

Economia brasileira no período 1987-2013

relatos e interpretações da análise de conjuntura no Ipea

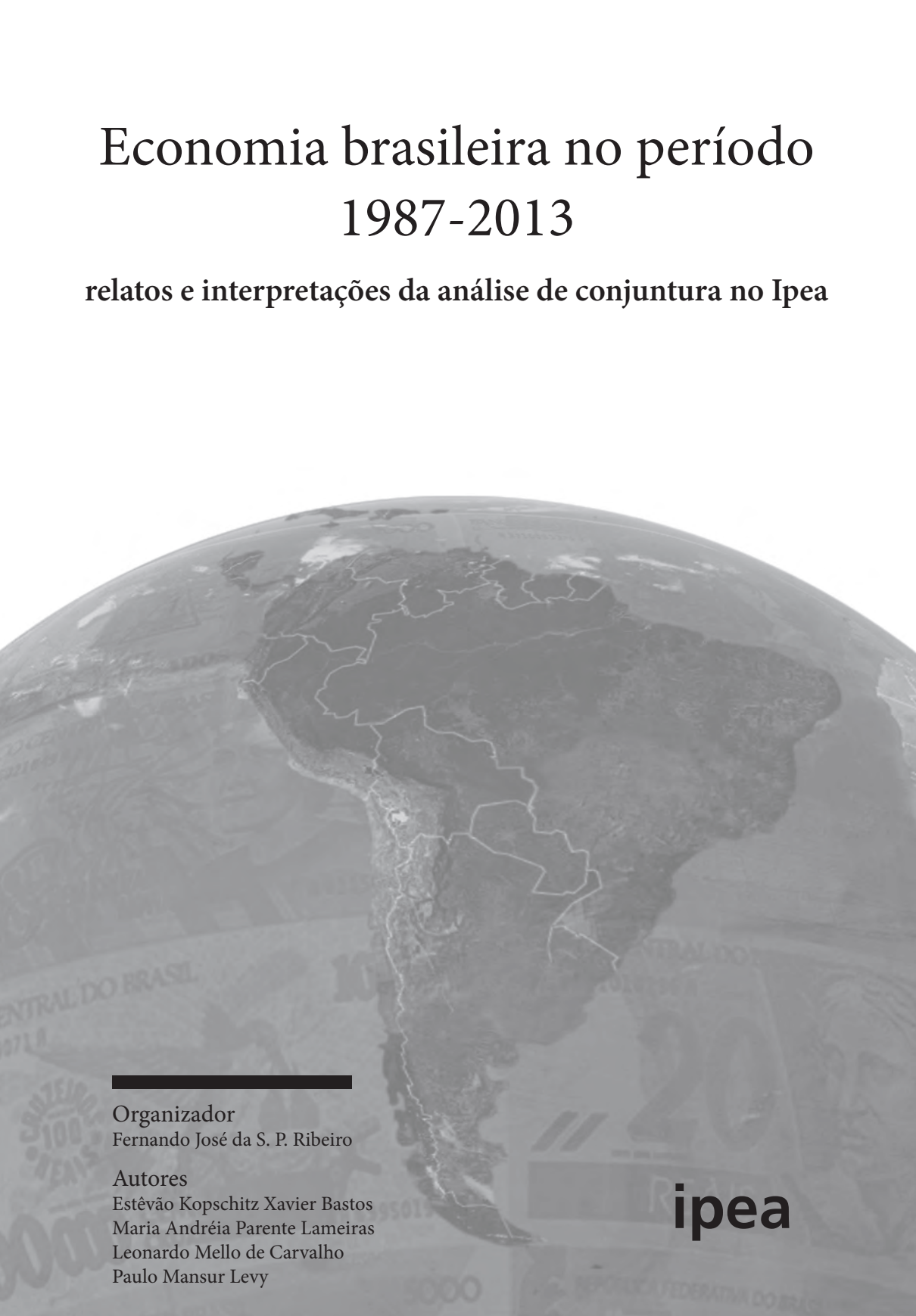
Organizador
Fernando José da S. P. Ribeiro

Autores
Estêvão Kopschitz Xavier Bastos
Maria Andréia Parente Lameiras
Leonardo Mello de Carvalho
Paulo Mansur Levy



Economia brasileira no período 1987-2013

relatos e interpretações da análise de conjuntura no Ipea



Organizador

Fernando José da S. P. Ribeiro

Autores

Estêvão Kopschitz Xavier Bastos

Maria Andréia Parente Lameiras

Leonardo Mello de Carvalho

Paulo Mansur Levy

ipea

Governo Federal

Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão

Ministro Nelson Barbosa

ipea

**Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada**

Fundação pública vinculada ao Ministério do Planejamento, Orçamento 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

Jessé José Freire de Souza

Diretor de Desenvolvimento Institucional

Alexandre dos Santos Cunha

Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia

Roberto Dutra Torres Junior

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas

Cláudio Hamilton Matos dos Santos

Diretor de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais

Marco Aurélio Costa

Diretora de Estudos e Políticas Setoriais de Inovação, Regulação e Infraestrutura

Fernanda De Negri

Diretor de Estudos e Políticas Sociais

André Bojikian Calixtre

Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais

Brand Arenari

Chefe de Gabinete

José Eduardo Elias Romão

Assessor-chefe de Imprensa e Comunicação


João Cláudio Garcia Rodrigues Lima

Ouvidoria: <http://www.ipea.gov.br/ouvidoria>

URL: <http://www.ipea.gov.br>

Economia brasileira no período 1987-2013

relatos e interpretações da análise de conjuntura no Ipea



Organizador

Fernando José da S. P. Ribeiro

Autores

Estêvão Kopschitz Xavier Bastos

Maria Andréia Parente Lameiras

Leonardo Mello de Carvalho

Paulo Mansur Levy

ipea

Brasília, 2015

Economia brasileira no período 1987-2013 : relatos e interpretações da análise de conjuntura no Ipea / organizador: Fernando José da S. P. Ribeiro ; Estêvão Kopschitz Xavier Bastos ... [et al.]. – Brasília : IPEA, 2015.

450 p. : il., gráfs. color.

Inclui Bibliografia.

ISBN: 978-85-7811-258-5

1. Economia. 2. Condições Econômicas. 3. Política Econômica. 4. Recessão Econômica. 5. Estabilização Econômica. 6. Plano Real. 7. Indicadores Econômicos. 8. Brasil. I. Ribeiro, Fernando José da S. P. II. Bastos, Estêvão Kopschitz Xavier. III. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada.

CDD 330.981

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou do Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

SUMÁRIO

AGRADECIMENTOS	11
-----------------------------	-----------

COLABORADORES DO GRUPO DE CONJUNTURA	13
---	-----------

APRESENTAÇÃO	17
---------------------------	-----------

PREFÁCIO.....	19
----------------------	-----------

José Cláudio Ferreira da Silva

CAPÍTULO 1

OS DESAFIOS DA ANÁLISE DE CONJUNTURA	23
---	-----------

Estêvão Kopschitz Xavier Bastos

Fernando J. Ribeiro

Maria Andréia Parente Lameiras

Leonardo Mello de Carvalho

Paulo Mansur Levy

CAPÍTULO 2

INFLAÇÃO CRÔNICA, ESTAGNAÇÃO E INSTABILIDADE:

O DIFÍCIL CAMINHO ATÉ A ESTABILIZAÇÃO (1987-1994)	35
--	-----------

Paulo Mansur Levy

CAPÍTULO 3

PLANO REAL, CONSOLIDAÇÃO DA ESTABILIDADE, CRISE INTERNACIONAL

E DESEQUILÍBRIOS (1994-1998)	107
---	------------

Estêvão Kopschitz Xavier Bastos

CAPÍTULO 4

AJUSTE INTERNO E EXTERNO E A CONSOLIDAÇÃO DE UM NOVO

REGIME DE POLÍTICA ECONÔMICA (1999-2003)	137
---	------------

Fernando J. Ribeiro

CAPÍTULO 5

DA RETOMADA DO CRESCIMENTO À CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL (2004-2008)	163
--	------------

Maria Andréia Parente Lameiras

CAPÍTULO 6

O PAPEL DAS POLÍTICAS ANTICÍCLICAS E O AGRAVAMENTO DOS DESEQUILÍBRIOS MACROECONÔMICOS (2009-2013)	179
Leonardo Mello de Carvalho	

APÊNDICE A

CRONOLOGIA DA ECONOMIA BRASILEIRA: PRINCIPAIS FATOS DO PERÍODO 1987-2013	199
--	-----

APÊNDICE B

ESTATÍSTICAS ECONÔMICAS SELECIONADAS DO PERÍODO 1987-2013	211
--	-----

ANEXO 1

PIB TRIMESTRAL: METODOLOGIA E ESTIMATIVAS PARA O PERÍODO 1980-1987 (RESULTADOS PRELIMINARES)	233
Regis Bonelli	
Vagner L. Ardeo	

ANEXO 2

ESTIMATIVAS TRIMESTRAIS PARA A FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO NO BRASIL (1975-1987)	253
Armando Castelar Pinheiro	
Virene Matesco	

ANEXO 3

PREVISÃO DO NÍVEL E CICLO DA PRODUÇÃO INDUSTRIAL	265
Ricardo Markwald	
Ajax R. B. Moreira	
Pedro L. Valls Pereira	

ANEXO 4

A SUPERAÇÃO DA CRISE	273
Eustáquio J. Reis	

ANEXO 5

MODELO DE PREVISÃO PARA A INDÚSTRIA: O <i>INDICADOR IPEA</i> DA INDÚSTRIA GERAL	277
Claudio Monteiro Considera	
Hélio dos Santos Migon	
Lucília de Fatima Rocha Valadão	

ANEXO 6

A TENTATIVA DE AJUSTE FISCAL ATRAVÉS DO
FUNDO SOCIAL DE EMERGÊNCIA.....283

José Roberto Rodrigues Afonso

Luiz Gonzaga de Carvalho

ANEXO 7

ÍNDICES DE PREÇO E DE *QUANTUM* DAS EXPORTAÇÕES BRASILEIRAS:
NOTA METODOLÓGICA293

Eduardo Augusto Guimarães

Armando Castelar Pinheiro

Carmem Falcão

Henry Pourchet

Ricardo Andrés Markwal

ANEXO 8

O REAJUSTE DO SALÁRIO MÍNIMO DE MAIO DE 1995301

Marcelo Neri

ANEXO 9

INDICADORES IPEA DE TENDÊNCIA DA INFLAÇÃO NO BRASIL309

Ajax Reynaldo Bello Moreira

Leonardo Carvalho

ANEXO 10

QUAL É A TAXA DE CÂMBIO REAL QUE EQUILIBRA O SETOR EXTERNO
DA ECONOMIA BRASILEIRA?319

Marco Antônio Freitas de Hollanda Cavalcanti

ANEXO 11

PRODUTIVIDADE TOTAL DOS FATORES (PTF) E PRODUTO POTENCIAL
DA ECONOMIA BRASILEIRA: UMA NOTA.....325

Regis Bonelli

ANEXO 12

O DESEMPENHO DO MERCADO (FOCUS) E DO BACEN
NA PREVISÃO DA INFLAÇÃO: COMPARAÇÕES COM MODELOS
LINEARES UNIVARIADOS.....329

Elcyon Caiado Rocha Lima
Brisne J. Vasquez Céspedes

ANEXO 13

O BRASIL PRECISA DE UMA AGENDA DE CONSENSO341

Antonio Delfim Netto
Fabio Giambiagi

ANEXO 14

DÍVIDA PÚBLICA, RIGIDEZ FISCAL E DINÂMICA MACROECONÔMICA.....353

Felipe C. de F. Pinheiro
Ajax R. B. Moreira

ANEXO 15

A EFETIVIDADE DO SALÁRIO MÍNIMO COMO UM INSTRUMENTO
PARA REDUZIR A POBREZA NO BRASIL371

Ricardo Paes de Barros
Mirela de Carvalho
Samuel Franco

ANEXO 16

ESTIMATIVA DO PRODUTO POTENCIAL PARA A ECONOMIA BRASILEIRA:
ATUALIZAÇÃO UTILIZANDO O SISTEMA DE CONTAS NACIONAIS
REFERÊNCIA 2000381

