir, mas o interesse nessas parcerias depende da vontade do setor privado e de uma negociação complexa dos termos e condições, o que é custoso em termos de tempo e de recursos humanos e financeiros.³⁸ Em segundo lugar, o grande alívio tributário para as empresas não expandiu a demanda agregada porque o investimento privado, de maneira não surpreendente, não respondeu a essas medidas (para mais detalhes, consulte a próxima seção).³⁹ E, finalmente, porque as isenções fiscais, em conjunto com a desaceleração econômica, reduziram consideravelmente a evolução das receitas tributárias, o superávit primário caiu em 2013 e tornou-se negativo em 2014. Essa combinação de menor crescimento dos gastos do governo e transferências e o fato de que a maior parte das isenções fiscais foi dada a empresas que não aumentaram suas despesas de investimento significou que a política fiscal de 2011-2014 foi menos expansionista do que em 2004-2010. Isto ocorreu apesar do fato de que o superávit primário médio no período mais recente foi de 1,7 por cento, muito menor do que os 3,2 por cento da média de superávit primário do período anterior, mesmo quando incluída a queda acentuada do superávit primário e das receitas durante o ano da crise de 2009. A evolução da relação entre superávit primário/PIB é mostrada na **Figura 9**.

38 É importante lembrar que o PAC de 2007 foi feito para impulsionar o investimento público e decidido após esforço anterior do governo federal para promover parcerias público-privadas (2003-2006) que não levaram a nada.

39 Evidência empírica encontrada em Pires (2014) mostra que o efeito multiplicador de uma mudança no investimento público é muito mais forte do que o efeito multiplicador de uma mudança na carga tributária líquida.]

FIGURA 9**Superávit Primário / PIB**

Fonte: BCB.

A proporção entre dívida (bruta e líquida) e PIB do Brasil aumentaram ligeiramente devido a esse superávit primário inferior, em combinação com outros custos fiscais, tais como os relacionados com a manutenção de um estoque grande de reservas cambiais em moeda estrangeira,⁴⁰ financiamentos do BNDES, e o pagamento de subsídios para aumentar a duração dos empréstimos para a setor privado.⁴¹

Sob essa política, o setor público contribuiu muito menos à demanda agregada, apesar de o governo ter mantido superávits primários menores e permitido que as dívidas públicas bruta e líquida subissem durante 2014 (**Figura 11**). Crucialmente, essa última mudança deu munição aos defensores das “finanças sadias”, tanto dentro como fora do governo, gerando quase um consenso em torno da necessidade de outro “ajuste” fiscal contracionista em 2015. Na verdade, isso não tem nenhuma base na economia. A dívida pública líquida do Brasil (em relação ao PIB) é muito menor do que era no

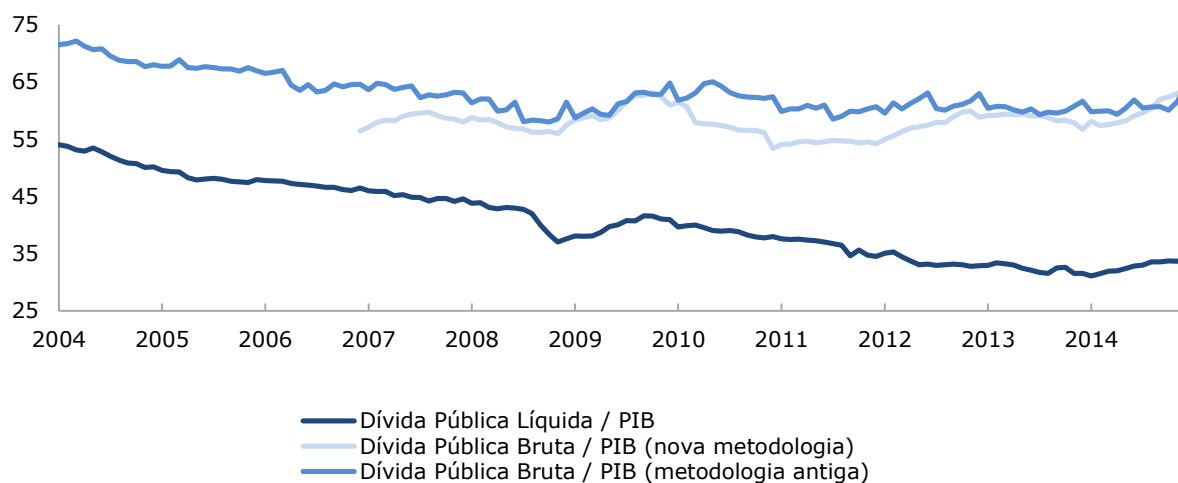
40 As reservas internacionais têm um custo fiscal, porque a taxa de juros nominal paga em títulos públicos domésticos é maior do que o taxa de juros paga sobre os títulos do Tesouro dos EUA. No entanto, como já observamos, há uma diferença qualitativa entre “Reais (R\$)” e “dólares” em um contexto do padrão do dólar flexível e no qual um país pode emitir sua moeda doméstica, mas não a internacional (USD) (Serrano, 2003). Nesse sentido, e em relação à melhoria das condições externas discutidas na Seção 1, nós pensamos que essa política foi muito bem sucedida. Se nota, adicionalmente, que dado que o setor público tem sido um credor líquido em dólares desde 2006, qualquer desvalorização cambial produz um ganho de capital inesperado para o setor público (Serrano e Summa (2012)).

41 Isso ocorre porque a taxa básica de juros de curto prazo (Selic) é muito maior do que a taxa de juros de longo prazo cobrada pelo BNDES em seus empréstimos (TJLP). Assim, quando os empréstimos do BNDES se expandem rapidamente e o setor público tem de complementar o seu financiamento, há esse custo fiscal.

passado, e a dívida pública bruta do país (em relação ao PIB) ainda está abaixo do nível de 2004; há também o fato óbvio de que essa dívida é emitida em moeda brasileira.⁴²

FIGURA 10

Dívida Bruta e Líquida / PIB



Fonte: BCB.

O colapso do crescimento de investimento

Vamos agora dar uma olhada mais de perto no comportamento das despesas de investimento total em capital fixo, que agrega tanto investimento público quanto privado. Depois de crescer a uma taxa média anual de 8,0 por cento entre 2004 e 2010, atingindo um máximo de 18 por cento em 2010, a taxa de crescimento real da formação de capital fixo bruto caiu para 6,7 por cento em 2011 e encolheu -0,6 por cento em 2012. O investimento se recuperou em 2013, crescendo 6,0 por cento, mas logo contraiu novamente em 2014, com o investimento colapsando para -4,3 por cento. A taxa de crescimento média anual entre 2011 e 2014 foi de 1,8 por cento, inferior à taxa de crescimento do consumo privado e substancialmente menor do que a do crescimento do investimento ao longo do período anterior.

