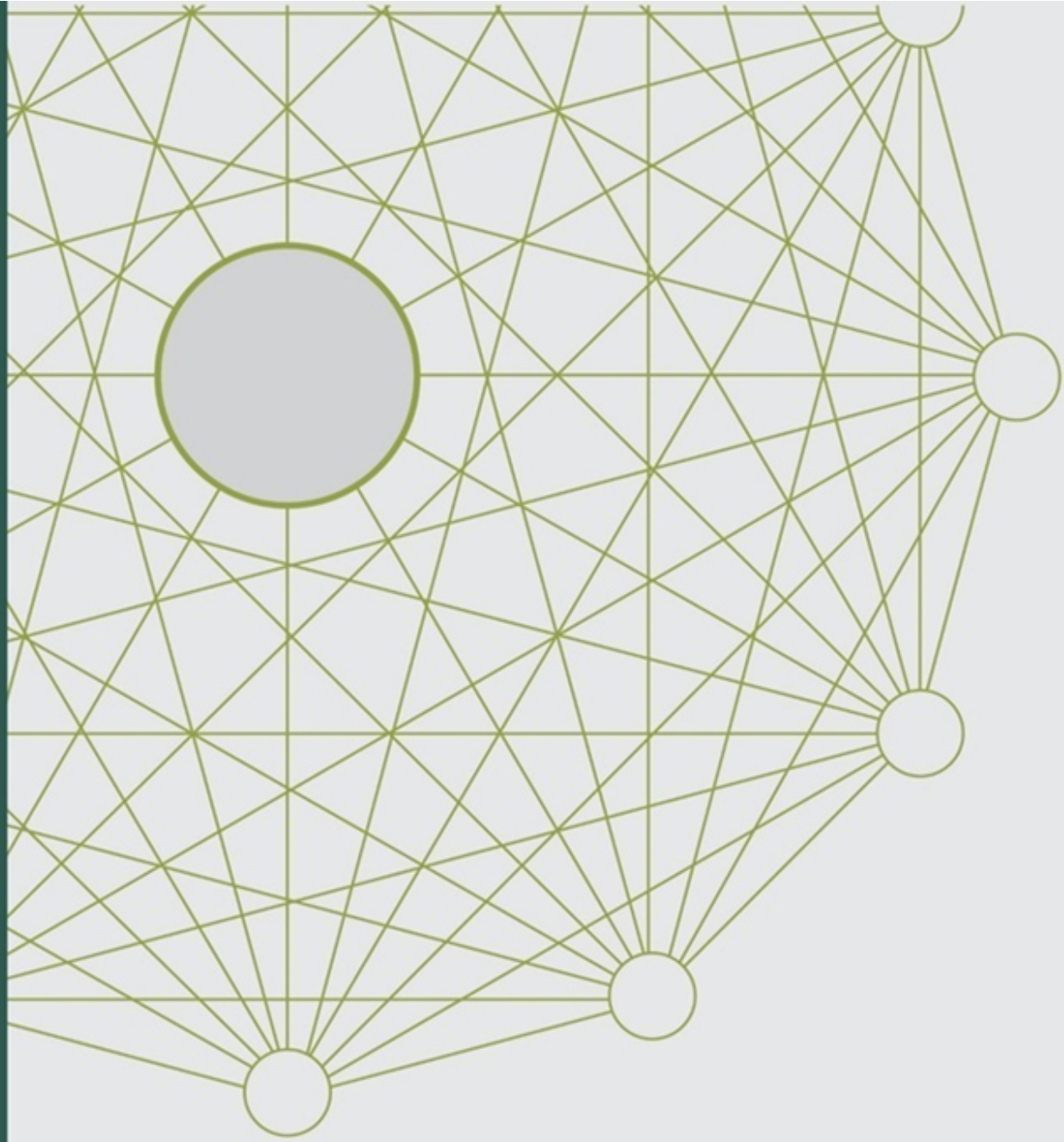


CARTA DE CONJUNTURA

4º Trimestre

2016

VISÃO GERAL DA CONJUNTURA

33

ipea

Governo Federal
Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão
Ministro interino Dyogo Henrique de Oliveira

ipea Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

Fundação pública vinculada ao Ministério do Planejamento, Desenvolvimento e Gestão, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