José Ronaldo de Castro Souza Júnior

ANEXO 17

REVISITANDO A DINÂMICA TRIMESTRAL DO CONSUMO
DAS FAMÍLIAS.....389

Claudio Hamilton Matos dos Santos
Thais Helena Fernandes Teixeira

ANEXO 18

INDICADORES DE CONSUMO APARENTE DE BENS INDUSTRIAIS.....397

Leonardo Melo de Carvalho

Fernando José da S. P. Ribeiro

ANEXO 19

UMA ANÁLISE ECONOMÉTRICA DA EVOLUÇÃO DA INDÚSTRIA
DE TRANSFORMAÇÃO BRASILEIRA NO PERÍODO 2002-2012419

Marco A. F. H. Cavalcanti

ANEXO 20

A DINÂMICA DAS TRANSFERÊNCIAS PÚBLICAS DE ASSISTÊNCIA
E PREVIDÊNCIA (1995-2012)433

Cláudio Hamilton M. dos Santos

AGRADECIMENTOS

Aos assistentes de pesquisa Pedro Américo de Almeida Ferreira e José Bruno Ramos Torres Fevereiro, pela colaboração na elaboração da cronologia (apêndice A).

À estagiária Marina Braga Goulart Lopes, pela assistência na elaboração da tabela do apêndice B.

Aos assistentes de pesquisa Alejandro da Rocha Souto Padrón, Beatriz Cordeiro Araújo, Felipe dos Santos Martins, Mariana Leite Moraes da Costa e Luciana Pacheco Trindade e ao estagiário André Cores Bertin, pela colaboração na revisão dos anexos.

COLABORADORES DO GRUPO DE CONJUNTURA

A seguir apresenta-se uma lista, talvez não exaustiva, de participantes e colaboradores do Grupo de Conjuntura ao longo de sua existência.

Contudo, nenhuma análise, nota técnica ou apresentação de dados teria chegado ao público sem o trabalho dedicado e por vezes heroico – como nos tempos de gráficos e tabelas feitos à mão – das equipes do Editorial do Ipea, especialmente no Rio de Janeiro, onde os boletins e as cartas são produzidos. Ainda que não estejam listados individualmente, registra-se aqui o reconhecimento da fundamental colaboração de cada um desses profissionais.

Técnicos do Ipea

Ajax Reynaldo Bello Moreira

Ana Paula Ramos

Armando Castelar Pinheiro

Bolívar Pêgo Filho

Carlos von Doellinger

Cláudio Hamilton Matos dos Santos

Cláudio Monteiro Considera

Daniel Cerqueira

Edilberto C. P. Lima

Elcyon Caiado Rocha Lima

Estêvão Kopschitz Xavier Bastos

Fernando José da Silva Paiva Ribeiro

Fernando Pimentel Puga

Flávio Pinheiro de Castelo Branco

Francisco Eduardo de Luna e Almeida Santos

Gervásio Castro de Rezende

João Barbosa de Oliveira

José Carlos Jacob Carvalho

José Cláudio Ferreira da Silva

José Hamilton Bizarria

José Oswaldo Candido Jr.

José Ronaldo Souza Júnior

Lauro Roberto Albrecht Ramos

Leonardo Mello de Carvalho

Luiz Eduardo Parreiras

Marcelo José Braga Nonnenberg

Marcelo Neri

Marco Antonio Freitas de Holanda Cavalcanti

Maria Andréia Parente Lameiras

Maria Beatriz de Albuquerque David

Maria da Conceição Silva

Maria Helena T. Taques Horta

Maurício Mota Saboya Pinheiro

Mônica Mora y Araujo de Couto e Silva Pessoa

Napoleão Luiz Costa da Silva

Paulo Mansur Levy

Pedro Luiz Valls Pereira

Renato Villela

Ricardo Andrés Markwald

Ricardo Cicchelli Velloso

Ricardo Varsano

Roberto Pires Messenberg

Roberto Siqueira Rodrigues

Robson Ribeiro Gonçalves

Sônia Rocha

Vagner Laerte Ardeo

Virene Matesco

Colaboradores não pertencentes ao quadro do Ipea

Ana Cecília Kreter

André Arruda Villela

Antônio Braz de Oliveira e Silva

Antonio Fiorencio

Carlos Frederico Braz de Souza

Denise Lobato Gentil

Eduardo da Rocha Velho

Eduardo de Cerqueira Moreira da Costa

Fabio Giambiagi

Felipe Canedo Pinheiro

Hamilton Massataka Kai

Júlia de Medeiros Braga

Leda Hahn

Lucília de Fátima Rocha Valadão

Marcelo de Ávila

Marco Antônio de Souza Carvalho

Mario Rubens de Mello Neto

Mérida Herasme Medina

Miguel Pinho Bruno

Regina Helena Varella Petti

Renaut Michel Barreto e Silva

Sheila Najberg

Wagner Machado Martins

APRESENTAÇÃO

O grupo de conjuntura do Ipea é certamente um dos grupos de trabalho mais antigos da instituição, com atividades que remontam ao final da década de 1970. A origem deste livro está na percepção de que essas publicações poderiam ser excelente fonte para o estudo da história econômica brasileira recente, pois guardam as análises de especialistas desenvolvidas à época dos acontecimentos marcantes da nossa economia no período aqui coberto – e que foram muitos!

A análise de conjuntura foca o momento, procurando entender o que se passou na economia no período mais recente, por meio do acompanhamento de indicadores, interpretados com o auxílio das teorias econômicas e estudos empíricos. E quer lançar luz sobre o futuro próximo, a partir das perspectivas para esses mesmos indicadores, sempre de maneira disciplinada pela racionalidade econômica e pelos métodos disponíveis para essa ciência. Postas, porém, lado a lado, e em ordem cronológica, as análises feitas nos Boletins e nas Cartas de Conjuntura passaram a formar um surpreendente todo, com um fio condutor até então invisível, apesar da composição do grupo naturalmente ter se modificado ao longo dos anos.

Os capítulos deste volume são assinados pelos integrantes do atual Grupo de Estudos de Conjuntura do Ipea, os quais souberam contar, ao mesmo tempo, a história dos fatos do período e a história da sua análise, combinando o sabor das discussões no calor das batalhas com o distanciamento que só o tempo permite. Assim, desenvolveu-se um livro digno de fazer parte dos eventos do cinquentenário do Ipea, oferecendo ao público registro competente da evolução da economia brasileira de 1987 a 2013.

Boa leitura!

Jessé Souza
Presidente do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

PREFÁCIO

José Cláudio Ferreira da Silva¹

Ao ser convidado, enquanto seu primeiro coordenador, para escrever este prefácio sobre as origens e os primeiros passos do Grupo de Acompanhamento Conjuntural (GAC) do Ipea, assaltou-me uma dúvida: passados 35 anos, conseguiria lembrar-me dos fatos, das circunstâncias, e das pessoas relacionadas àquele período e àquelas atividades? Começo com essa digressão para, desde logo, desculpar-me por eventuais omissões, equívocos ou erros de interpretação.

No início de 1979, logo após a posse de Mario Henrique Simonsen como ministro da Secretaria de Planejamento da Presidência da República, com poderes de “superministro”, e a escolha de Francisco Lopes para a Superintendência do antigo Instituto de Pesquisas (Inpes) do Ipea, fui designado para coordenar um grupo de debates sobre a conjuntura econômica brasileira. Ainda sem nome definido, o grupo teria a tarefa de, para balizar as discussões, reunir dados e textos sobre a evolução das principais variáveis macroeconômicas de curto prazo.

Esses debates tiveram periodicidade mensal – ou menor, quando a situação assim o exigiu –, e contaram com a participação de técnicos predominantemente da Assessoria do ministro, da Direção do Ipea, do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), do Banco Central, e do Ministério da Fazenda. Devido à restrita disponibilidade de dados, assim como ao atraso de sua divulgação, os debates quase sempre se limitaram ao resultado mensal da balança comercial; ao desempenho do emprego e da massa salarial na indústria de transformação; à evolução da base monetária e dos meios de pagamento; às perspectivas da safra agrícola; e, principalmente, ao comportamento da inflação.

Discutir conjuntura econômica não era, naquela época, tradição nem rotina no Inpes. O órgão se dedicava a estudos de longo prazo, e cumpria amplamente seu papel, produzindo textos que em muito contribuíram para o conhecimento mais profundo da economia brasileira, global e setorialmente. Por isso, no primeiro momento, os estudos e debates sobre a conjuntura econômica foram tratados por parcela significativa de seus técnicos como algo “menor”, que estaria retirando recursos humanos e materiais de estudos “mais sérios”.

1. Mestre e doutor em economia pela Escola de Pós-Graduação em Economia da Fundação Getúlio Vargas (EPGE/FGV), com pós-doutorado na Universidade de Berkeley, Estados Unidos, foi o primeiro coordenador do grupo de conjuntura do Ipea. Atualmente é diretor do Instituto de Economia e Gestão e coordenador do mestrado em economia e gestão empresarial da Universidade Candido Mendes, no Rio de Janeiro.

Porém, sempre me pareceu que os mais interessados – e beneficiados – nos debates foram os assessores do ministro, provavelmente por ser este, então, um dos raros economistas brasileiros capazes de fazer uma explanação fundamentada sobre a realidade econômica do país e suas possibilidades futuras. Aparentemente os assessores perceberam que seriam mais eficazes se oferecessem sugestões mais realistas – enfim, se acompanhassem a evolução da conjuntura econômica.

A passagem de Simonsen pela Secretaria de Planejamento da Presidência da República não chegou a completar um ano, tendo sido substituído, em meados do segundo semestre de 1979, por Antônio Delfim Netto, que nomeou Luis Paulo Rosenberg para a Superintendência do Inpes e Ibrahim Eris para seu adjunto. Apenas algumas semanas após a posse, fui convidado para retomar os trabalhos e debates sobre a conjuntura, agora em um novo formato.

Esse novo formato começou pela escolha do nome Grupo de Acompanhamento Conjuntural, creio que sugerido por Ibrahim Eris. Houve ainda modificações de diversas ordens, tendo sido mantida apenas a periodicidade mensal.

O número de participantes das reuniões aumentou significativamente, chegando, em poucos meses, a cerca de 25. Destes, aproximadamente vinte, muitos da área acadêmica, transformaram-se em convidados permanentes, e os demais eram convidados para reuniões específicas, quase sempre em função do assunto que se pretendia discutir mais a fundo. Com o sucesso do projeto, o total de participantes cresceu bastante ao longo dos anos seguintes, não raro com a presença de profissionais que pediam para ser convidados.