Desagregando os componentes da formação de capital fixo bruto, o investimento total em construção (residencial e não residencial, público e privado), que cresceu a uma taxa de 5,8 por cento em média, no período 2004-2010, cresceu a uma taxa muito mais baixa de 2,8 por cento em 2011-

42 Ver Serrano (2001) para uma visão crítica sobre os limites à expansão das dívidas públicas nacionais.

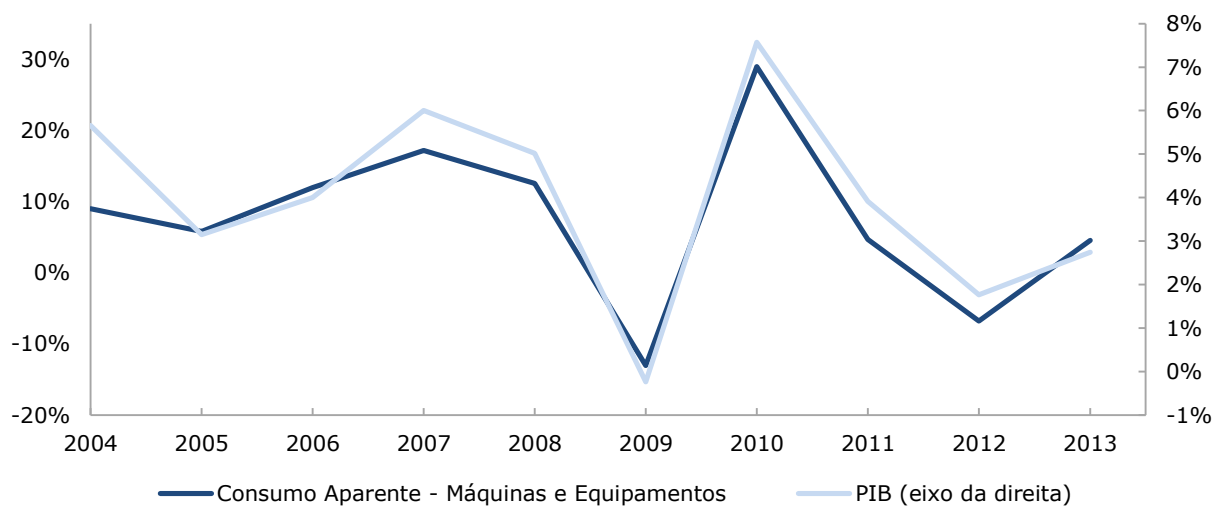
2014, provavelmente em grande parte como consequência da grande redução no crescimento do investimento público. No entanto, mais dramático foi o comportamento do investimento em máquinas e equipamentos, que cresceu a uma taxa média de 12,3 por cento no período 2004-10 e -0,7 por cento entre 2011 e 2014. Essa categoria inclui despesas de investimento pelo setor privado, mas também de empresas estatais.

O componente privado do investimento em máquinas e equipamentos é basicamente impulsionado pela necessidade de ajustar o estoque de capital à tendência de crescimento da demanda efetiva. Existe, assim, um ciclo virtuoso, às vezes chamado de mecanismo acelerador flexível, em que um aumento na demanda efetiva estimula o investimento privado. Além disso, o crescimento investimento privado em máquinas e equipamentos tende a ultrapassar e aumentar temporariamente mais do que o crescimento da demanda agregada, quando este último dá sinais de ser forte e sustentável. Quando o ciclo se reverte, o período de correção segue e normalmente vemos o investimento privado em máquinas e equipamentos crescer menos do que a demanda agregada como um todo. Isso é o que permite que o grau real de utilização da capacidade oscile dentro de um intervalo bastante estreito. A **Figura 11** mostra essa relação estreita entre o crescimento da capacidade produtiva e do crescimento da demanda efetiva.⁴³

FIGURE 11

Taxas de crescimento do PIB e do Investimento

Consumo Aparente de Máquinas e Equipamentos



Fonte: IBGE/SCN; IPEA.

43 Há fortes evidências econométricas de que os investimento estão sendo largamente induzidos pela demanda em dados brasileiros. Para levantamento, ver Dos Santos et al. (2015). Para uma explicação teórica sobre o crescimento liderado pela demanda com investimento empresarial induzido, ver Serrano (1995) e Serrano e Freitas (2015).

Como havia perspectivas claras de uma tendência para menor crescimento da demanda agregada após a rápida e intensa recuperação da crise de 2009, uma certa desaceleração do crescimento do investimento privado em máquinas e equipamentos em 2011 era esperada de qualquer maneira. De fato, durante o ano de 2010, a taxa de crescimento do consumo aparente de máquinas e equipamentos anualizada (trimestre a trimestre) já estava caindo continuamente e rapidamente a partir de 37,9 por cento no primeiro trimestre, para 13,58 por cento no quarto trimestre. Essa forte desaceleração do investimento não residencial durante 2010 torna ainda mais difícil de entender o forte compromisso do governo com uma contração monetária e fiscal no final de 2010. Além disso, o crescimento do PIB trimestral anualizado caiu continuamente durante cada trimestre sucessivo de 2010, de 9,34 por cento no primeiro trimestre, para 5,33 por cento no último, então a evidência de uma desaceleração doméstica estava clara já no final de 2010, independentemente da situação do comércio mundial e antes da mudança na orientação da política macroeconômica.⁴⁴

O investimento em máquinas e equipamentos, no entanto, ainda cresceu 5,4 por cento em 2011, um resultado que, quando tomado em conjunto com a grande redução no investimento de empresas estatais em 2011, mostra um desempenho muito bom, provavelmente refletindo o fato de que o investimento privado induzido tende a reagir às mudanças nas perspectivas de crescimento da economia com defasagem, tal como confirmado na taxa real negativa de crescimento (-5,9 por cento) do investimento em máquinas e equipamentos em 2012. O investimento das empresas estatais cresceu 12 por cento naquele ano.