Presidente
Ernesto Lozardo

Diretor de Desenvolvimento Institucional, Substituto
Carlos Roberto Paiva da Silva

Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia
João Alberto De Negri

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas
Claudio Hamilton Matos dos Santos

Diretor de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais
Alexandre Xavier Ywata de Carvalho

Diretoria de Estudos e Políticas Setoriais de Inovação e Infraestrutura
Fernanda De Negri

Diretora de Estudos e Políticas Sociais
Lenita Maria Turchi

Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais
Sérgio Augusto de Abreu e Lima Florêncio Sobrinho

Chefe de Gabinete
Márcio Simão

Assessora-chefe de Imprensa e Comunicação
Regina Alvarez

Ouvidoria: http://www.ipea.gov.br/ouvidoria
URL: http://www.ipea.gov.br

VISÃO GERAL DA CONJUNTURA

José Ronaldo de Castro Souza Júnior[1]

Paulo Mansur Levy[2]

SUMÁRIO

A retomada do crescimento da economia brasileira ainda não aconteceu; o país continua em recessão. Os dados disponíveis mostram que a queda da atividade econômica continuou no terceiro trimestre até mais forte que no segundo – ao contrário do que o esperado anteriormente. Os investimentos, que haviam apresentado comportamento positivo no segundo trimestre, voltaram a mostrar queda significativa no terceiro trimestre. A recessão que o país vive é mais longa e profunda que as anteriores, o que dificulta prever como e quando se dará a retomada. A grande ociosidade da capacidade produtiva, no entanto, abre espaço para o crescimento acima do potencial nos próximos anos, numa possível recuperação cíclica. Para permitir que essa recuperação ocorra por meio da melhora do ambiente institucional e das expectativas dos agentes, a combinação de políticas econômicas está sendo substancialmente alterada no momento. A mudança já observada na condução da política monetária permitiu uma rápida redução das expectativas de inflação, que se aproximaram da meta para o ano que vem e se igualaram à meta para os anos seguintes. O desafio mais importante que se coloca no momento é a estruturação de um arcabouço constitucional e infraconstitucional que dê suporte crível a um novo regime fiscal. Os desajustes acumulados ao longo dos anos anteriores impõem uma longa trajetória para reequilibrar as contas públicas e, com isso, reduzir o custo de capital da economia. Concluída esta etapa, será necessário enfrentar as demais questões estruturais que vêm pesando sobre o desenvolvimento econômico brasileiro: melhorar o ambiente de negócios, com ênfase para a questão regulatória; reformar a estrutura tributária, que é excessivamente complexa e cria inúmeras distorções; alterar a legislação trabalhista, que é excessivamente rígida; e aumentar grau de exposição da economia ao comércio internacional.

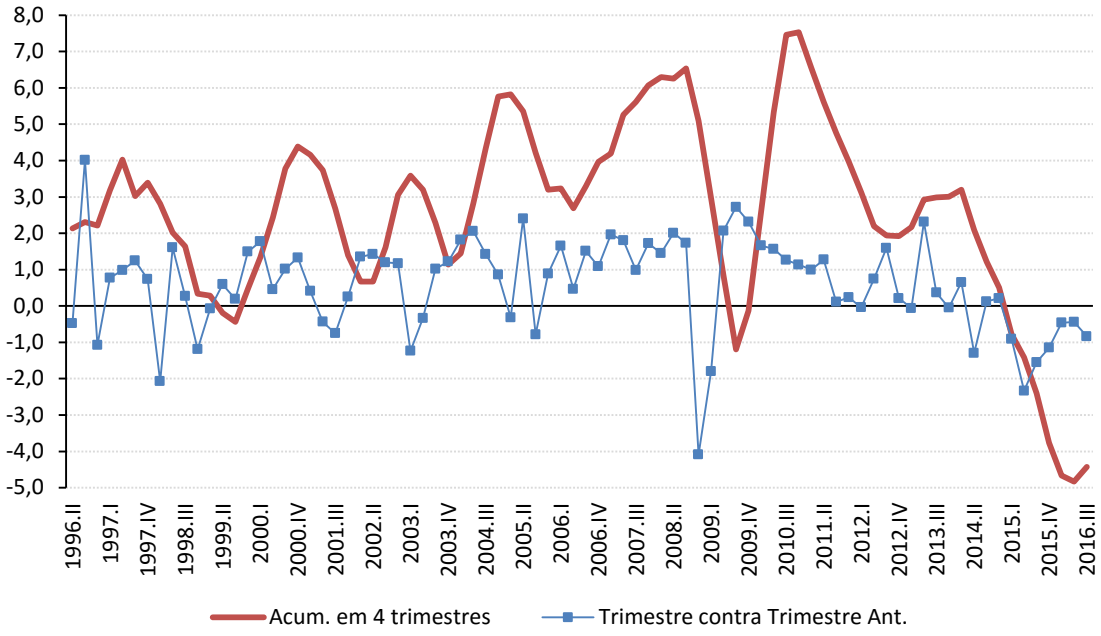
[1] Coordenador do Grupo de Estudos de Conjuntura (Gecon) da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea. *E-mail*: <ronaldo.souza@ipea.gov.br>.