Vale acrescentar que em momento algum a escolha dos convidados sofreu qualquer tipo de restrição ou censura, apesar de se viver em um regime militar. Até pelo contrário: um dos principais objetivos dessas reuniões era exatamente conhecer as ideias e opiniões de profissionais de todos os matizes políticos e ideológicos, aí incluídos os chamados, à época, de “economistas de oposição”. A única restrição consistia no vínculo institucional dos convidados, os quais deveriam trabalhar no setor público ou em atividades acadêmicas, não sendo aceitos jornalistas nem profissionais do sistema financeiro, para evitar publicidade demasiada e risco de serem geradas informações privilegiadas.

A preparação para cada reunião, antes um conjunto de dados e textos específicos, passou a ser mais elaborada, tendo sido escolhido para consultor durante os primeiros encontros Antônio Carlos Lemgruber, outro dos raros economistas que acompanhavam rotineiramente a conjuntura econômica. Os textos passaram a incorporar itens permanentes, com maior riqueza de informações estatísticas e interpretações, eventualmente adicionando-se algum item de interesse momentâneo para discussão.

Além disso, as reuniões passaram a ser gravadas, e suas principais discussões e eventuais conclusões redigidas e remetidas para as autoridades da área econômica do governo federal – assim como a todos os participantes de cada reunião.

Em resumo, a característica principal desse período inicial de estudos de conjuntura no âmbito do Ipea, em contraste com as fases seguintes, foi a sua postura de *instrumento de governo*, ou seja, a permanente preocupação de ser mais um ingrediente na formulação da política econômica. Daí o cuidado de não se permitir uma divulgação mais ampla dos trabalhos.

Com poucas alterações, esse modelo vigorou até 1987, quando se começou a produzir e divulgar mensalmente Cartas de Conjuntura e, a cada trimestre, o Boletim de Conjuntura. O que até então era de acesso restrito ao governo, e a poucos mais, passou a ser público, tornando amplamente conhecidas a seriedade e a qualidade das informações reunidas pelo GAC e dos textos produzidos por seus membros.

OS DESAFIOS DA ANÁLISE DE CONJUNTURA

Estêvão Kopschitz Xavier Bastos¹

Fernando J. Ribeiro²

Maria Andréia Parente Lameiras³

Leonardo Mello de Carvalho⁴

Paulo Mansur Levy⁵

1 INTRODUÇÃO

O envolvimento do Ipea com a análise da conjuntura econômica data do final da década de 1970, quando técnicos do instituto ficaram responsáveis por organizar reuniões regulares para debater o desempenho de curto prazo da economia. Era um trabalho pioneiro no Brasil à época, que envolvia pessoas da alta hierarquia do governo – os então ministérios do Planejamento e da Fazenda, o Banco Central do Brasil etc. Não deixava de ser curioso que esta tarefa recaísse sobre um órgão cuja função primordial era pensar o longo prazo, produzindo estudos de fôlego e com rigor acadêmico que ajudassem a entender melhor os desafios da economia brasileira e fornecessem subsídios para o planejamento econômico e o desenho de políticas públicas. Mas também era verdade que, além de grande repositório de conhecimento teórico e aplicado sobre a economia, o Ipea havia desenvolvido valiosa reputação de senso crítico quanto aos rumos da política econômica – qualidade essencial a uma boa análise de conjuntura.

Desde então, o trabalho de análise de conjuntura incorporou-se à rotina de trabalho do Ipea, com a montagem de um grupo permanente de pesquisadores no Rio de Janeiro – com frequência, contando com valiosa contribuição de técnicos do instituto lotados em Brasília – reunidos no Grupo de Acompanhamento Conjuntural (GAC) do Instituto de Pesquisa (Inpes) do Ipea. Ainda que com mudanças posteriores na denominação do grupo – Grupo de Análise e Previsões (GAP), em 2007, e Grupo de Estudos de Conjuntura (Gecon), a partir de 2012 – e com a natural rotatividade de seus membros e coordenadores, este talvez seja o grupo mais longo da história do instituto. O trabalho ganhou concretude e tornou-se

1. Técnico de Planejamento e Pesquisa do Ipea.

2. Técnico de Planejamento e Pesquisa do Ipea.

3. Técnica de Planejamento e Pesquisa do Ipea.

4. Técnico de Planejamento e Pesquisa do Ipea.

5. Técnico de Planejamento e Pesquisa do Ipea.

público no final de 1987, com o lançamento do primeiro *Boletim Conjuntural*, publicação com periodicidade trimestral que se mantém até os dias de hoje – a partir de 2007, teve a denominação alterada para *Carta de Conjuntura*. A partir disto, até o final de 2013, o grupo elaborou e divulgou 99 boletins/cartas trimestrais. Em diversos períodos, o grupo também lançava documentos mais curtos nos meses em que não havia boletins, denominados inicialmente de *Carta de Conjuntura* e posteriormente de *Conjuntura em Foco*. Estes se compunham de brevíssimas análises dos indicadores de conjuntura e de um texto analítico que discutiam, em maior detalhe, alguma questão de especial relevância no momento. Entre 1991 e o início de 1999, circulou também, como anexo aos boletins trimestrais de conjuntura, o *Panorama da Economia Mundial*, com análises sobre a conjuntura internacional.

O conteúdo deste livro baseia-se justamente na releitura dos documentos do grupo de conjuntura, com o objetivo principal de entender e sintetizar a forma como estes profissionais percebiam e interpretavam a conjuntura econômica, ao destacar também as questões normativas – ou seja, as sugestões e as prescrições de política explicitadas nas análises. De fato, o trabalho do grupo de conjuntura sempre foi marcado por uma postura crítica e construtiva diante das políticas implementadas, sugerindo caminhos e escolhas que poderiam levar à superação dos desequilíbrios macroeconômicos sem esconder seus custos, muitas vezes indo de encontro à visão dos formuladores de política responsáveis pela condução da economia a cada momento.

Naturalmente, este livro acaba por ser também importante documento da história econômica recente do país, embora este não seja seu propósito. Seus capítulos relatam e discutem – em ordem cronológica – os principais fatos econômicos, a evolução dos indicadores e as principais medidas de política econômica adotadas, guiando os leitores na montagem de quadro bastante nítido da situação econômica e do comportamento da política econômica em cada período.

Cumprir destacar que os desafios de analisar a conjuntura são muitos: desde aspectos mais prosaicos, como o esforço de acompanhar o noticiário diário a fim de manter-se continuamente atualizado dos fatos econômicos relevantes, até questões técnicas mais profundas, como a importância de acompanhar o avanço das literaturas teórica e empírica e seus impactos sobre o entendimento dos fenômenos macroeconômicos. Tais desafios passam ainda pela necessidade de dialogar adequadamente com públicos bastante diversos – governo, academia, analistas de conjuntura, imprensa e leigos interessados no assunto –, assim como pela dificuldade de organizar e lidar com o grande número de estatísticas econômicas e bases de dados pertinentes. Além disso, o esforço que redundou neste livro permitiu a clara identificação de temas e/ou abordagens que se repetem ao longo do tempo, ainda que com diferentes níveis de relevância ou de ênfase, a depender de cada momento. Sem a pretensão de fazer uma análise exaustiva, as seções que se seguem

resumem alguns destes desafios e a forma como o grupo de conjuntura lidou com eles ao longo do tempo.

2 CONJUNTURA E PESQUISA ECONÔMICA

Criado para ser um centro de pesquisa voltado primordialmente para o planejamento econômico de longo prazo, era natural que o trabalho de análise de conjuntura sofresse alguma resistência dentro do Ipea; seja porque isto poderia ser interpretado como desvirtuamento de seus objetivos, seja porque esta tarefa poderia ser encarada como menos “nobre” diante da possibilidade de desenvolver pesquisas de maior fôlego e complexidade. Entretanto, a despeito de ter surgido como demanda expressa do governo, a análise de conjuntura firmou-se como importante área de trabalho do instituto, reconhecida pela contribuição que fornecia à Casa em diversas frentes: na alimentação do debate econômico interno, ao fornecer subsídios e indicar temas relevantes a serem estudados; na interlocução com a área econômica do governo federal; na aproximação com outras instituições e profissionais que também se dedicavam à análise de conjuntura, a exemplo de bancos e empresas de consultoria; e na exposição na mídia. Um bom termômetro do interesse que o trabalho de conjuntura do Ipea despertava era o número de pessoas que participava das reuniões promovidas pelo instituto destinadas a discutir a situação conjuntural com especialistas externos e/ou a divulgar as publicações de conjuntura à imprensa.

O sucesso do trabalho de conjuntura nesse ponto reveste-se de especial importância quando se tem em conta a tradição de excelência do Ipea – órgão que, desde sua criação, tem sido capaz de dialogar com a comunidade acadêmica em seu mais alto nível, inclusive no âmbito internacional. Além de ativo valiosíssimo, esta tradição sempre fez que os próprios técnicos da Casa, pertencentes ou não ao grupo de conjuntura, exercessem constantemente a cobrança e a (auto)crítica quanto à consistência e à adequada fundamentação das análises de conjuntura. Ou seja, é preciso dividir o tempo e a atenção entre o que acontece no mundo em tempo real e o que ocorre no mundo da pesquisa acadêmica, com seu *timing* próprio, mais lento e frequentemente dissociado das questões mais prementes da conjuntura.

Essa conexão entre conjuntura e pesquisa se refletia diretamente no trabalho do grupo de conjuntura, que procurava incorporar, sempre que possível, ferramentas de análise que, muitas vezes, ainda se encontravam em processo de desenvolvimento. Em uma época em que as facilidades de comunicação e integração entre centros acadêmicos eram muito mais limitadas que hoje em dia, as publicações do grupo de conjuntura disseminavam entre um público mais amplo novas abordagens e novos métodos de análise, inclusive quantitativos, por meio de diversas notas técnicas publicadas como anexos de boletins e cartas. O anexo deste livro reproduz vinte notas técnicas selecionadas pelos autores como as de maior relevância, não apenas

pela contribuição que representaram em termos metodológicos e quantitativos, mas também pela importância de sua contribuição qualitativa para o debate econômico do período.

Um dos aspectos interessantes da relação entre a análise de conjuntura e a pesquisa econômica tem a ver com os rumos tomados por esta. A análise de conjuntura tem por objeto principal entender a situação macroeconômica em suas múltiplas dimensões: produção, preços, mercado de trabalho, balanço de pagamentos etc. No entanto, temas macroeconômicos perderam algum espaço na academia à medida que modelos macroeconômicos e sua aplicação à realidade imediata se tornaram objeto de críticas. Isso porque a grande evolução da ciência econômica nas últimas décadas tem ocorrido na microeconomia, fato que se observa nos principais centros de produção acadêmica, onde a macroeconomia há algum tempo deixou de atrair a maioria dos pós-graduandos. Com relação às ferramentas empíricas, também houve uma mudança radical: a análise de séries de tempo perdeu espaço, em termos relativos, para as análises de microdados ou dados em painel. Paralelamente, observou-se grande avanço dos modelos dinâmicos estocásticos de equilíbrio geral (DSGE, na sigla em inglês) para fins de previsão. Tudo isso contribuiu para reduzir a proeminência de que a análise de conjuntura desfrutou no passado, sem, contudo, reduzir sua relevância.