O governo reagiu à queda geral do investimento tentando estimular o setor privado por meio de políticas que reduzem os custos de investimento e aumentam as margens de lucro. Para tanto, reduziu a taxa de juros nominal e a taxa cobrada pelo BNDES, o banco de desenvolvimento nacional. O governo também permitiu que a moeda se desvalorizasse, o que tende a aumentar as margens de lucro nos setores transacionáveis, uma vez que o Brasil é um tomador de preço na maioria dos seus mercados de exportação. A desoneração da folha de pagamentos de alguns setores e dos impostos de importação para alguns bens de capital foram colocados em prática, juntamente com outras isenções fiscais e subsídios para inovação.⁴⁵ O governo também anunciou em agosto de 2011 o chamado "Plano Brasil Maior", que incluía medidas muito modestas para compras do setor público com cláusulas de conteúdo local. Mais tarde, o Plano Nacional de Logística Integrada foi

44 Dados do IPEA.

45 O caso específico de baratear os custos de importação de máquinas também traz o problema adicional de que, se este leva a um investimento amplificado, estimula a produção em outros países e não no Brasil, o que aumenta a concorrência estrangeira e tende a reduzir a demanda e / ou as margens de lucro dos produtores de bens de capital domésticos. E é no mínimo curioso que, no mesmo plano onde temos medidas destinadas a aumentar o conteúdo local de insumos intermediários e bens de capital, existem subsídios para bens de capital importados.

introduzido, em uma tentativa de estimular as parcerias público-privadas com concessões em investimentos em infraestrutura com condições de financiamento muito favoráveis para os empresários. As taxas de crescimento reais de investimento agregado (e máquinas e equipamentos) de -0,6 por cento (-5,9 por cento) em 2012, de 6 por cento (8,3 por cento) em 2013, mas de -4,3 por cento (-9,5 por cento) em 2014 mostram que, em geral, essas medidas foram bastante mal sucedidas em reverter a tendência negativa das despesas de investimento.

O desempenho sombrio dos investimentos nos permite concluir que a mudança na orientação da política macroeconômica desde 2011, com o governo tentando estimular o investimento privado e o emprego não através do aumento da demanda agregada, mas principalmente pela redução de custos e / ou aumentando as margens líquidas de lucro das empresas, foi um fracasso. Essas medidas parecem não ter estimulado em nada as despesas de investimento.⁴⁶

Além disso, o comportamento do crescimento do investimento, principalmente em máquinas e equipamentos, nos permite compreender melhor o desempenho da indústria de transformação brasileira. Como discutimos no Seção 1, existe um amplo consenso no Brasil de que a indústria não tem crescido principalmente por causa da taxa de câmbio sobrevalorizada. Na verdade, dado o pequeno impacto da taxa de câmbio sobre a competitividade externa da nossa indústria, parece claro que a principal causa da queda do crescimento da produção da indústria manufatureira foi a grande redução no crescimento do investimento, especialmente o investimento em máquinas e equipamentos, tanto de empresas privadas como estatais.

Uma vez que todas as máquinas e equipamentos que não são importados são produzidos pela indústria manufatureira, no curto prazo, quando a taxa de investimento (investimento sobre o PIB) aumenta (diminui) o investimento e a produção industrial necessariamente aumentam (diminuem) mais do que a produção em todos os outros setores. Por isso, foi a forte redução no crescimento do investimento, não um suposto processo de "desindustrialização" relacionado com a taxa de câmbio

46 Esse resultado deveria ter sido esperado uma vez que não há nenhuma boa razão para pensar que as empresas privadas investirão sem uma expectativa de aumento da demanda, independentemente de qualquer aumento em suas margens de lucro. O aumento da margem de lucro pode, ocasionalmente, impedir o fechamento de algumas empresas que estão à beira da falência, sem condições mínimas de rentabilidade em seus mercados internos ou externos. Mas a grande maioria das empresas que está produzindo e investindo regularmente tem margens de lucro acima dos níveis mínimos viáveis. Para essas empresas, aumentos adicionais nas margens tendem a não provocar qualquer efeito sobre suas decisões de investimento. Essa também pode ser a razão pela qual grandes depreciações cambiais depois de 2011 tiveram impacto tão pequeno. Para a maioria das empresas que já operava no setor de bens transacionáveis essa desvalorização parece ter sido desnecessária e apenas os ajudou a aumentar as margens de lucro. E para os poucos setores em que a competitividade vis custo é uma questão importante, as depreciações, por maiores que fossem, parecem ter sido insuficientes, uma vez que as vantagens de custo dos exportadores asiáticos parecem hoje em dia ser grandes demais para serem corrigidas com depreciações viáveis da taxa de câmbio.

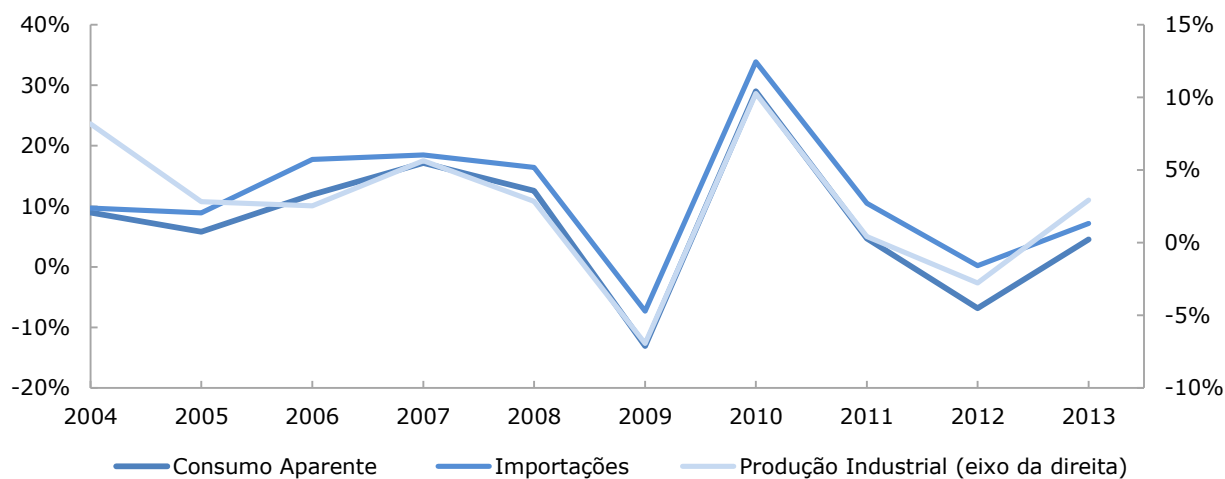
que explica a desaceleração da produção industrial. A indústria manufatureira cresceu nos anos 2007-2008 e em 2010, quando a taxa de câmbio já estava valorizada, e por isso é difícil de acreditar que, de repente, a taxa de câmbio se tornou um obstáculo para o crescimento da indústria como um todo. Também, a taxa de câmbio valorizada foi muito importante para controlar a inflação e, portanto, também para o aumento dos salários reais e da taxa de crescimento do consumo das famílias.⁴⁷

Por outro lado, as importações totais, que cresceram em média 13,4 por cento em termos reais no período 2004-2010, também diminuíram o ritmo para 4,1 por cento em 2011-2014. Essa redução é também explicada pela grande variação na taxa de crescimento do investimento em máquinas e equipamentos (dada a forte complementaridade entre os componentes nacionais e importados de investimento em máquinas e equipamentos, e seu alto conteúdo de importações). Assim, no curto prazo, o investimento em máquinas e equipamentos, produção industrial, e as importações totais oscilam em conjunto no Brasil, qualquer que seja o nível da taxa de câmbio, como podemos ver na **Figura 12**.