[2] Técnico de Planejamento e Pesquisa da Dimac do Ipea. E-mail: <paulo.levy@ipea.gov.br>.

PERSISTÊNCIA DA RECESSÃO

A divulgação dos resultados do Produto Interno Bruto (PIB) do terceiro trimestre, com queda de 0,8% na comparação com o trimestre anterior (ver Gráfico 1) e de 2,9% em relação ao terceiro trimestre de 2015, reforça o fato de que a atual recessão é a mais profunda e prolongada da história. Com isso, o *carry-over* para o resultado acumulado no ano ficou em -3,4%, ou seja, caso o PIB permaneça estagnado no quarto trimestre, registrará queda nesse montante em 2016. Em relação a 2017, esse efeito de carregamento estatístico ficou em -0,5%. Do ponto de vista setorial, a queda do terceiro trimestre foi generalizada, destacando-se a agricultura (-1,4%, a terceira queda consecutiva e a quinta dos últimos seis trimestres), a indústria de transformação (-2,1%, após dois trimestres de crescimento) e os serviços (que acumulam queda de 5,7% nos últimos sete trimestres).

GRÁFICO 1
Taxa de crescimento do PIB – 1996 a 2016III
(em % do PIB)



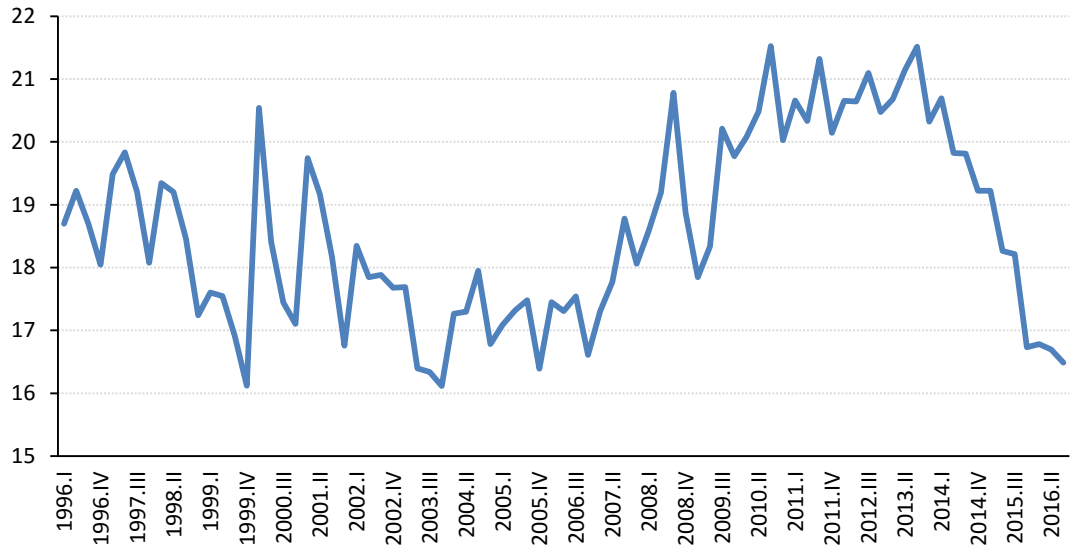
Fonte: IBGE. Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea

Mais importante, talvez, é o fato de que as expectativas no início do trimestre eram bem mais favoráveis que o resultado divulgado, indicando a complexidade dos fatores que vêm impedindo a reversão desse quadro. A melhoria dos indicadores de confiança, observada principalmente a partir do segundo trimestre, não foi suficiente para estimular a demanda: o consumo das famílias continua caindo (-0,6%), embora

menos que no primeiro semestre, e o investimento voltou a ser fortemente negativo (-3,1%) após pequeno crescimento no trimestre anterior.

No caso do investimento, é até compreensível que, diante dos elevados índices de ociosidade, os incentivos a expandir capacidade sejam pequenos. Na indústria, por exemplo, segundo a Fundação Getúlio Vargas, o nível de utilização da capacidade instalada no terceiro trimestre foi de 74,3%, ante uma média de 83,5% nos 10 anos anteriores. A taxa de investimento a preços correntes atingiu 16,5% do PIB, o menor valor em mais de 10 anos e cinco pontos percentuais (p.p.) do PIB, inferior à do terceiro trimestre de 2013, o pico mais recente na série histórica – ver Gráfico 2. O consumo das famílias, por seu turno, ressente-se da fraqueza do mercado de trabalho, do choque sobre o preço dos alimentos na primeira metade do ano e das condições adversas do crédito, numa situação em que o serviço das dívidas contraídas no passado já consome 22% da renda.

GRÁFICO 2
Taxa de investimento – 1996 a 2016III
(em % do PIB)



Fonte: IBGE. Elaboração: Gecon/Dimac/Ipea

No mercado de trabalho, a ocupação caiu 2,6% no trimestre móvel encerrado em outubro, relativamente aos níveis de um ano antes. Essa velocidade de queda vem se acentuando desde junho, e só não resultou em taxas de desemprego ainda mais elevadas que os 11,8% observados porque a taxa de participação caiu 0,4 p.p. em relação a um ano antes. Caso a taxa de participação tivesse se mantido no mesmo nível de um ano antes, a taxa de desemprego seria de 12,4%. Talvez a expressão mais dramática da

situação no mercado de trabalho seja a queda da ocupação dos trabalhadores por conta própria, que já alcança 6,6% desde o trimestre encerrado em fevereiro de 2016. O trabalho por conta própria é, tradicionalmente, a válvula de escape do mercado de trabalho em situações de estresse, porém não tem conseguido desempenhar este papel na atual recessão. O rendimento médio real caiu 1,3% em relação a um ano antes – o que pode ser considerado uma boa notícia se essa queda for comparada com a média mensal de -3,4% observada até junho. Em outubro, a massa real de rendimentos do trabalho foi 3,2% inferior à de um ano antes – também neste caso, uma variação menos negativa que no trimestre abril-junho, quando a queda chegou a 4,9%.

O comportamento da inflação é um dos determinantes da trajetória dos rendimentos reais no mercado de trabalho. Especificamente, condições climáticas adversas produziram um choque de preços de alimentos do início do ano, que levou à variação acumulada em 12 meses deste item a mais de 16%, impactando ainda outros itens do índice de preços, como alimentação fora do domicílio. Isso amenizou a queda esperada para a inflação ao longo de 2016 – que já se esperava que seria lenta devido à elevada inércia, especialmente nos serviços – e contribuiu para reduzir o poder de compra dos rendimentos do trabalho na medida em que se trata, no caso de alimentação no domicílio, de itens de difícil substituição. Mais recentemente, esse quadro começou a se reverter, com quedas de preços de alimentos, influenciadas também pela valorização do real a partir do segundo trimestre do ano.