3 ENTRE ANALISTAS DE CONJUNTURA, O PÚBLICO EM GERAL, A ACADEMIA E O GOVERNO

O grupo de conjuntura sempre teve vários públicos-alvo, o que está ligado à própria natureza da análise de conjuntura, que desperta interesse em diferentes setores. Estes públicos são os outros analistas de conjuntura, o público em geral – através da imprensa –, o mundo acadêmico e o governo. A relação com cada um deles exige esforços diferenciados e direcionados. Por se tratar de uma instituição de governo, o grupo de conjuntura sempre precisou exercitar o cuidado e a moderação para que suas posições não fossem confundidas com a “visão do governo” sobre os assuntos, preservando uma posição de independência e relevância no debate econômico com os analistas de conjuntura em geral. Além disso, as análises precisavam combinar o rigor técnico exigido pela academia com uma linguagem razoavelmente acessível – para o público em geral.

Em seus primórdios, o único destinatário das análises de conjuntura era o próprio governo, mais especificamente o Ministério do Planejamento. No final dos anos 1970 e início dos anos 1980, as dificuldades de comunicação eram imensamente maiores que hoje em dia, o que tornava a troca de informações sobre a situação da economia bem mais difícil. Diante de uma oferta bastante limitada de indicadores econômicos, cabia então ao grupo de conjuntura a tarefa de levantar as informações

disponíveis, muitas vezes por meio de contatos pessoais com empresários, entidades de classe ou representantes do sistema financeiro, cumprindo, assim, um papel de canal de comunicação entre São Paulo e Rio de Janeiro, de um lado, e Brasília, de outro. Adicionalmente, ao grupo de conjuntura, e às reuniões que periodicamente realizava, cabia também o papel de aproximar os formuladores de política econômica dos pesquisadores da academia que acompanhavam a economia e opinavam sobre a política econômica.

Com o tempo, desenvolveu-se no Brasil uma “tribo” de analistas de conjuntura, e o Ipea foi um de seus fundadores, tendo sempre interagido com ela. As reuniões de conjuntura do instituto eram inicialmente pequenas, com um grupo restrito de convidados, visando promover debates dos quais participavam membros das equipes econômicas de governo. Gradativamente, as reuniões foram crescendo em tamanho e no interesse que despertavam nos economistas responsáveis pelo acompanhamento da conjuntura em bancos, associações empresariais, órgãos de governo e consultorias. Nos anos 1990 e 2000, as concorridas reuniões de divulgação do *Boletim Conjuntural* trimestral, no auditório do Ipea no Rio de Janeiro, atraíam visitantes de várias partes do Brasil, especialmente São Paulo e Brasília. Além da equipe do Ipea, renomados economistas eram convidados a fazer apresentações. Um dos desafios dessa prática era evitar que as análises do instituto se “contaminassem” pelos chamados “consensos de mercado” – avaliações e abordagens que se tornam comuns, mas que muitas vezes carecem de bases mais sólidas. Mais recentemente, as reuniões adotaram formato um pouco diferente, e tiveram lugar durante a elaboração da *Carta de Conjuntura* trimestral, com o objetivo de captar subsídios de *experts* de fora do Ipea. A análise de conjuntura – por tratar de assuntos bem concretos e, às vezes, prementes – desperta, naturalmente, também o interesse do público em geral e do seu principal meio de obter informações: a imprensa. Assim, por intermédio dos jornalistas, o grupo de conjuntura sempre prestou um serviço também ao público em geral interessado no desenrolar da economia e de suas perspectivas. Os jornalistas tinham interesse principalmente nas projeções que eram divulgadas e, por conseguinte, nas análises que as embasavam. De acordo com a tecnologia de cada época, apressavam-se em divulgar o mais rápido possível as projeções e as análises do Ipea, que sempre mereciam destaque nas editorias de economia dos diversos meios de comunicação. A divulgação continua ocorrendo em um dia marcado especialmente para receber a imprensa e por meio de *release* sobre a *Carta de Conjuntura*. De 2000 a 2005, o grupo de conjuntura produziu os informes de *Conjuntura Online*, que eram textos analíticos breves elaborados logo após a divulgação de indicadores importantes. O contato com a imprensa sempre se deu também – como atualmente – através de entrevistas, quase sempre por telefone, sobre os diversos temas acompanhados pelo grupo, cujos membros

sempre estiveram disponíveis a colaborar com o importante trabalho dos jornalistas de traduzir para o leitor não especialista o, por vezes hermético, economês.

A análise de conjuntura vale-se muito de indicadores econômicos, que geralmente procuram medir variáveis identificadas como relevantes pela teoria econômica. Como, paralelamente, sua análise recorre à estatística e à econometria, a interface dos analistas de conjuntura do Ipea com a pesquisa econômica e o mundo acadêmico é uma necessidade. Neste ponto, estes analistas têm uma vantagem em relação aos demais, por trabalharem em um instituto de excelência em pesquisa econômica e interagirem com outros pesquisadores por meio de seminários, trabalhos em coautoria etc. Também é necessário saber como são construídos estes indicadores para com eles trabalhar adequadamente e também avaliar o grau com que conseguem realmente medir as variáveis teóricas a que se referem. Como consequência, os analistas de conjuntura estão sempre em contato com os órgãos produtores das estatísticas, como o Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), o Banco Central do Brasil (BCB), o Tesouro Nacional, os órgãos públicos regionais, os outros institutos e associações empresariais, acompanhando as mudanças de metodologia ou a criação de novos indicadores. Em sua evolução, o grupo de conjuntura, seja diretamente, seja por meio de outros pesquisadores do Ipea, colaborou com a construção de metodologias e de indicadores que se revelaram importantes para o acompanhamento da conjuntura, como é o caso da metodologia de cálculo do produto interno bruto (PIB) trimestral e da formação bruta de capital fixo (FBCF), ou ainda do Indicador Ipea da Produção Industrial. Alguns dos estudos que levaram ao desenvolvimento dessas metodologias foram apresentados em notas técnicas anexas aos boletins de conjuntura e estão reunidos no anexo deste livro.

Finalmente, outro usuário das análises de conjuntura do Ipea é o próprio governo. Mediante convênios com diversos órgãos e ministérios, o instituto presta assessoria ao Executivo, e o grupo de conjuntura é por vezes acionado. Em período certamente digno de nota nesta relação com o governo, o grupo de conjuntura produziu, de 2005 a 2007, informes semanais que eram dirigidos à Presidência da República e também distribuídos a ministros e assessores. Os principais indicadores divulgados eram analisados sucintamente, porém com maior profundidade que a disponibilizada normalmente pela imprensa.

4 O DESAFIO DOS DADOS

A análise de conjuntura, na medida em que objetiva descrever de forma resumida o estado geral da economia, com destaque para as questões mais relevantes para o entendimento dos principais entraves ao crescimento sustentável do Brasil, possui

como uma de suas principais matérias-primas os dados. Sejam estes provenientes de pesquisas realizadas por órgãos do próprio governo, sejam de institutos privados, as estatísticas e os indicadores econômicos são fundamentais para a compreensão da situação econômica. Na verdade, grande parte do esforço realizado pelo grupo de conjuntura do Ipea consiste em organizar e atualizar um grande número de bases de dados e transformá-las em instrumentais de análise.

Nesse contexto, a interação do grupo de conjuntura com os demais pesquisadores do Ipea tem contribuído para aumentar a gama de informações disponíveis para a sociedade, seja por meio da elaboração de novas estatísticas econômicas, seja via estimação de modelos de previsão econométrica. É importante lembrar também que o esforço de compilação de bases de dados pelo grupo de conjuntura representou uma grande contribuição para a construção do banco de dados Ipeadata, o qual se tornou uma ferramenta pública amplamente utilizada por pesquisadores e pelo público em geral – e que, por sua vez, trouxe ainda um aumento de produtividade ao grupo de conjuntura, tornando mais rápido e fácil o acesso a um conjunto cada vez mais amplo de informações.

A leitura das publicações do grupo de conjuntura evidencia, ao longo do tempo, uma notável evolução não só na quantidade de pesquisas e de indicadores relevantes para a análise de conjuntura, mas também na sua qualidade. Além disso, os institutos responsáveis pela produção de estatísticas têm demonstrado preocupação cada vez maior com a frequência temporal das séries. Com isso, a disponibilidade de um conjunto crescente de indicadores com periodicidade menor tem permitido análise mais tempestiva dos fenômenos de interesse. Por sua vez, a incorporação de avanços metodológicos tem elevado o grau de confiabilidade dos indicadores. A este respeito, embora seja sempre objetivo a ser alcançado, estas mudanças muitas vezes causam a necessidade de adaptação nas análises realizadas anteriormente, tendo em vista que alteram o cenário prevalecente até então.

Uma das informações mais relevantes para o estudo de conjuntura, os dados provenientes da pesquisa Contas Nacionais, realizada pelo IBGE, estava disponível apenas em bases anuais no início das atividades do grupo de conjuntura. Como já mencionado, pesquisadores do Ipea, do grupo de conjuntura em particular, tiveram papel importante no desenvolvimento da metodologia que permitiu calcular o PIB em bases trimestrais. O acompanhamento da evolução de variáveis como o produto interno bruto e os seus principais componentes sempre esteve entre os principais focos de atenção do grupo. Do mesmo modo, a disponibilidade dos dados sobre a produção física da indústria brasileira, também calculados pelo IBGE, permitiu um acompanhamento mais acurado do setor industrial.

Para se aferir a importância do indicador da produção industrial, este parou de ser divulgado por alguns meses durante uma greve do IBGE. Isso levou o grupo de conjuntura a desenvolver um indicador alternativo, o Indicador Ipea da Produção Industrial, a partir de informações setoriais disponibilizadas por associações empresariais. Uma novidade desse indicador foi a utilização do método bayesiano de estimação. Mesmo depois da retomada da divulgação do indicador da produção industrial do IBGE, o Indicador Ipea continuou a ser calculado, na medida em que este permitia antecipar o índice do IBGE em até um mês e meio.

Outro tema bastante presente nas análises da conjuntura, que trata da evolução dos preços na economia, apresentou ao longo do período um aumento significativo das séries disponíveis, calculadas na sua maioria pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) e pelo IBGE. A partir de meados dos anos 2000, por intermédio da pesquisa *Focus*, realizada pelo BCB no âmbito das diversas instituições privadas, passou a estar disponível um conjunto de séries compostas pelas expectativas dos agentes em relação aos valores futuros de um elenco de variáveis, possibilitando importantes avanços nas análises do grupo. Outro grupo de séries construído com base em pesquisas de opinião deu origem aos indicadores de confiança divulgados pela FGV. Antes apenas disponíveis para a indústria, estes indicadores foram abrangendo novas categorias de agentes e setores produtivos. Por sua vez, a análise de política fiscal, uma das seções temáticas mais restritas no início do período, pela baixa disponibilidade de dados, apresentou no decorrer dos anos um avanço considerável no seu conjunto de informações. Neste ponto, vale destacar o importante papel do Ipea, que tem investido grande esforço na estimação de séries fiscais, como os dados referentes às receitas tributárias por exemplo.

Outro desafio da análise de conjuntura imposto pela utilização das bases de dados é a necessidade de uma frequente adaptação, dado que as instituições responsáveis pelo cálculo das informações vão incorporando mudanças metodológicas no sentido de melhorar sua qualidade. Assim tem acontecido com os dados referentes às Contas Nacionais, do IBGE, o qual, de tempos em tempos, promove uma atualização de suas séries, buscando se enquadrar da melhor maneira possível às práticas internacionais e à maior disponibilidade de informações. A última revisão, ao longo do período compreendido neste livro, ocorreu em 2007, quando, além da mudança de base, o sistema anual foi integrado ao Sistema de Contas Nacionais Trimestrais, incorporando atualizações de conceitos e adotando novas fontes de informações e de referências.