FIGURA 12

Taxas de crescimento da produção industrial, importações e investimento

(Consumo Aparente de Máquinas e Equipamentos)



Fonte: IBGE/PIM; IBGE/SCN; IPEA.

47 Como expressado também por Barbosa-Filho (2013, p. 69) "... gerou uma substancial valorização do real que, por sua vez, teve um grande impacto positivo sobre o consumo e o investimento privado no curto prazo. Mais especificamente, mencionado acima, a história econômica brasileira indica que períodos de forte valorização cambial são geralmente acompanhados por uma forte expansão da demanda, uma vez que a queda na taxa de câmbio tende a aumentar os salários reais dos trabalhadores e proporcionar ganhos de capital para as empresas no curto prazo "(tradução nossa). Ver Dos Santos, et al (2015) para a evidência econométrica do impacto negativo de uma desvalorização do real sobre o investimento.]

3. Argumentos Rudimentares para a Mudança na Orientação da Política Macroeconômica

Para justificar o ajuste fiscal continuado em uma economia que já estava desacelerando no final de 2010,⁴⁸ o novo governo da presidente Dilma Rousseff ressuscitou a ideia de que uma política fiscal contracionista era necessária, um princípio que uma vez ela classificou como "rudimentar".⁴⁹ De acordo com esse ponto de vista, uma grande redução das taxas de juros do Brasil só poderia acontecer se houvesse uma mudança no mix de políticas macroeconômicas porque uma política monetária expansionista exigia uma política fiscal mais restritiva. Além disso, a hipótese por trás desse ajuste argumentava que o Brasil tinha dois preços fora do lugar, que impediam o setor privado de liderar o crescimento econômico através de investimentos e das exportações: as taxas de juros reais estavam altas demais e a taxa de câmbio estava muito valorizada. Portanto, para estimular o setor privado, seria necessário corrigir esses dois preços, mas, ao mesmo tempo o governo deveria evitar a geração de uma demanda excessivamente forte que poderia pôr em risco a meta de inflação. Para evitar isso, uma política fiscal apertada seria necessária.

Há cerca de duas linhas gerais do argumento a favor da ideia de que um ajuste fiscal é necessário para a redução das taxas de juros. A primeira e mais tradicional, que podemos chamar de "versão de fluxo", vem do corriqueiro e ortodoxo efeito "crowding out". Aqui, o ajuste fiscal é necessário para aumentar a taxa de poupança doméstica potencial da economia e reduzir a taxa "natural" de juros, que é necessária para evitar o excesso de demanda agregada em relação ao produto potencial.⁵⁰

48 O novo presidente do Banco Central declarou publicamente em 2011 que a taxa de crescimento da "produção potencial" no país estava em algum lugar entre 4,5 e 5 por cento ao ano.

49 Num comunicado de imprensa de 2005, Dilma Rousseff, então chefe de Gabinete do presidente, chamou o plano de longo prazo de ajuste fiscal de "rudimentar" e ajudou a conquistar dentro da equipe econômica do governo a visão mais pragmática e expansionista da política fiscal. Esse plano, discutido por empresários, acadêmicos e economistas da burocracia estatal, consistia na ideia de "déficit nominal zero", o que implica num aumento da meta de superávit primário para algo como 7,5 por cento do PIB durante alguns anos (Delfim Netto (2005)). A rejeição da proposta de ajuste fiscal "rudimentar" ajudou a garantir a possibilidade de um ciclo mais virtuoso de crescimento até 2008, e uma rápida recuperação em 2010, após a crise do subprime.

50 Esse ponto de vista presume que a produção é oferta restrita, embora até mesmo o próprio Banco Central tenha oficialmente considerado o nível de demanda efetiva agregada como muito baixo e abaixo do produto potencial (pelo menos desde o terceiro trimestre de 2011). Na verdade, a validade da versão de fluxo requer que: 1) Uma queda substancial nas taxas de juros teria um efeito direto do aumento do investimento privado produtivo; 2) A queda das taxas de juros, de forma indireta, através da desvalorização da taxa de câmbio, geraria um crescimento significativo nas exportações líquidas; (3) O grande aumento na demanda agregada, provocada por (1) e (2) geraria pressões inflacionárias, levando em conta que a economia, se presume, estaria operando na capacidade plena e a produção potencial não seria afetada por mudanças na demanda agregada.

Uma segunda versão do argumento em favor de ajuste fiscal permanente se refere à relação entre as taxas de juros e a dívida pública. A ideia geral dessa segunda versão, que poderíamos chamar de **“versão dos estoques” (ou dominância fiscal)**, é que o ajuste fiscal é uma condição prévia para uma redução sustentada das taxas de juros domésticas, e o mecanismo de transmissão parece se basear em dois argumentos. O primeiro é que de alguma forma algum indicador de dívida pública afetaria o prêmio de risco soberano. A segunda é que esse prêmio de risco afetaria a taxa de juros neutra ou "natural", reduzindo o nível da taxa real de juros doméstica, o que leva a uma desvalorização cambial e amplia exportações líquidas e a demanda agregada. Assim, uma redução da dívida pública que reduziria o spread de risco país, diminui a taxa neutra (ou natural) real de juros porque iria fazer a curva de demanda agregada, a chamada curva IS, menos elástica, reduzindo a chamada "dominância fiscal".⁵¹ Se nota que um elo importante na segunda etapa desse argumento é que a depreciação da taxa de câmbio real é sempre expansionista, algo que simplesmente não aconteceu no Brasil nos últimos anos, dado o forte efeito positivo da valorização cambial sobre os salários e o consumo e a baixa elasticidade do preço das nossas exportações líquidas, mencionado na Seção 1.⁵²

Mas o mecanismo mais "rudimentar" na **"versão dos estoques"** da contração fiscal expansionista é a suposta relação entre a dívida pública e o risco soberano. Mesmo autores bastante ortodoxos aceitam o fato, bastante óbvio, que um país não pode ser obrigado a dar um *default* em sua dívida doméstica denominada em sua própria moeda, e, portanto, o risco de descumprimento técnico da dívida de um país emitido em sua própria moeda é zero.⁵³ Portanto, é pelo menos uma suposição curiosa que o "mercado" é composto por agentes totalmente irracionais que não entendem que o