É nessa perspectiva que se abre um espaço para a redução da taxa de juros, à medida que se consolide a trajetória de convergência da inflação para a meta ao longo de 2017. Esse espaço é ampliado pela magnitude do grau de ociosidade da economia, tanto em relação ao nível de utilização da capacidade instalada como no que se refere à taxa de desemprego. Com isso, o país pode crescer por alguns anos a taxas acima do crescimento do produto potencial. O fator negativo, no entanto, tem origem nas mudanças de perspectivas após as eleições dos EUA, que ensejaram um aumento da percepção de risco e a fuga de recursos de países emergentes, devido às políticas sinalizadas pelo candidato vencedor durante a campanha eleitoral. A perspectiva inicial é de que esse movimento seja duradouro, mas ainda há muitas incertezas sobre o que realmente será feito pelo novo governo. No Brasil, o mercado de câmbio e a curva de juros futuros já sofreram as consequências dessa mudança no cenário internacional.

De qualquer modo, os juros reais estão em patamar elevado, e a tendência é que declinem à medida que a inflação se reduza. A magnitude da queda dependerá da redução da inflação, mas também das políticas, e, principalmente, de reformas que permitam reduzir a taxa de juros real dita "neutra", isto é, a taxa de juros real compatível com uma inflação estável e na meta e com o produto efetivo próximo ao potencial. Para isso, políticas e reformas de maior alcance, como o limite para o crescimento dos gastos públicos e a reforma previdenciária, comentadas detalhadamente mais adiante neste texto, são fundamentais. Alternativamente, pode-se pensar que, não obstante a magnitude da recessão, o espaço para uma redução cíclica da taxa real de juros, apesar de grande, não parece suficiente, por si só, para tirar a economia da sua trajetória recessiva, pelo menos no curto prazo. O elevado endividamento de famílias e empresas reduz a potência da política monetária neste momento. No entanto, reformas estruturais podem reforçar a política monetária, permitindo não apenas reduções adicionais da taxa de juros, mas infundindo confiança e estimulando os investimentos, mesmo diante de uma demanda ainda relativamente fraca.

No setor externo, os déficits em conta corrente caíram de 4,5% do PIB no início de 2015 para 1,3% do PIB em setembro. Esse ajuste reflete principalmente os resultados da balança comercial, que passaram de um déficit de US$ 6,6 bilhões no final de 2014 para um superávit de US$ 43,3 bilhões em outubro último. É certo que boa parte deste ajuste se fez via contração das importações — seu *quantum* é hoje 25% menor que em setembro de 2014, mas, ao longo de 2016, já houve recuperação expressiva, da ordem de 18%. Esse ajuste da balança comercial é tanto mais expressivo quando se considera que ele ocorreu em meio a uma forte deterioração dos termos de troca: depois de terem caído 11% em 2015, os termos de troca ainda caíram mais 4,5% no primeiro semestre deste ano, sempre em relação a um ano antes, para ensaiarem uma modesta recuperação nos últimos meses. Esse movimento somente foi possível pelo crescimento do *quantum* exportado ao longo desse período, o que implica um crescimento de mais de 40% em relação ao início de 2015.

O NOVO REGIME FISCAL

A discussão sobre o novo regime fiscal tem de ser feita levando em consideração os efeitos macroeconômicos de tal mudança e as tendências de longo prazo que geraram os atuais desequilíbrios e que, caso não revertidas, tenderiam a aprofundá-lo ao longo do

tempo. A inação num momento crítico como o atual poderia contribuir para manter e, até mesmo, aprofundar o ciclo recessivo. Por outro lado, mudanças de legislação que levem a um ajuste fiscal crível e duradouro terão inequívocos impactos sobre a condução da política monetária e sobre o crescimento do país. Como comprovado em estudos empíricos internacionais,[3] ajustes fiscais que evitam uma trajetória explosiva de endividamento público geram efeitos positivos sobre o crescimento da economia - são os chamados "efeitos não keynesianos" da política fiscal. Esses efeitos, em geral, são causados por melhoras nas expectativas dos agentes, que podem levar, por exemplo, ao aumento dos investimentos. Outra via por meio da qual o ajuste fiscal pode ter efeitos positivos sobre o crescimento é evitando aumentos de impostos, que seria a alternativa ao controle dos gastos para reduzir o déficit público. Aumentos de impostos poderiam aumentar os custos de produção e, por conseguinte, deixar o país menos competitivo.