A disponibilidade cada vez maior de indicadores estimulou a estimação de modelos macroeconômicos de pequeno, médio e grande porte, tendo como propósito fornecer previsões para as principais variáveis da economia, assim como permitir a realização de simulações, que visavam medir os impactos de diversas

políticas públicas. Inicialmente, as projeções eram feitas com base no Modelo para Projeção do Setor Externo (Mopse), modelo macroeconômico trimestral de média escala, construído a partir das principais identidades do Sistema de Contas Nacionais e do Balanço de Pagamentos. Esse modelo foi desenvolvido no Ipea para analisar o comportamento de uma economia numa situação em que a restrição externa representasse o principal obstáculo à estabilidade e ao crescimento – característica marcante do período em que foi criado, o final da década de 1980. No final dos anos 1990, o modelo foi re-estimado e ampliado para dar conta de um novo regime de política econômica, baseado em câmbio flutuante.

Nos períodos subsequentes, embora tenham sido utilizados outros modelos de previsão de menor porte, revelou-se a necessidade de reformulação e atualização dos modelos de maior porte. Com este objetivo, esforços têm sido feitos seguindo duas vertentes metodológicas. A primeira mantém o arcabouço utilizado no modelo anterior, seguindo a linha dos modelos estruturais keynesianos, enquanto a segunda segue a linha dos chamados modelos DSGE, que vêm se difundindo entre instituições de pesquisa e bancos centrais ao redor do mundo como importante instrumento na análise de diversas questões macroeconômicas, evidenciando a tendência rumo a modelos mais consistentes do ponto de vista teórico.

5 FOCO VARIÁVEL, MAS PREOCUPAÇÕES ESTRUTURAIS PERMANENTES

Os documentos do grupo de conjuntura do Ipea retratam a evolução da política econômica brasileira ao longo de várias décadas, evidenciando objetivos e prioridades que foram variando ao longo do tempo. No início, as análises conjunturais enfatizavam a importância da estabilização monetária como ponto principal para a retomada da expansão da atividade econômica. Após o Plano Real, com o problema da inflação sendo controlado, o foco voltou-se para as estratégias de crescimento sustentável no longo prazo. Nesta perspectiva, os documentos divulgados pelo grupo de conjuntura não só analisavam a situação econômica atual do país, mas também atentavam para questões fundamentais para o desenvolvimento brasileiro, enfatizando a importância da construção e consolidação de ambiente propício ao crescimento de longo prazo e à melhoria dos níveis de renda, reconhecidos como finalidade básica da política econômica. Não obstante, pobreza e distribuição de renda foram temas recorrentes nas análises. De fato, desde o início do grupo de conjuntura, o mote central da discussão é entender a realidade da economia brasileira de forma a projetar suas implicações sobre o crescimento futuro do país. Esta interação entre o curto e o longo prazo é utilizada, sempre que possível, como referência para a elaboração das seções, dos *boxes* e das notas técnicas.

O conteúdo das seções de atividade econômica, além de destacar as flutuações de curto prazo dos componentes da demanda e oferta, foi e continua sendo pautado por temas primordiais relacionados às condições para o crescimento sustentável

de longo prazo, como a expansão do investimento, sobretudo em infraestrutura. No caso do mercado de trabalho, as discussões nunca ficaram restritas aos movimentos recentes da taxa de desemprego ou do nível dos rendimentos reais, levando em conta também uma série de outros aspectos fundamentais para a consolidação de um processo de crescimento sustentável, como formalização, composição da força de trabalho – grau de instrução, gênero e idade – e ganhos de produtividade.

A inflação também é foco permanente das análises, não só nos anos de inflação elevada – ou hiperinflação –, como também no período pós-Plano Real, em que o mote é preservar a estabilidade duramente alcançada. No início, a seção de inflação reafirmava constantemente a necessidade de um plano de estabilização que não se limitasse a um controle momentâneo dos preços, mas trouxesse uma queda gradual e permanente da inflação. Posteriormente, com a implantação do sistema de metas para a inflação, o tom dos textos passou a ratificar a necessidade do cumprimento das metas para ancorar as expectativas dos agentes econômicos e proporcionar um ambiente favorável à realização dos investimentos.

O setor externo também esteve no foco das análises durante quase todo o tempo, o que é perfeitamente compreensível em vista da histórica vulnerabilidade externa do país, causadora de crises cambiais recorrentes, com seus impactos danosos sobre a inflação, a atividade e o emprego.

Mas a questão fiscal emerge como o principal elemento que permeia quase todas as análises, sendo associada a grande parte dos desequilíbrios macroeconômicos, notadamente a inflação. Desde antes do Plano Real, a visão do grupo de conjuntura já enfatizava a importância do equilíbrio das contas públicas como principal fundamento da estabilidade macroeconômica. A releitura dos textos de conjuntura mostra que, muito antes da implementação da reforma da Previdência, em 1998, e da aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal, em 2000, o grupo já enfatizava a necessidade de uma mudança de regime fiscal – mais do que uma simples mudança de política. A redução do *deficit* público para níveis permanentemente baixos, compatíveis com uma trajetória de convergência da dívida pública como proporção do PIB para um nível confortável, era condição básica para permitir o financiamento não inflacionário dos gastos públicos e, em consequência, garantir inflação baixa.

Menor *deficit* público proporcionaria também benefícios à capacidade de crescimento da economia, por meio de redução das taxas de juros reais e de aumento da poupança doméstica para financiar o investimento. As análises do grupo não ignoravam os efeitos contracionistas que um eventual ajuste fiscal poderia ter sobre a atividade econômica e o emprego no curto prazo, mas avaliava que os benefícios de médio e longo prazo superavam os custos de curto prazo. Além disso, este ajuste, quando bem-sucedido, abriria espaço para que o governo pudesse manejar a

política fiscal de maneira mais eficaz, ao permitir a adoção de medidas anticíclicas na eventualidade de choques recessivos no futuro.

Mas as abordagens procuravam ir além da mera identificação de *deficit* público e/ou *deficit* externo como origem dos desequilíbrios, destacando-se também as considerações de economia política e ponderando-se os incentivos e as restrições que determinavam o comportamento dos agentes econômicos e dos diferentes grupos sociais. Da discussão dos pactos sociais – ainda nos anos 1980 – à identificação da necessidade de um novo regime fiscal – que marcou a década de 1990 – e às discussões sobre as condições necessárias para a sustentação de longo ciclo de crescimento econômico – na década de 2000 –, as análises destacavam sempre o papel crítico das reformas estruturais, envolvendo aspectos institucionais que frequentemente levavam a grandes debates que abrangiam não apenas o conhecimento econômico teórico e o aplicado, mas também as considerações de ordem política.

6 PERIODIZAÇÃO E ESTRUTURA DO LIVRO

Os próximos capítulos obedecem a uma ordem cronológica: cada um cobre intervalos de tempo específicos no período 1987-2013. Os intervalos foram definidos, em parte, para fazer uma divisão equânime entre os diversos capítulos – cada um deles cobre um intervalo de cinco anos, exceto o primeiro, que envolve sete anos e meio – e, em parte, para envolver anos em que se observou certa linha de continuidade na economia, seja em termos de política econômica, seja de desempenho dos principais indicadores.

Os capítulos não obedecem a uma estrutura padrão, mas todos se iniciam com um resumo da situação econômica do período, inclusive com tabelas e/ou gráficos que ilustram a evolução dos principais indicadores econômicos ao longo dos anos. No restante, os capítulos discutem a situação econômica da época, apresentando a visão do grupo de conjuntura como personagem-narrador, ou, ainda, como cronista especializado que analisava a conjuntura em tempo real, registrando nos boletins e cartas de conjuntura suas impressões, análises e propostas. Para melhor caracterizar a visão do grupo, os capítulos são repletos de citações de trechos dos documentos elaborados pelo grupo.

O capítulo 2 cobre o período que vai do final de 1987, quando foi lançado o primeiro *Boletim Conjuntural*, até junho de 1994, às vésperas do Plano Real. Ao longo daqueles anos, o país passou por cinco planos de estabilização e flertou pelo menos duas vezes com uma hiperinflação. Não obstante o desenvolvimento de mecanismos de indexação e de política econômica que permitiam conviver com taxas de inflação muito elevadas, a desorganização da vida econômica e os efeitos negativos sobre os segmentos de baixa renda levaram à estagnação, à piora da desigualdade social e ao aumento da pobreza. Não por acaso, as análises do grupo de

conjuntura estiveram sempre focadas em entender as causas do processo inflacionário crônico e discutir as alternativas de política econômica capazes de superá-lo.

O capítulo 3 cobre o período que vai de julho de 1994 até 1998, cujos fios condutores são a implementação do Plano Real e os desafios enfrentados para sua consolidação. Destacam-se ali as dificuldades para instituir bases mais sólidas para a estabilidade, em especial no campo das finanças públicas, e o acúmulo de desequilíbrios importantes – como uma taxa de juros persistentemente muito elevada e o crescente *deficit* em transações correntes.

Em seguida, o capítulo 4, que analisa os anos de 1999 a 2003, é marcado pela discussão sobre os esforços de ajuste macroeconômico que se impuseram como reação às crises internacionais de 1997-1998 – e à flutuação forçada do câmbio no início de 1999. Na verdade, o país viveu uma sequência de choques de ordem externa e interna naquele período, nos quais estão incluídas a crise energética, em 2001, e as instabilidades que acompanharam o processo eleitoral de 2002, mas teve como saldo final a consolidação de um novo regime de política econômica.

O capítulo 5 registra uma fase bastante positiva da economia brasileira entre 2004 e 2008, marcada por aceleração do crescimento econômico, redução do desemprego, estabilidade da inflação e situação confortável na área fiscal e nas contas externas. Não por acaso, os debates se concentravam em como melhorar as condições para garantir a manutenção dessa situação por um período longo. Entretanto, mais uma vez, o crescimento foi prejudicado por uma crise internacional, a crise financeira de 2008-2009, que logo mostrou ser um evento de extrema gravidade, comparável apenas à Grande Depressão dos anos 1930.

Por último, o capítulo 6 analisa o período 2009-2013, marcado pelos esforços de política anticíclica empenhados em 2009-2010, os quais se mostraram bem-sucedidos em recolocar a economia em uma trajetória de crescimento, e por um conjunto de políticas adotadas nos anos seguintes com o intuito de preservar este crescimento, mas que não se mostraram capazes de recuperar o dinamismo econômico do período anterior. Além disso, observou-se o agravamento de alguns desequilíbrios macroeconômicos importantes, notadamente a inflação e o *deficit* externo.

Ao final do livro, apresentam-se, além do já citado anexo com notas técnicas selecionadas, dois outros apêndices: uma cronologia do período 1987-2013, com seus principais fatos econômicos – ou políticos, desde que com implicações sobre a economia; e séries históricas anuais referentes a um conjunto de 32 estatísticas econômicas selecionadas, apresentadas em tabelas e gráficos.