51 Essa ideia foi recentemente defendida novamente por Delfim Netto (2012): "O momento requer uma enorme responsabilidade do governo, que deve manter saudáveis as suas contas para não pressionar o aumento das taxas de juro pelo aumento do déficit fiscal e o aumento da dívida bruta / PIB, pairando cerca dos 65%. Se goste ou não, este é o parâmetro, certamente imperfeito, pelo qual se mede universalmente esse relacionamento que afeta o "risco Brasil" e, no final, a taxa de juro real interna." (Delfim Netto (2012), grifos nossos). Note-se que Delfim Netto (2012) insiste que agora é o dívida bruta pública do setor público que "goste ou não" influencia o "risco Brasil" enquanto Delfim Netto (2005) disse que "o mundo considera 'virtuoso' o país onde a dívida líquida / PIB é de cerca de 30%" (grifo nosso), e todos os argumentos na época eram em termos de dívida líquida. Aparentemente, de acordo com Delfim, o mundo "universalmente" mudou a sua percepção da dívida líquida para os indicadores da dívida bruta desde 2005, o que mostra que o Brasil é realmente um país muito azarado. Pois assim como a dívida pública líquida em relação ao PIB caiu para níveis que o "mundo" considerado "virtuoso", e eram de cerca de 35 por cento no primeiro semestre de 2012, houve, entretanto, uma mudança "universal" no parâmetro pelo qual o risco é avaliado, passando de dívida líquida para bruta.

52 Ver também Serrano e Summa (2012).

53 Tcherneva (2011) chama atenção para essa declaração do economista ortodoxo Michael Woodford (2001): "Um governo que emite dívida em sua própria moeda está em uma situação diferente dos tomadores de empréstimo privados, pois sua dívida é uma promessa apenas para entregar mais de seu próprio passivo. (Um título do Tesouro [dos EUA] é simplesmente um promessa de pagamento de dólares em várias datas futuras, mas esses dólares são apenas passivos adicionais do governo, que terminam sendo ganhos sem juros) Assim, não há dúvida possível sobre a capacidade técnica do governo de entregar o que prometeu ..." Veja também Serrano (2001).

risco-país depende que o país honre pagamentos (tanto por agentes privados e do setor público) em moedas estrangeiras e não sobre o risco inexistente de um governo deixar de pagar dívidas em moeda local.

No mundo real, onde o mercado sabe a diferença qualitativa entre um dólar e um real, o spread soberano depende em grande parte da situação dos mercados financeiros internacionais, em particular as taxas de juros de títulos mais arriscados no mercado dos EUA e alguns fatores específicos do país em termos da situação da sua balança de pagamentos. Dado o grande acúmulo de reservas internacionais e a melhora da situação externa da economia brasileira desde 2004, o país tem visto o seu spread soberano cair continuamente até 2012,⁵⁴ processo que foi interrompido (mas não invertido) pela crise financeira internacional no final de 2008 (**Figura 12**). Sobre o período 2004-2012, a tendência geral tem sido uma queda na dívida líquida e bruta conforme uma porcentagem do PIB, seguindo (e não provocando) uma série de reduções das taxas de juros domésticas que foram facilitadas pela diminuição dos spreads soberanos.⁵⁵ Desde 2013 tem havido um ligeiro aumento do spread soberano das taxas de juros reais, mas apenas em 2014 a relação dívida pública líquida/PIB começou a subir.

Muitos autores no Brasil (às vezes até Delfim Netto) usam o superávit primário como um melhor indicador de uma suposta "restrição orçamentária intertemporal do governo" no longo prazo. A relação do superávit primário em relação ao PIB de fato teve uma forte correlação de 0,58 com o risco-país no período 2004-2014. Infelizmente, para aqueles que defendem a noção de "dominância fiscal" e ajuste fiscal preventivo, a correlação é positiva, o que implica que os superávits primários mais elevados foram associados a uma maior "risco" do suposto "default do Estado".

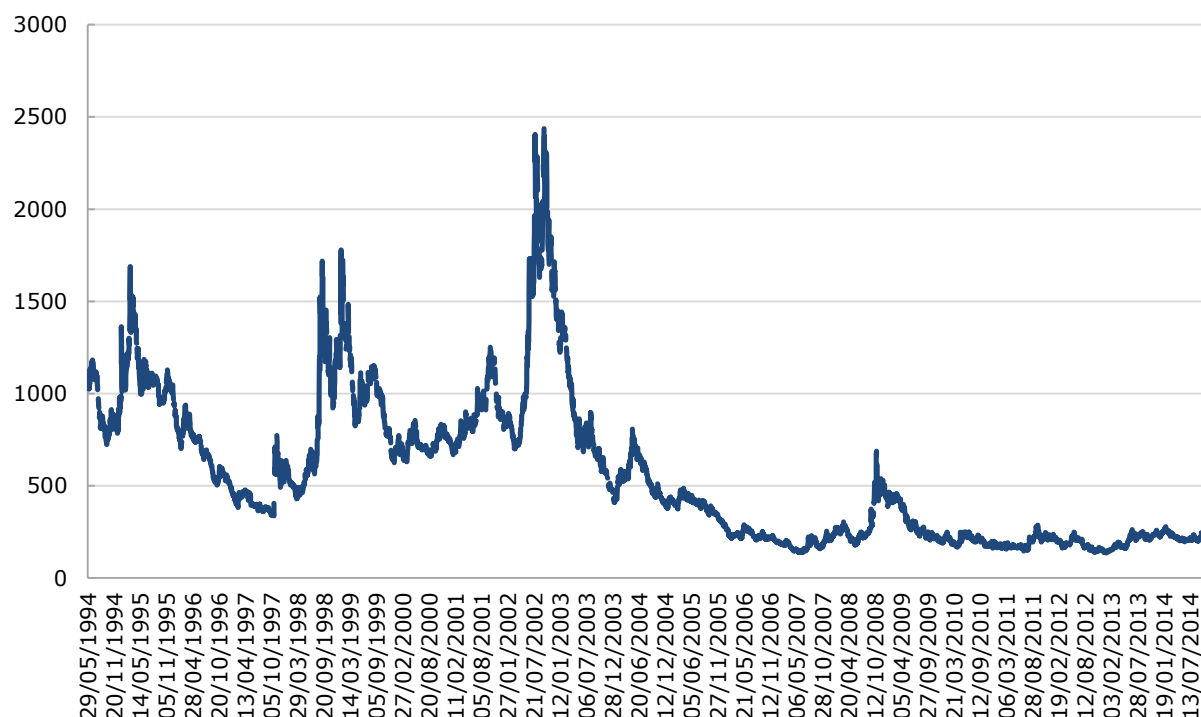
Podemos assim concluir que a base teórica e empírica da "versão dos estoques", no qual um ajuste fiscal prolongado seria uma condição necessária para uma redução da taxa de juros do Brasil, foi e ainda é realmente "rudimentar".