Esse tipo de ajuste fiscal tem também efeitos significativos sobre a condução da política monetária. Frequentemente, o Banco Central tem de ser mais ativo para compensar desajustes da política fiscal e evitar que a inflação ultrapasse a meta. Aliás, no médio prazo, se nada for feito, o país poderia entrar na chamada "dominância fiscal", com efeitos diretos sobre a inflação, ao reduzir progressivamente a potência da política monetária. Ou seja, caso não sejam controlados os gastos públicos ou aumentados os impostos, o *deficit* fiscal acabaria sendo pago via imposto inflacionário, cenário que tem de ser evitado por seus óbvios conhecidos efeitos negativos sobre o crescimento e o bem-estar da população – como amplamente demonstrado pela história brasileira entre a segunda metade da década de 1970 e a primeira metade da década de 1990.

Se o novo regime fiscal conseguir melhorar significativamente as expectativas e alavancar os investimentos, a política monetária poderá ser relaxada mais rapidamente. O resultado seria uma redução dos gastos com juros, que permitiria a redução mais acentuada do déficit nominal e o controle mais rápido do endividamento público. Vale notar, também, que a PEC que controla o crescimento dos gastos agregados do governo federal embute um mecanismo anticíclico automático que reduz o superávit primário quando a economia cresce menos que o produto potencial, mas o aumenta durante as fases expansivas do ciclo econômico.

---

[3] A nota técnica desta *Carta de Conjuntura* sobre endividamento (Souza-Júnior e Santos, 2016) faz uma revisão da literatura sobre o assunto.

Dentro deste contexto de discussão intensa sobre o novo regime fiscal, duas questões devem ser destacadas: a primeira é analisar os desafios impostos pela aprovação de uma regra fiscal que limita os gastos públicos, considerando as principais categorias de despesa de forma desagregada;[4] e a segunda é avaliar se a proposta é suficiente para controlar e, em seguida, reduzir a Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG), principal indicador de endividamento público.[5] Ambas as questões são abordadas em duas notas técnicas desta mesma edição da *Carta de Conjuntura* nº 33.

Na nota técnica intitulada "Simulações da trajetória da dívida bruta do governo geral – 2017 a 2037", os autores concluem que, ao frear o crescimento das despesas primárias, a PEC 55 tem o potencial de estabilizar e reduzir a dívida pública, garantindo, assim, a sustentabilidade da dívida pública brasileira. Porém, as simulações deixam claro que o novo regime fiscal é uma estratégia claramente gradualista. Ainda de acordo com a mesma nota técnica:

> "*O prazo de 20 anos com a possibilidade de alteração na metade do período também parece ser adequado. Dependendo do desempenho da economia nos próximos 10 anos, pode ser possível adotar uma regra mais branda a partir de 2027. Contudo, o horizonte de duas décadas é indicado para dar mais credibilidade a esse tipo de estratégia porque, caso o crescimento do PIB seja menor, o ajuste fiscal seria ainda mais gradual.*"

Já na nota técnica "Análise da PEC 55", o autor mostra que reformas adicionais são essenciais para tornar viável a regra fiscal proposta na emenda constitucional. As mudanças mencionadas pelo autor são a reforma da Previdência e mudanças no abono salarial e na Lei Orgânica de Assistência Social (LOAS). Como fica claro, caso reformas desse tipo não sejam feitas, os gastos com transferências de renda comprimirão excessivamente os demais gastos públicos, tornando inviável o próprio cumprimento da nova regra fiscal. Além disso, mesmo com a realização dessas reformas, o cumprimento da nova regra fiscal será uma tarefa desafiadora.

Os resultados das simulações de ambas as notas técnicas devem ser vistos com cautela, pois são projeções condicionais aos cenários propostos. A própria nota que faz as simulações de DBGG dedica uma seção apenas para analisar as incertezas sobre as

[4] Pires (2016).
[5] Souza-Júnior e Santos (2016).

hipóteses e seus possíveis impactos sobre os resultados. As simulações dos gastos desagregados, feitas na outra nota técnica, podem subestimar os efeitos de possíveis ganhos de eficiência do setor público.