INFLAÇÃO CRÔNICA, ESTAGNAÇÃO E INSTABILIDADE: O DIFÍCIL CAMINHO ATÉ A ESTABILIZAÇÃO (1987-1994)

Paulo Mansur Levy¹

1 INTRODUÇÃO

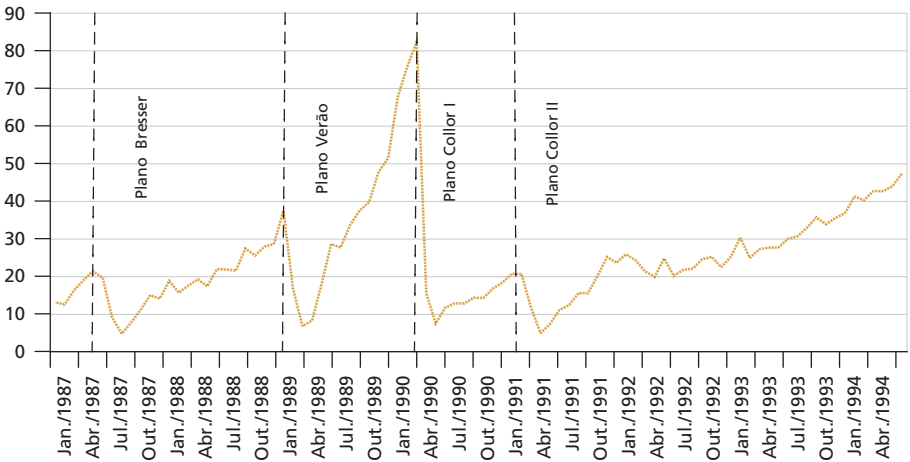
As análises de conjuntura do Ipea começaram a ser divulgadas para o público em 1987.² A economia brasileira atravessava naquele momento um período de elevada instabilidade, que culminaria em fevereiro de 1990 com uma taxa *mensal* de inflação de quase 90%. Os planos de combate à inflação sucederam-se nesse período sem lograr a eliminação do processo de alta acelerada dos preços. Ao contrário, a cada novo plano fracassado – foram quatro ao longo do período abordado neste capítulo –, a inflação ressurgia com força ainda maior³ e os desequilíbrios se aprofundavam, tornando mais complexa a tarefa da estabilização. Esse processo vinha acompanhado por acentuadas flutuações da atividade econômica e distorções no setor externo associadas à elevada dívida externa e ao impacto da volatilidade do câmbio sobre o comércio exterior. Naquele momento, vale lembrar que o Brasil encontrava-se em moratória e, portanto, excluído dos fluxos internacionais de capital. Como elemento complicador, o quadro político também se caracterizava por grande instabilidade, seja em função da elaboração de uma nova Constituição então em curso, seja pela perspectiva de retomada de eleições diretas, após um intervalo de quase trinta anos, em um contexto de elevada fragmentação partidária.

1. Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

2. As análises internas de conjuntura começaram por volta de 1980, mas tornaram-se públicas apenas a partir de 1987.

3. A exceção foi o Plano Collor, após o qual a inflação voltou a acelerar, porém sem retornar às taxas que vigoravam antes de sua implementação.

GRÁFICO 1
Taxa de inflação mensal do IPCA
(Em % ao mês)



Fonte: Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

TABELA 1
Indicadores macroeconômicos selecionados (1987-1994)

Indicadores	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	Média 1987-2004
PIB real (%)	3,5	-0,1	3,2	-4,3	1,0	-0,5	4,7	5,3	1,6
Inflação ao Consumidor (IPCA) (%)	363,4	980,2	1.972,9	1621,0	472,7	1119,1	2477,2	916,5	1.059,5
Índice Geral de Preços (IGP) (%)	415,8	1.037,6	1.782,9	1476,7	480,2	1157,8	2708,2	1093,9	1.098,7
Taxa de desocupação (PME) (%)	4,1	4,2	3,6	4,7	5,2	6,1	5,7	5,4	4,9
Taxa Selic real, deflator IPCA (% a.a.)	-2	7	21	-27	11	35	23	23	9,7
Resultado primário do setor público consolidado (% do PIB)	-1,0	0,9	-1,0	4,7	2,7	1,6	2,2	5,2	1,9
Resultado operacional do setor público consolidado (% do PIB)	-5,6	-4,9	-7,1	1,3	-0,2	-1,7	-0,8	1,6	-2,2
Balança comercial (% do PIB)	4,0	6,3	3,9	2,3	2,6	3,9	3,1	1,9	3,5
Conta corrente (% do PIB)	-0,5	1,4	0,2	-0,8	-0,3	1,6	-0,2	-0,3	0,1
Taxa de câmbio efetiva real – deflação INPC (%)	-5,0	-1,9	-22,5	-14,8	19,6	13,0	-4,0	-5,6	-3,5

Fonte: tabela do apêndice 2.

Nesse contexto, não surpreende que a quase totalidade das análises nesse período, tanto nos panoramas conjunturais dos boletins trimestrais quanto nos editoriais das cartas mensais, tivessem por tema central questões ligadas à estabilização da inflação. A experiência fracassada do Plano Cruzado havia deixado marcas profundas na análise das causas do processo inflacionário crônico que há cerca de uma década representava o principal problema macroeconômico do país, juntamente com a elevada dívida externa.

A literatura econômica da época, assim como a experiência de planos de estabilização da inflação em outros países, enfatizava, num primeiro momento, o aspecto inercial desses processos – em razão tanto de mecanismos de indexação quanto da existência de conflitos distributivos. Gradualmente, contudo, passou-se a apontar para os desequilíbrios fiscais, incluindo os reflexos derivados da elevada dívida externa, como elemento central do processo inflacionário. Esses desequilíbrios seriam potencializados pelo papel crescente que as expectativas passavam a desempenhar, inclusive gerando comportamentos defensivos que antecipavam a implantação de novos programas heterodoxos, criando assim um círculo vicioso de profecias autorrealizáveis.

Do ponto de vista das políticas de estabilização, estratégias de coordenação entre os diversos segmentos da sociedade – os chamados pactos sociais – também começavam a ganhar relevância como parte do esforço para minimizar o efeito recessivo dos planos de combate à inflação. As análises nesse sentido introduziam conceitos inovadores para a época, no que se refere a sua aplicação ao problema inflacionário, associados à literatura de *public choice*, aos problemas de ação coletiva e à dificuldade de superá-los.

À medida que os planos fracassavam, o grau de dramaticidade que transparece das análises também aumentava, refletindo os impasses com que se defrontava o país ao longo do período e que pareciam apontar inexoravelmente para uma hiperinflação. Crescia também a percepção de que a estabilização econômica requeria mudanças estruturais no modelo de desenvolvimento seguido pelo Brasil até o início dos anos 1980. De fato, o agravamento da inflação era acompanhado pela estagnação econômica, configurando o que viria a ser conhecido como a “década perdida” – período em que a renda *per capita* declinou à taxa média de 0,5% ao ano (a.a.). Na década de 1990, as análises de conjuntura passam então a destacar a importância das reformas estruturais, inclusive como decorrência das determinações introduzidas pela Constituição de 1988 (CF/1988) no plano fiscal. A avaliação crítica da experiência de crescimento econômico brasileiro no período pós-guerra também embasava as recomendações por maior abertura comercial, desregulamentação da economia e privatização de empresas estatais.

Fruto do contexto e do momento em que eram realizadas as análises do grupo de conjuntura, em muitos casos, foram pioneiras ao apontarem, por exemplo, para os determinantes e as restrições de caráter político das políticas econômicas implementadas. Foram também pioneiras ao se basearem em modelos macroeconômicos estruturais para realizar projeções e quantificar os efeitos de políticas, além de incluírem, a partir de abril de 1993, cenários prospectivos de curto e médio prazos construídos a partir de projeções condicionais feitas com base em um modelo do tipo autorregressivo vetorial (VAR). Por fim, destaca-se o esforço de geração de indicadores de alta frequência por parte do grupo de conjuntura

nesse período, e que incluem as metodologias que iriam embasar a construção do produto interno bruto (PIB) e da formação bruta de capital fixo trimestrais, índices de preço e *quantum* de exportações e importações e indicadores de curto prazo para a atividade econômica, como o indicador Ipea da produção industrial.

2 PLANO BRESSER E A NATUREZA DA ESTABILIZAÇÃO DA INFLAÇÃO (1987-1988)

O início das análises públicas de conjuntura por meio de boletins e cartas de conjuntura se dá em novembro de 1987, em meio ao Plano Bresser, lançado em junho do mesmo ano. No *Panorama Conjuntural do Boletim nº 1*, destaca-se logo no primeiro parágrafo que “[A] evolução das principais variáveis macroeconômicas nos últimos dois meses e as previsões em torno de sua provável trajetória para o futuro imediato apontam para o relativo insucesso da política econômica implementada a partir de junho de 1987.” A análise que se segue reconhece o contexto de extrema gravidade em que o Plano Bresser havia sido implantado e a natureza emergencial das políticas adotadas diante da perspectiva de se caminhar para uma hiperinflação, o que levou à adoção de um congelamento de preços. A análise destaca ainda, entre os objetivos do plano, a redução do *deficit* público e a recomposição dos saldos da balança comercial – neste caso, visando ao fortalecimento da posição do país na retomada das negociações com os credores internacionais, visto que estava em vigor, naquele momento, uma moratória de pagamentos relacionados ao serviço da dívida externa. Em relação ao primeiro objetivo, o plano envolveu uma correção prévia de preços e tarifas públicas e um programa de contenção do gasto público que implicava redução de subsídios, especialmente na área agrícola. Em relação ao segundo, promoveu-se uma desvalorização cambial antes do congelamento de preços e salários, previsto para durar um período relativamente curto.

Ainda sob o efeito do intenso debate sobre as políticas de combate à inflação na década de 1980 e, especificamente, sobre a inevitabilidade ou não de um período de contração da atividade econômica para reduzir a inflação, o texto ressalta que “a evolução da atividade econômica e, eventualmente, do emprego não fazia parte das preocupações imediatas da equipe econômica governamental. A desaceleração do crescimento da atividade industrial era considerada como inevitável e, em última instância, propícia à política de desinflação.” Essa postura reflete o reconhecimento de que experiências como a do Plano Cruzado, em que o congelamento de preços e salários foi acompanhado por um *boom* de demanda seguido por desabastecimento generalizado e pressões renovadas sobre os preços, deveriam ser complementadas pela implementação de políticas restritivas de demanda.

A análise reconhece que “[o programa] pressupunha a efetiva capacidade do governo no sentido de sancionar perdas de renda real via queda do salário real e mudanças de preços relativos, *num contexto de fragilidade política e de expectativas*

exacerbadas a partir da frustração do Plano Cruzado” (grifo nosso). No entanto, a inflação declinou apenas ligeiramente e, no momento em que o boletim era escrito, ela se encontrava novamente acima de 10% ao mês. O *deficit* público, por seu turno, mantinha-se elevado e a atividade econômica e o emprego “precariamente estabilizados”, havendo a perspectiva de que uma “nova rodada de ajustes na produção, seguida de demissões” estaria por acontecer nos meses seguintes. Diante desse quadro, “uma nova fase de estabilização se afigura como inevitável, e ela deverá ser implementada num contexto estagnacionista, se não recessivo.”

O texto conclui apontando para as condições que garantiriam melhor sorte a um novo plano em relação aos anteriores.

Nesse sentido, o principal pré-requisito parece ser a capacidade política do governo de negociar e arbitrar perdas entre os diferentes agentes econômicos que sejam visualizadas como justas e necessárias pela grande maioria da sociedade brasileira. Regras de indexação e trajetórias de evolução de preços e salários devem ser acordadas em bases consensuais.