54 Frenkel e Rapetti (2011), Ferreira (2012).

55 Ver Santiago (2012) para uma visão crítica sobre a relação entre indicadores fiscais e a taxa de juros no Brasil.

FIGURA 13**Spread Soberano**

(EMBI BR)



Fonte: JP Morgan (IPEADATA).

Conclusão: De desaceleração induzida a crise induzida

Neste trabalho, argumentamos que a desaceleração econômica do Brasil desde 2011 pode ser explicada pela menor taxa de crescimento dos componentes internos de demanda, e que essas taxas mais baixas de crescimento da demanda interna são principalmente o resultado de mudanças na orientação da política macroeconômica, mais do que devido a mudanças no comércio ou condições de financiamento externo. No período 2004-2010, após a melhora nas condições externas e o alívio da restrição externa, o governo gradualmente assumiu a responsabilidade de gerar crescimento econômico diretamente por meio do aumento da demanda agregada através de medidas que aumentaram o consumo em massa, e através de um grande aumento do investimento público. As últimas medidas também foram determinantes para começar a corrigir as deficiências de infraestrutura graves do Brasil. Essa política como um todo foi muito bem sucedida em alcançar crescimento elevado. O principal problema foi que ela fez muito pouco para mudar a estrutura produtiva do país, e por isso levou o déficit em conta corrente a aumentar, apesar de, como vimos,

os efeitos negativos da valorização da taxa de câmbio real sobre a competitividade da indústria brasileira parecem ser grosseiramente superestimados. Seja como for, as mudanças favoráveis na economia mundial e a melhor gestão da conta financeira do Balanço de Pagamentos do país sob um regime de taxa de câmbio com flutuação fortemente administrada permitiu que esses grandes déficits pudessem ser facilmente financiados.

Apesar da continuidade das condições geralmente favoráveis de financiamento externo, o governo mudou novamente a orientação de sua política macroeconômica no final de 2010 e início de 2011. A prioridade foi deslocada para a abertura de espaço e geração de incentivos para que o setor privado liderasse o crescimento através de investimentos autônomos e exportações. Isso levou o governo a promover deliberadamente uma forte contração nas taxas de crescimento da demanda agregada em 2011. Mostramos que as políticas monetária e fiscal foram responsáveis pela maior parte da forte desaceleração do crescimento da produção em 2011, com efeitos que duraram até 2012. Depois disso, o governo tentou estimular o investimento privado através da criação de incentivos para o setor privado, tais como taxas de juros reduzidas para projetos de investimento, isenções fiscais e uma grande desvalorização da taxa de câmbio. Em geral, esses incentivos tiveram pouco efeito positivo sobre a demanda agregada e serviram apenas para aumentar as margens de lucro em alguns setores. O fracasso dessa nova orientação de política econômica explica em grande parte a tendência de crescimento muito mais baixa no período 2011-2014. A **Tabela 1** resume e contrasta o que aconteceu com o crescimento da demanda agregada e alguns de seus principais determinantes nos dois períodos.

O óbvio e enorme fracasso da política de 2011-2014 parece somente ter convencido o governo a dobrar suas apostas. No início de 2015, uma nova equipe econômica começou publicamente declarando outra grande mudança na orientação da política macroeconômica. Agora, o principal objetivo é o de reduzir a dívida pública bruta, e a nova estratégia envolve uma tentativa de reduzir o tamanho e a importância dos gastos do governo e do crédito oferecido por bancos públicos na economia. O plano de ajuste consiste em um forte ajuste fiscal com cortes nas despesas governamentais correntes e nas transferências sociais, aumento de impostos (crédito, consumo, combustíveis), um aumento nas taxas de juros controladas pelo governo (a taxa básica de juros, a taxa de juros para empréstimos do BNDES e as taxas imobiliárias da Caixa Econômica), e outras medidas para restringir o crescimento de crédito dos bancos estatais. A nova política contém ainda uma forte desvalorização do real⁵⁶ e fortes aumentos nos preços monitorados pelo governo (principalmente combustível e eletricidade). Embora o foco da equipe econômica seja reduzir a

56 Que supostamente é flutuante e começou a depreciar após o ministro das Finanças dizer que o governo iria parar de gastar dinheiro para mantê-lo "artificialmente sobrevalorizado."

relação da dívida bruta em relação ao PIB, eles declaram que esse ajuste é estritamente necessário e será expansionista no médio prazo.

Não é fácil encontrar lógica em todas essas medidas tomadas em conjunto, mas a explicação oficial parece ser que o ajuste fiscal conseguido através de cortes nos gastos e aumentos de impostos sobre o consumo irá impedir que o Brasil perca seu grau de investimento junto aos investidores internacionais e assim evitará aumentos no spread da taxa de juros externa e possíveis restrições de crédito externos, de acordo com a visão fiscal "rudimentar" vista acima. Isso também irá melhorar supostamente a credibilidade da política macroeconômica e, simultaneamente, aumentar o estado de confiança de investidores internos e estimular o investimento privado, enquanto reduz o consumo, assim, levando a um aumento da poupança interna, de acordo com o ministro das Finanças Levy.⁵⁷ Corrigindo os preços relativos como o a taxa de câmbio e os preços monitorados, se irá supostamente impulsionar as exportações e o investimento privado em infraestrutura,⁵⁸ com o hipotético estímulo das parcerias público-privadas.⁵⁹ Essas medidas são tão obviamente contracionistas e inflacionárias, por causa do aumento de custos, que o próprio governo admite que haverá uma recessão em 2015 e que a inflação vai aumentar substancialmente acima do limite da meta. Que essa nova política é de fato hostil à retomada do crescimento é algo bastante óbvio. Mas faz muito sentido se o seu verdadeiro objetivo é começar a reverter a intervenção estatal na economia em geral e retroceder no processo de crescimento do Estado de bem-estar social, enquanto ao mesmo tempo altera a distribuição de renda em detrimento dos salários.⁶⁰

57 Ver Levy (2015).

58 Ver Barbosa-Filho (2015).

59 Esse conjunto bastante incomum de argumentos teóricos parece ter aparecido pela primeira vez em Barbosa-Filho (2014).

60 Ver Serrano e Summa (2015).

TABELA 1**Indicadores Macroeconômicos do Brasil 2004-2014****(Taxa média anual de crescimento a menos que declarado o contrário)**