Uma alternativa hipotética a essa escolha de política econômica seria fazer um ajuste mais rápido, combinando aumento de impostos com redução mais intensa de gastos no curto prazo. Porém, essa alternativa não parece ser viável para o caso brasileiro atual. Como a economia ainda está tendo dificuldades de superar completamente o ciclo recessivo, esse tipo de política poderia agravar ainda mais a situação. Outro problema é que uma redução mais intensa de gastos agora, mesmo que fosse viável, poderia gerar resultados muito ruins em termos de serviços públicos à população, que está mais dependente do Estado agora, devido ao elevado desemprego e à queda da renda das famílias. A redução gradual proposta na PEC 55, desde que complementada por outras mudanças institucionais, pode dar tempo para que o governo procure melhorar a qualidade dos gastos, tornando-os mais eficientes.

EFICIÊNCIA DOS GASTOS PÚBLICOS

O aumento dos gastos no período pós-Constituição de 1988 foi importante para ampliar o acesso da população à saúde e educação públicas. Além disso, parte dos recursos foi destinado à redução da pobreza e para atenuar a desigualdade de renda. Entretanto, políticas públicas podem ter efeitos diferentes a cada momento da história e dependendo das condições sob as quais são implementadas. Não é possível aumentar indefinidamente a carga tributária para financiar elevações contínuas de gastos públicos. A todo momento, é necessário avaliar a eficiência das políticas públicas e discutir com transparência onde os recursos estão sendo dispendidos. Como a participação do Estado nos serviços de saúde e educação, por exemplo, é bastante elevada, um aumento da eficiência dos gastos poderia ter efeitos diretos e indiretos sobre a produtividade da economia brasileira.

A discussão sobre políticas públicas não pode ser feita apenas sobre o valor dos gastos. Focar apenas no valor significa ignorar a questão fundamental da eficiência dos gastos. Este momento de crise fiscal tem de ser aproveitado para se aprofundar o debate sobre os custos e benefícios dos gastos e investimentos do governo. Um estudo feito por Heylen et al. (2013), que analisa a evolução da relação dívida pública/PIB durante 132

episódios de ajustes fiscais em 21 países da OCDE em 1981-2008, conclui que os programas de consolidação fiscal são mais eficazes na redução da dívida quando se baseiam principalmente em cortes nos gastos, com exceção do investimento público, e quando adotados por aparatos governamentais mais eficientes. O mesmo estudo mostra também que governos mais eficientes adotam programas de consolidação com melhor composição dos gastos.

Mesmo que parte do ajuste fosse feito (ou que o ajuste fosse acelerado) via aumento de impostos – seja por meio de redução das desonerações e/ou de majoração de alíquotas –, o fato é que não é possível sustentar crescimento real dos gastos em 6% a.a. (média de 1997 a 2015) indefinidamente. A discussão sobre eficiência, que sempre deveria ter sido prioritária, parece ter sido deixada de lado devido à ilusão de que o crescimento baseado no aumento do crédito e da demanda – aliado ao "superciclo" das *commodities* e à expectativa de arrecadação com o pré-sal – seriam suficientes para gerar receitas com o intuito de financiar contínuas ampliações de gastos sem preocupação com a eficiência.

RETOMADA DO CRESCIMENTO

A eficiência é importante também para viabilizar a retomada do crescimento econômico de forma sustentável. O ajuste fiscal é apenas uma condição necessária para essa esperada retomada. Como mostrado na revisão da literatura feita na Nota Técnica do Ipea sobre o endividamento, há vários estudos empíricos internacionais que comprovam que uma dívida pública muito elevada e em trajetória explosiva tem fortes impactos negativos sobre o crescimento econômico. No contexto atual, qualquer tentativa de se utilizar uma expansão dos gastos públicos teria efeitos contrários e ainda elevaria imediatamente o custo de capital da economia, podendo até tornar inviável o refinanciamento da dívida pública.