Sugere-se, por fim, uma política negociada de rendas, combinada a elementos das duas experiências heterodoxas anteriores – isto é, os Planos Cruzado e Bresser – como forma de evitar “um doloroso processo de ajustamento via hiperinflação, recessão, ou ambos”. A ideia vinha da constatação de que os países que haviam logrado estabilizar processos inflacionários crônicos a um custo relativamente baixo em termos de queda da produção e do emprego haviam sido aqueles que apresentavam instituições capazes de levar adiante esse tipo de arranjo. A experiência também sugeria, conforme o boletim, “que para a redução do *deficit* público, o aumento da arrecadação resultante da queda da inflação e do crescimento econômico é tão significativo quanto a contenção – absolutamente necessária – das despesas.” Da mesma forma, uma redução significativa das transferências para o exterior seria também condição *sine qua non* para a estabilização.

O *Panorama Conjuntural do BC nº 2* começa pela revisão do ano de 1987, destacando o *megassuperavit* na balança comercial, a taxa de crescimento modesta, o nível de desemprego relativamente baixo, o salário real em níveis de 1985, o *deficit* público elevado e a inflação recorde. Mais importante, a análise destaca que o grau de pessimismo encontrava-se mais elevado que em períodos mais nefastos, como a recessão de 1981-1983. Afora a reversão da trajetória de crescimento, que vinha relativamente elevado desde 1984 e teve seu pico no Plano Cruzado, a análise atribui esse elevado grau de pessimismo ao fato de que “a sociedade brasileira conscientizou-se dos entraves para a continuidade do crescimento às taxas históricas, bem como da existência de custos de oportunidade e *trade off* entre objetivos de política econômica”. Esses *trade off* se expressariam nos três grandes desequilíbrios que haviam marcado o ano de 1987: o do setor externo, o do setor público e o inflacionário.

No caso do setor externo, a volta de elevados *superavit* na balança comercial não significaria o relaxamento da restrição externa, como em 1983, dada a situação de moratória técnica que o país vivia.⁴

A convivência, por um longo período, com restrições de divisas, mesmo admitindo-se a obtenção de significativos *superavit* comerciais, é tida como inexorável à economia brasileira (...). Parece claro que a preservação de nossa capacidade de crescimento a taxas históricas só poderá resultar de uma combinação de negociações longas e difíceis, marcadas eventualmente por situações de pré-confronto, em um permanente esforço para garantir um desempenho satisfatório de nosso setor externo. A conclusão é dura, porém verdadeira.

No que se refere ao *deficit* público,

existe atualmente consciência na sociedade de que o *deficit* público está associado à inflação, à ineficiência e ao desperdício. Existe, contudo, uma percepção cada vez mais nítida de que o *deficit* é da sociedade, na medida em que privilegia e beneficia setores com ampla capacidade de articulação e pressão. Sua redução, portanto, passa necessariamente por embates políticos, que exigem maturidade, firmeza e capacidade de negociação.

Essa observação é crucial na medida em que reflete uma postura em nítido confronto com a visão prevalecente à época de que a resolução dos graves problemas econômicos se resumiria à elaboração de um plano tecnicamente bem feito. Essa dimensão política nas análises do grupo de conjuntura ganharia corpo nos anos seguintes.

Por fim, o segundo fracasso de uma tentativa heterodoxa de combate à inflação colocava claramente a perspectiva de se caminhar para uma hiperinflação. A análise constatava então que “ao somar crescentes pré-requisitos ao sucesso de uma nova tentativa heterodoxa (...) implicitamente se está afirmando que o sonho da inflação zero não resulta de um processo indolor. Definitivamente, a sociedade percebeu que o combate à inflação não se faz sem custos.” Essa perspectiva articula-se com a mencionada ao final do parágrafo anterior para compor um quadro que reflete claramente as escolhas com as quais se defrontava a sociedade brasileira naquele momento.

Diante desses *trade offs*, o texto se pergunta qual deveria ser a postura da política econômica, antecipando que “administrar um quadro de estagnação econômica, com elevadas taxas de inflação, não pode se constituir em objetivo de política econômica de médio prazo. O risco de que a inflação se descontrole levando a um processo hiperinflacionário, danoso à economia e desagregador da sociedade, é muito grande para ser desconsiderado.” O Panorama alerta que uma

4. O Brasil decretara a moratória da dívida externa em fevereiro de 1987. Em dezembro do mesmo ano, como forma de retomar as negociações com os bancos credores e impedir que estes tivessem que dar baixa dos empréstimos em seus balanços, retomou o pagamento dos juros a partir de novos empréstimos. Esses pagamentos voltariam a ser suspensos em julho de 1989.

nova tentativa heterodoxa sem algum acordo político que lhe desse sustentação teria provavelmente vida curta e sequelas ainda maiores que as deixadas pelas tentativas anteriores.

A análise conclui com a comparação da situação brasileira naquele momento com a de outros países em que

a transição do autoritarismo para regimes democráticos caracterizou-se por certa deterioração da ordem econômica, com reflexos sobre o crescimento e as taxas de inflação. Em quase todos estes países a saída passou por um acerto político onde os diversos segmentos da sociedade acordaram acerca de suas responsabilidades e direitos, através da barganha política e da aceitação ampla das consequências destas negociações (...). O Brasil não se tornou um país inviável e ingovernável. Apenas mais transparente em suas contradições e problemas. Eventualmente, maduro o suficiente para reconhecer que somente através do compromisso político que envolva os principais segmentos da sociedade estas contradições podem ser superadas, dentre elas o equacionamento das contas públicas e da dívida externa, o exorcismo da hiperinflação e o retorno a uma trajetória de crescimento de longo prazo.

Vale notar, nesse ponto, alguns posicionamentos da análise da conjuntura do Boletim que tendem a repetir-se posteriormente: a ênfase na questão do *deficit* público, a visão do processo inflacionário como fruto do conflito distributivo – e sua implicação, a necessidade de negociações visando sua superação – e a necessidade de equacionar a questão externa para superar a ameaça da hiperinflação. Sobretudo, as análises do GAC enfatizam as escolhas, seus custos e benefícios, contrapondo-se à visão de uma estabilização indolor.

Na *Carta de Conjuntura nº 1, de junho de 1988*, o editorial da nova publicação – que passaria a ser divulgada nos meses em que não circulasse o boletim trimestral – discutia as chances que teria uma estratégia gradualista de combate à inflação, ou mesmo a possibilidade de se lograr uma estabilização da inflação em patamares elevados. Após a derrocada do Plano Bresser, a inflação parecia haver se estabilizado em torno de 18% ao mês, mas a economia estava estagnada. A resposta negativa quanto à perspectiva de sucesso de uma estratégia gradualista apoiava-se na observação de que um sistema de indexação tão generalizado como o que prevalecia na economia brasileira tenderia a gerar custos insustentáveis em termos da redução da atividade econômica. Em relação à segunda possibilidade, o ceticismo decorria do argumento de que uma taxa de inflação de equilíbrio dependeria do nível da atividade econômica: “apenas a persistência de um ambiente recessivo e sua agudização impossibilitam a elevação da inflação”. A análise apontava que “a atual estagnação mantém o ritmo inflacionário quase que por inércia (...) de modo semelhante ao ocorrido no início dos anos 1980, quando a inflação esteve estabilizada em torno de 10% mensais, e a queda no ritmo de atividade manteve as taxas apesar das profundas alterações de preços relativos”. Trata-se, portanto,

de um claro contraponto à ideia de que seria possível estabilizar a inflação em patamares elevados, ou, alternativamente, do reconhecimento de que a inflação trazia embutidos mecanismos endógenos de aceleração, e que sua estabilização envolveria uma ampliação contínua do hiato do produto.

A estabilidade da inflação seria, portanto, muito frágil, um equilíbrio instável e facilmente perturbável por um aquecimento de demanda – por exemplo, em função de uma bolha de consumo – que a levaria para patamares cada vez mais altos. O enfretamento decisivo da inflação envolveria “a solução de um intrincado e complexo problema de distribuição de custos que a sociedade brasileira, nas suas mais diferentes formas de expressão, ainda não demonstrou percepção e maturidade suficientes para administrar”. A perspectiva de conviver com “taxas de inflação de equilíbrio” cada vez maiores implicaria o risco de não haver convergência, “e que a economia encontre na hiperinflação a solução definitiva para a questão da estabilização inflacionária. Esta constitui-se, reconhecidamente, na mais dolorosa das alternativas.”

A percepção de que a trajetória da economia poderia levar a uma hiperinflação é tratada na *Carta de Conjuntura nº 2, de agosto de 1988*, diante da forte aceleração da inflação observada nos meses anteriores. O enfoque da análise eram os mecanismos endógenos de aceleração da inflação – os mesmos que tornavam inverossímil a ideia de uma inflação de equilíbrio, uma vez atingidos os elevados patamares registrados na época: “uma vez que não se pode esperar uma queda rápida e significativa da inflação e que, pelo contrário, sua tendência ao crescimento é cada vez mais clara, os agentes econômicos procuram, além de defender-se das possíveis perdas, antecipar-se às medidas que – acreditam – terão que ser tomadas mais cedo ou mais tarde, mesmo desconhecendo seu conteúdo”. Haveria uma “fuga” para ativos reais – refletida no aquecimento observado nos mercados de imóveis, automóveis, ações, ouro, moeda estrangeira etc. – e que ocorria a despeito de o Banco Central ter passado a fixar diariamente a taxa do *overnight* em nível compatível com um ganho real próximo a 1% ao mês. Pelo lado das firmas, haveria uma tendência a evitar a concentração de portfólios em ativos financeiros com garantia do governo, mas isso não resultava em estímulo ao investimento devido à incerteza quanto aos retornos esperados, visto que a função “sinalização” do sistema de preços ficaria seriamente comprometida num ambiente de inflação elevada.

Nesse quadro de inflação elevada e com tendência altista, a redução do *deficit* público, ainda que persistente, mostrava-se incapaz de reverter as expectativas. As alternativas para evitar a escalada inflacionária seriam promover no curto prazo um choque fiscal puramente ortodoxo e deslanchar mais uma tentativa de desindexação que, juntamente com o aperto fiscal, poderia amenizar as consequências recessivas de um ajuste ortodoxo. O risco, contudo, é que mais um insucesso poderia levar a uma explosão inflacionária.

A ênfase na questão fiscal aparece claramente no *Panorama do Boletim Conjuntural nº 5, de outubro de 1988*. A aceleração da inflação, segundo a análise, refletiria “a percepção cada vez mais nítida de que a economia brasileira está sujeita a uma taxação pendente em decorrência do desequilíbrio financeiro do setor público”. Ao mesmo tempo, e a despeito da complexidade da situação naquele momento, existiria “um amplo consenso em torno dos ingredientes necessários a um aprofundamento do esforço anti-inflacionário. Eles se resumem, basicamente, na efetivação de um corte drástico do *deficit* fiscal, na execução de uma política monetária apertada, bem como na implementação de uma política de rendas com eixo numa desindexação negociada da economia.”

A política econômica na segunda metade de 1988 tinha como objetivo prioritário o ajuste fiscal de modo a reduzir o *deficit* operacional dos 5,6% do PIB registrados no ano anterior para 4% naquele ano e 2% em 1989. No entanto, mesmo ambiciosa, a meta era percebida como insuficiente “tendo em vista as restrições cada vez mais severas para o financiamento do desequilíbrio do setor público”. Entre os instrumentos destacados para promover um *choque fiscal* estavam os seguintes.

- 1) Uma drástica redução das transferências e subsídios, na medida em que “a maior transparência nas contas públicas e o conhecimento cada vez mais preciso da magnitude da renúncia fiscal só tem tornado essa necessidade mais visível e, portanto, mais exequível”.
- 2) *Otenização*⁵ dos impostos para reverter a erosão da receita tributária devido à aceleração da inflação – mesmo que isso fosse de encontro ao objetivo de promover uma desindexação generalizada. Nesse sentido, a análise destaca que o ganho fiscal esperado de uma queda súbita da inflação (o chamado *efeito-Tanzi*), com base em experiências recentes bem-sucedidas, poderia chegar a 1,5% do PIB.