Atividade econômica	2004-2010	2011-2014
PIB	4,4%	2,1%
Produção industrial	3,6%	-0,9%
Emprego Formal (média)	1.458	829
Taxa de desemprego	9,0%	5,4%
Demanda agregada	2004-2010	2011-2014
Consumo das famílias	5,3%	3,1%
Consumo da Adm Pública	3,2%	2,2%
Investimento	8,0%	1,8%
Máquinas e Equipamentos	12,3%	-0,7%
Construção	5,8%	2,8%
Exportações	5,2%	1,6%
Importações	13,4%	4,1%
Variáveis de política fiscal	2004-2010	2011-2014
Superávit Primário / PIB	3,2%	1,7%
Receitas do Setor Público	7,2%	1,2%
Transferências públicas para as famílias	5,6%	4,9%
Investimento das Empresas estatais (Federal)	16,3%	-2,7%
Investimento Adm Pública*	14,0%	-1,0%
Crédito para famílias	2004-2010	2011-2014
Crédito para habitação	21,5%	4,6%
Hipotecas	20,1%	29,3%
Salário Real (empregos formais)	2,9%	2,9%
Renda disponível real das famílias**	5,3%	1,2%

Observações: * Jun 2014; ** Setembro 2014

Fontes: (1) PIB e demanda agregada (SCN / IBGE); (2) Produção Industrial (PIM / IBGE); (3) Emprego Formal (CAGED / MTE); (4) Taxa de desemprego (mensal PME / IBGE); (5) Excedente primário/ PIB do BCB; (6) Receitas nominais calculadas como Receita Total da Administração Central (STN / MF) deflacionado pelo IPCA (IBGE); (7) Transferências Públicas para as famílias calculadas como TAPS nominais (Dimac / Ipea) deflacionadas pelo IPCA (IBGE); (8) Investimento de empresas estatais calculado por Afonso e Fajardo (2015); Investimento na Administração Pública calculado pelo Investimento na Administração Pública Nominal (DIMAC / IPEA) deflacionado pelo INCC (IBGE); (9) Crédito para habitação calculado como o crédito nominal total de famílias ("Pessoa Física") (BCB) deflacionados pelo IPCA; (10) Hipotecas calculadas como crédito habitacional total nominal (BCB) deflacionadas pelo IPCA; (11) Salário real calculado pelo salário médio nominal no emprego formal (CAGED / MTE) deflacionadas pelo IPCA; (12) Renda disponível das famílias a preços médios de 1995 (DIMAC / IPEA).

Referências

- Alfonso, J.R. e B. Fajardo. 2015. “Investimentos das Empresas Estatais Federais em 2014: A Grande Retração.” Notas Técnicas. IBRE. Fevereiro.
- Barba, A. e M. Pivetti. 2009. “Rising household debt: Its causes and macroeconomic implications—a long-period analysis.” *Cambridge Journal of Economics* 33.1: 113-137.
- Barbosa-Filho, N.H. e J.A.P. Souza. 2010. “A inflexão do governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda.” In *Brasil: entre o Passado e o Futuro*, editado por Emir Sader and Marco Aurélio Garcia. São Paulo: Boitempo.
- Barbosa-Filho, N.H. 2013. “Dez anos de política econômica.” In *10 anos de governos pós-neoliberais no Brasil: Lula e Dilma*, editado por Emir Sader. São Paulo: Boitempo.
- Barbosa-Filho, N.H. 2014. “O Desafio Macroeconômico de 2015-18.” Apresentado em 10º Fórum de Economia da Escola de Economia de São Paulo (EESP/FGV), San Paulo, Brazil, setembro 15-16.
- Barbosa-Filho, N.H. 2015. Entrevista em Folha de Sao Paulo, abril 1.
- Biancareli, A. 2011. “Perspectivas da economia brasileira: notas sobre o setor externo.” In *Encontro Internacional da Associação Keynesiana Brasileira*, 4: 1-16. Rio de Janeiro: AKB.
- Biancareli, A. 2014. “Vulnerabilidade externa, estoques e ‘desdolarização’.” *Jornal do Brasil*. Fevereiro.
- Braga, J. 2013. “A inflação brasileira na década de 2000 e a importância de políticas não monetárias de controle.” *Economia e Sociedade* 22.3: 697-727.
- Bresser-Pereira, L.C. 2010. *Globalization and Competition*. Cambridge Books.
- Bresser-Pereira, L.C. 2012. “Structuralist macroeconomics and the new developmentalism.” *Revista de Economia Política* 32.3: 347-366.
- Carniero, R. e P. Rossi. 2012. “The Brazilian experience in managing the interest exchange rate nexus.” *Textos para Discussão Instituto de Economia* 206. Junho.
- Carvahlo, L. e F. Ribeiro. 2012. “Indicadores de consumo aparente de bens industriais.” *Nota Técnica Carta de Conjuntura*.
- Castilho, M. 2015. “Exportações brasileiras de bens manufaturados e integração regional: evolução recente e perspectivas.”
- Corrêa, V. e C. Xavier. 2013. “Modelo de crescimento, dinâmica do balanço de pagamentos e fragilidades.” Em *Padrão de acumulação e desenvolvimento brasileiro*, editado por Vanessa Petrilli Corrêa. São Paulo: Editora Fundação Perseu Abramo.

Delfim Netto, A. “Déficit Nominal Zero”

<http://www.economiaetecnologia.ufpr.br/revista/2%20Capa/Antonio%20Delfim%20Netto.pdf>

Delfim Netto, A. 2012. “Projeto Nacional e Greves do Funcionalismo.” *Valor Econômico*. August.

Dos Santos, C.H.; C.R. Amitrano; G.C. Squeff; M.B. Ribeiro; R.R. Gouvêa; R.O. Orair and T.S. Martínez. 2012. “Novas evidências empíricas sobre a dinâmica trimestral do consumo agregado das famílias brasileiras no período 1995-2009.” *Economia e Sociedade* 21.3: 607-641.

Dos Santos, C.H. 2013. “Notas sobre as dinâmicas relacionadas do consumo das famílias, da formação bruta de capital fixo e das finanças públicas brasileiras no período 2004-2012.” In *Padrão de acumulação e desenvolvimento brasileiro*, edited by Vanessa Petrilli Corrêa. São Paulo: Editora Fundação Perseu Abramo.

Dos Santos, C.H.; A. Modenesi; G.C. Squeff; L. Vasconcelos; M. Mora; T. Fernandes; T. Moraes; J. Braga; and R. Summa. 2015. “Revisitando a dinâmica trimestral do Investimento no Brasil: 1996-2012.” Apresentação em IE-UFRJ encontro, maio.

Dos Santos, C.H.; A. Cieplinski; D. Pimentel and G. Bhering. 2015. “Por que a elasticidade-câmbio das importações é baixa no Brasil? Evidências a partir das desagregações das importações por categorias de uso.” Apresentação em IPEA encontro.