A taxa de juros é determinada endogenamente por diversos fatores atuando conjuntamente, dentre eles a própria credibilidade das políticas fiscal e monetária. Portanto, não é factível ter uma lei que limite também os gastos com juros. O que é possível é criar regras fiscais claras que permitam a redução consistente dos juros sem que a inflação saia do controle.

O esperado afrouxamento da política monetária, já comentado anteriormente, pode ser um *driver* da retomada do crescimento, porém seus impactos devem ser mais efetivos apenas com meses de defasagem. Como o ciclo de afrouxamento deve ser gradual, seus efeitos sobre a economia ainda devem demorar a ser percebidos com mais intensidade.

Obviamente, o ajuste fiscal e o afrouxamento da política monetária não são suficientes para garantir a retomada consistente do crescimento. Para que a economia, de fato, volte a crescer de forma sustentável, é preciso, entre outras coisas, avançar também na agenda de reformas microeconômicas que ampliem a produtividade da economia como um todo. A melhora do ambiente institucional é fundamental para atrair capital privado nacional e estrangeiro para investimentos de longo prazo, especialmente em infraestrutura. Dadas as evidentes limitações orçamentárias dos governos federal e subnacionais, a atração de investimentos privados tornou-se a única alternativa. Mais ainda, embora haja grande capacidade ociosa na economia de forma geral, a precariedade da infraestrutura brasileira já pode ser considerada uma barreira ao crescimento. Além disso, esse tipo de investimento tem importantes externalidades positivas ao restante da economia e pode ser um importante fator de crescimento para os próximos anos.

Episódios como o anúncio da definição das regras de renovação das concessões do setor elétrico, no dia 11 de setembro de 2012, entre outros, abalaram a confiança dos investidores e aumentaram o custo relacionado ao risco regulatório do país. De acordo com o estudo de Bragança et al. (2015), o episódio mencionado "não só está associado a um significativo e persistente aumento no risco de mercado do setor elétrico, mas também a um aumento no risco do setor de telecomunicações". Uma agenda de mudanças regulatórias cuidadosas – atentas aos detalhes – é fundamental para voltar a atrair investidores e deve ser considerada prioritária para o crescimento da economia brasileira. Muitas vezes, uma simples linha mal redigida numa lei pode ser suficiente para elevar o risco e, por conseguinte, reduzir investimentos de longo prazo de maturação.

Outros temas importantes que devem estar presentes na discussão sobre a retomada do crescimento são: a realização de uma reforma tributária, que reduza complexidade e as inúmeras distorções criadas pela a estrutura tributária atual; a

alteração da legislação trabalhista, de forma a torná-la menos rígida; e o aumento do grau de exposição da economia ao comércio internacional por meio de uma abertura que estimule a melhora da competitividade das empresas instaladas no Brasil.

Em suma, o crescimento da economia brasileira depende de uma série de mudanças estruturais, que foram seguidamente adiadas por fatores conjunturais, que permitiram que o país crescesse sem se tornar mais produtivo. Não será por meio de medidas simples de estímulos de curto prazo que o país voltará a crescer de forma consistente. O que se espera é que a gravidade da conjuntura atual seja capaz de evitar um novo e perigoso adiamento de tais mudanças.

REFERÊNCIAS

BRAGANÇA, G. G. F.; PESSOA, M. S.; ROCHA, K. **Medidas regulatórias, volatilidade e contágio: um estudo dos casos da energia elétrica e das telecomunicações no Brasil**. Rio de Janeiro: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea), 2015.

HEYLEN, F.; HOEBEECK, A.; BUYSE, T. Government efficiency, institutions, and the effects of fiscal consolidation on public debt. **European Journal of Political Economy**, v. 31, p. 40–59, 2013. Elsevier B.V. Disponível em: <http://dx.doi.org/10.1016/j.ejpoleco.2013.03.001>. .

PIRES, M. C. Análise da PEC 55. **Carta de Conjuntura do Ipea**, v. 33, 2016.

SOUZA-JÚNIOR, J. R. C.; SANTOS, F. E. L. Simulações da trajetória da dívida bruta do governo geral – 2017 a 2037. **Carta de Conjuntura do Ipea**, v. 33, 2016.