Dos Santos, C.H. and R. Gouveia. 2014. “Finanças públicas e macroeconomia no Brasil : um registro da reflexão do Ipea (2008 – 2014).” Brasília: IPEA.

Ferreira, S. 2012. “Condições Externas e a Dinâmica da Inflação no Brasil 1994-2010: Uma Interpretação Estrutural” Doctoral thesis, IE-UFRJ, 2012.

Frenkel, R. e M. Rapetti. 2011. “Fragilidad externa o desindustrialización: ¿Cuál es la principal amenaza de América Latina en la próxima década?” *Serie Macroeconomía del Desarrollo* 116.

Freitas, F. e E. Dweck. “The Pattern of Economic Growth of the Brazilian Economy 1970–2005: A Demand-Led Growth Perspective.” *Sraffa and the Reconstruction of Economic Theory: Volume Two: Aggregate Demand, Policy Analysis and Growth* 158.

Freitas, F.; F. Serrano and C. Medeiros. 2015. “The Decoupling of Economic Growth of the Developing Countries in the Last Decade.” Mimeo.

Haavelmo, T. 1945. *Multiplier effects of a balanced budget. Econometrica*: Journal of the Econometric Society: 311-318.

Hallak Neto, João and João Saboia. 2014. “Distribuição funcional da renda no Brasil: análise dos resultados recentes e estimação da conta da renda.” *Economia Aplicada* 18.3: 483-513.

Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. 2012 “Conjuntura em Foco, n. 20.” Agosto.

- Lara, F. A política econômica e os condicionantes externos ao crescimento na economia brasileira recente. *Indicadores Econômicos FEE*, v. 40, n. 1, 2012a.
- Lara, F. Desaceleração da demanda doméstica. Em: *Carta de Conjuntura FEE, Ano 21* n. 06. 2012b.
- Lara, F. *Comportamento do passivo externo líquido brasileiro entre 2001 e 2013: o papel dos fatores patrimoniais. Indicadores Econômicos FEE*, v. 42, n. 1, 2014.
- Lara, F.; R. Rodrigues. and C. Bastos. 2015. “As finanças públicas e o impacto fiscal entre 2003 e 2012: dez anos de governo do Partido dos Trabalhadores.” *Ensaio FEE* 31.1 (próximo).
- Lavinas, L. 2015. “New trends in inequality: the financialization of social policies.” Em *Combating Inequality: The Global North and South*, editado por Alexander Gallas, Hansjörg Herr, Frank Hoffer e Christoph Scherrer. London: Routledge (próximo).
- Levy, J. 2015. Discurso de posse do ministro das Finanças.
- Medeiros, C. 2015a. “A evolução da composição da demanda das famílias brasileiras entre 2003-2009.” Em *Inserção externa, crescimento e padrões de consumo na economia brasileira*, editado por C. Medeiros. Brasília: IPEA.
- Medeiros, C. 2015b. “Evolução da estrutura de oferta da economia brasileira na última década e da demanda das famílias Brasileiras entre 2003 e 2009.” Em *Inserção externa, crescimento e padrões de consumo na economia brasileira*, editado por C. Medeiros. Brasília: IPEA.
- Orair, R. and S. Gobetti. 2010. “Governo gastador ou transferidor? Um macrodiagnóstico das despesas federais no período de 2002 a 2010.” *Brasil em desenvolvimento* 1: 87-112. Brasília: IPEA.
- Paula, L.F.; A. Modenesi and M.C. Pires. 2015. “The tale of the contagion of two crises and policy responses in Brazil: a case of (Keynesian) policy coordination?” *Journal of Post Keynesian Economics* 37.3: 408-435.
- Prates, D.M and A.M. Cunha. 2012. “Medidas macroprudenciais e a evolução do crédito em 2011.” *Indicadores Econômicos FEE* 39.4.
- Pires, M.C.C. 2014. “Política fiscal e ciclos econômicos no Brasil.” *Economia Aplicada* 18. 1: 69-90.
- Santiago, M. 2012. “Limites e procedimentos da política monetária: evidências do Brasil e dos E.U.A. nos anos 2000.” *Doctoral thesis, IE-UFRJ*.
- Serrano, F. 1995. “Long period effective demand and the Sraffian supermultiplier.” *Contributions to Political Economy* 14.1: 67-90.
- Serrano, F. 2011. “Cinco dúvidas sobre o ajuste fiscal.” *Indicadores Econômicos FEE*. Porto Alegre 28.4.

- Serrano, F. 2003. "From 'static' gold to the floating dollar." *Contributions to Political Economy* 22.1: 87-102.
- Serrano, F. "Continuity and Change in the International Economic Order: Towards a Sraffian Interpretation of the Changing Trend of Commodity Prices in the 2000s." *Sraffa and the Reconstruction of Economic Theory: Volume Two: Aggregate Demand, Policy Analysis and Growth* 195.
- Serrano, F. and F.N.P. Freitas. 2015. "Growth Rate and Level Effects, the Adjustment of Capacity to Demand and the Sraffian Supermultiplier." *Review of Political Economy* (próximo).
- Serrano, F. and C. Medeiros. 2006. "Capital flows to emerging markets: a critical view based on the brazilian experience." Em: *Monetary Integration And Dollarization: No panacea*, editado por Matias Vernengo. Edward Elgar.
- Serrano, F. and R. Summa. 2012. "Macroeconomic Policy, Growth and Income Distribution in the Brazilian Economy in the 2000s." *Investigación Económica* 71.282: 55-92.
- Serrano, F. e R. Summa. 2015. "Cost-push inflation and inflation target in Brazilian Economy in 2000s." Mimeo.
- Silva, J.A. e A.L.C. Lourenço. 2014. "Uma análise da evolução dos componentes da demanda agregada: Brasil, anos 2000." *Indicadores Econômicos FEE* 42.1.
- Squeff, G. 2015. "Rigidez produtiva e importações no Brasil: 1995-2009." Em *Dinâmica macrossetorial brasileira*, editado por G. Squeff. Brasília: IPEA.
- Summa, R. and J. Braga. 2014. "Estimação de um modelo desagregado de inflação de custo para o Brasil." Apresentação em IE-UFRJ encontro.
- Tcherneva, P. 2011. "Modern Monetary Theory and Mr. Krugman: A Way Forward." *New Economic Perspectives*, março 8.
- Vernengo, M. 2011 "The Brazilian Economy after Lula: What to Expect?" CESifo Forum, Ifo Institute for Economic Research at the University of Munich 12:1 17-22.
- Weisbrot, M.; J. Johnston and Stephan Lefebvre. 2014. "The Brazilian Economy in Transition: Macroeconomic Policy, Labor and Inequality." Center for Economic and Policy Research, Washington, D.C.