Do ponto de vista da implementação de uma política de austeridade monetária compatível com a estabilização da moeda, o controle do *deficit* público permitiria fugir do regime de dominância fiscal “que tem condicionado a execução da política monetária desde que se reduziram drasticamente os fluxos de recursos externos.” Para isso seria necessário equacionar três fatores com impacto expansionista sobre a oferta monetária: *i)* o elevado *superavit* comercial, que deveria ser reduzido; *ii)* as operações de conversão de dívida externa; e *iii)* o reempréstimo, internamente, dos recursos externos renegociados com os bancos.

5. Termo utilizado para caracterizar a indexação de valores à variação da Obrigação do Tesouro Nacional (OTN), título emitido pelo governo com variação diária de acordo com a inflação.

As condições políticas para a implementação de uma política de contração fiscal e austeridade monetária, contudo, não se mostravam favoráveis. Como observado, a economia no segundo semestre de 1988 passava por um momento, “de certo modo surpreendente, de recuperação da atividade industrial, baixas taxas de desemprego, condições externas favoráveis, boas safras e salários reais precariamente estáveis – ainda que com gravíssimas assimetrias”. Isso tornava as implicações de uma política de austeridade ainda mais dramáticas.

Se o *deficit* público é da sociedade, nada mais óbvio que sua redução deverá também impactá-la. A percepção enganosa de que existe um sacrifício a ser empreendido apenas pelo governo e que requererá, no máximo, uma contrapartida de cooperação de parte dos restantes agentes econômicos deve ser desfeita. O sacrifício é todo ele da sociedade. A redução do *deficit* público, o aumento da carga tributária líquida e as restrições creditícias deverão afetar o desempenho da atividade econômica, e isso diz respeito à sociedade em seu conjunto. Trata-se portanto de minimizar as perdas, tornar sua distribuição a mais justa possível e encurtar seu prazo de incidência.

Esse, segundo a análise, deveria ser o objetivo principal de uma política negociada de rendas cujo núcleo central se apoia na desindexação.

A discussão do *timing* e do alcance dessas políticas – desindexação abrupta ou gradual, parcial ou generalizada – tinha de levar em conta “as dificuldades para implementação de uma solução negociada num contexto de baixa credibilidade, incerteza política, reduzida representatividade e graves assimetrias.” Nesse contexto, o natural seria uma política gradualista, mesmo que o preferível fosse “a administração negociada de uma política de rendas após a promoção de uma desindexação – ou, então, sua contrapartida elegante, a *superindexação* – em tempo reduzido” (grifo nosso). Essa solução, contudo, pressupunha um grau de credibilidade aparentemente inexistente naquele momento. Dada a forte deterioração do ambiente econômico e a aceleração das taxas mensais de inflação, a análise conclui que “não é improvável que, por pressões endógenas ou fatores emergenciais, o choque fiscal preceda qualquer solução negociada, mesmo reconhecendo as restrições introduzidas pelo novo arcabouço institucional.” A última afirmação remete à nova Constituição, que acabara de ser promulgada e trazia em seu bojo um forte componente de aumento dos gastos públicos.

A análise dos boletins e das cartas de conjuntura, portanto, antecipa alguns dos elementos que viriam caracterizar tentativas futuras de estabilização. A referência ao choque fiscal remete ao Plano Verão, que seria implantado poucos meses depois, exatamente por conta das pressões emergenciais destacadas no texto. Ao destacar a importância do *deficit* público como fator determinante das elevadas taxas de inflação do período, a análise aponta também para mecanismos endógenos de realimentação da inflação que vão mais além da simples indexação, refletindo posturas defensivas dos agentes econômicos frente à inexorabilidade de um aumento da tributação no futuro.

Essa tributação viria, mais tarde, sob a forma de uma taxação de ativos no Plano Collor. Ao sugerir a possibilidade da superindexação, por fim, a análise indica o caminho que viria a ser seguido pelo Plano Real.

Embora os temas das análises das cartas e dos boletins de conjuntura fossem determinados pela situação específica do momento em que eram escritas, nota-se uma clara continuidade entre eles. É o caso da *Carta de Conjuntura nº 4, de novembro de 1988*, que, sob o título *O pacto e o ajuste*, vai analisar um dos aspectos discutidos em números anteriores: o esforço então em curso para se obter um acordo entre empresários, trabalhadores e o governo – um pacto social – visando introduzir uma trajetória de declínio gradual da inflação. Sem negar a necessidade de políticas fiscal e monetária restritivas, a análise mostra os aspectos positivos e os limites de um pacto social enquanto instrumento de estabilização dos preços. Essa estratégia envolveria a prefixação da correção de preços e salários enquanto se ganhava tempo para a definição e implementação de medidas nas áreas fiscal e monetária. Porém,

os desencontros que inviabilizaram a negociação logo em seu início retratam as dificuldades existentes na operacionalização de medidas gradualistas. A resistência inicial de empresários que atuam na ponta varejista em aceitarem as metas prefixadas mostra que a coordenação de produtores, fornecedores, assalariados e governo é tarefa árdua, principalmente em virtude do elevado patamar inflacionário e da trajetória aceleracionista precedente.

A estabilização não podia prescindir das políticas fiscal e monetária contracionistas. A crítica do editorial da carta era exatamente a tentativa de se vender a ideia de que as negociações em torno do pacto poderiam evitar o recurso a políticas ortodoxas para vencer a inflação. O argumento desenvolvido na análise é de que o impacto inicial do ajuste fiscal é necessariamente recessivo ao reduzir a demanda agregada, enquanto à política monetária caberia o papel de desestimular a formação de estoques e conter eventuais excessos de demanda.

[O] papel da política de rendas é, precisamente, distribuir o ônus desse ajuste e reduzir sua incidência no tempo, tornando o processo menos penoso e mais justo (...) ao enfatizar a necessidade de amenizar o ajuste fiscal e monetário, corre-se o risco de reduzir a proposta do Pacto Social a um simples monitoramento de um programa de desindexação, sem chance de sucesso. [A] adoção de medidas fiscais e monetárias é inadiável, a despeito de seu impacto recessivo no curto prazo. Algumas dessas medidas só eliminam privilégios. Outras implicam custos, que devem ser rateados, ou a escolha de alternativas envolvendo conflitos entre o curto e o longo prazo. A política de rendas é um instrumento adequado para reduzir esses custos e torná-los mais equânimes. [É] possível que a sociedade brasileira tenha começado a perceber a existência dos conflitos envolvidos nas decisões de política econômica.

3 1989: PLANO VERÃO E O RISCO DA HIPERINFLAÇÃO

A tentativa de se obter um acordo entre empresários, trabalhadores e governo no sentido de promover uma redução gradual da inflação acabou fracassando, e a inflação no final de 1988 acelerou, aproximando-se de 30% ao mês, ensejando uma nova tentativa de estabilização em moldes semelhantes às anteriores. A *Carta de Conjuntura nº 6, de janeiro de 1989*, analisa as perspectivas do Plano Verão, que acabara de ser implementado, elogiando sua formulação e alertando para os riscos de implementação. O plano

incorpora grande parte do receituário normalmente recomendado para se evitar a hiperinflação: forte contenção da demanda agregada, desindexação dos contratos, instituição de mecanismos de coordenação (congelamento e/ou pacto) e adoção de âncoras nominais (crédito e/ou taxa de câmbio) para sinalização de expectativas e balizamento de metas.

As dificuldades que o plano enfrentaria decorreriam das pressões de custos associadas, entre outras, à elevação de preços e tarifas públicas e à desvalorização cambial; elevação de custos financeiros e desalinhamento precedente de alguns preços relativos devido às remarcações preventivas. Diante dessas pressões, “a implantação do congelamento requer, portanto, uma combinação de flexibilidade e firmeza em dosagens que dificilmente podem ser estabelecidas *a priori*.” Outro fator complicador eram os efeitos redistributivos derivados da interrupção da escalada inflacionária – por exemplo, o fato de que atividades rentáveis em contexto de alta inflação tornam-se inviáveis, com impactos negativos localizados sobre o emprego. Em outra dimensão, a não neutralidade do choque estabilizador induziria também a expansão do consumo, mesmo na ausência de concessões salariais no início do plano – como havia ocorrido no Plano Cruzado. Daí a importância da adoção de políticas restritivas da demanda agregada: “a ocorrência de um período de baixo crescimento, ou, inclusive, de recessão, é portanto provável: sua duração dependerá do sucesso dos mecanismos de coordenação, bem como da intensidade das políticas de controle da demanda agregada.” Nesse sentido, embora não fosse possível dosar *a priori* os instrumentos fiscal e monetário, o viés deveria ser no sentido de maior austeridade. A carta argumenta também que “*deficit* públicos superiores a 2% do PIB são certamente elevados”.⁶

A avaliação das perspectivas do Plano Verão é feita ainda, de forma pioneira, com a utilização de um modelo macroeconômico que viria a ser a base para as projeções que o grupo de conjuntura começaria a fazer mais adiante. O objetivo era analisar o comportamento do crescimento no contexto da estabilização. Os resultados da simulação indicavam que o PIB cresceria 1% em 1989, com queda da indústria compensada por expansão da produção agrícola.

6. Embora não explicitada, essa medida de *deficit* provavelmente se refere ao conceito operacional.

O saldo da balança comercial cairia abaixo de US\$ 15 bilhões e o saldo em conta corrente seria negativo em US\$ 1 bilhão, indicando a necessidade de novos empréstimos externos para evitar perdas adicionais de reservas. Não obstante o baixo crescimento do PIB, o cenário era visto como “bastante favorável”, principalmente diante da trajetória da produção industrial que mesmo antes do programa de estabilização indicava queda em 1989. A análise concluía com a ressalva de que o cenário pressupunha um rígido controle da demanda agregada e uma coordenação bem-sucedida dos reajustes de preços e rendas dos diversos agentes econômicos. No *Boletim de março de 1989*, voltava-se à análise do Plano Verão, decorridos dois meses de sua implantação, porém agora com uma perspectiva menos otimista. Avaliava-se então que o plano enfrentava dificuldades que comprometiam o objetivo principal de promover uma redução drástica e duradoura da inflação na medida em que as bases sobre as quais se assentava eram, de fato, precárias e o potencial inflacionário extremamente preocupante. Taxas de juros no *overnight* de 20% ao mês, implicando taxas reais de 13% ao mês, “nível elevadíssimo segundo qualquer padrão histórico, embora comuns em episódios de queda abrupta da inflação”, podem ser racionalizadas segundo duas ordens de motivações, com implicações opostas: ausência de credibilidade ou produto de uma política monetária extremamente restritiva.

Na avaliação do boletim, o principal fator naquele momento era a falta de credibilidade, em parte associada ao efeito da política monetária restritiva sobre os encargos da dívida pública, que tendia a erodir, ao invés de aumentar, a confiança no plano de estabilização. Esse argumento claramente antecipa discussões posteriores que viriam a acontecer sob o conceito de dominância fiscal para apontar os limites de uma política monetária excessivamente restritiva diante de uma política fiscal relativamente frouxa. Nessa ótica, afirma o boletim, “a ameaça da hiperinflação continua presente, com a agravante de que a substituição dos mecanismos de indexação por uma taxa de juros muito elevada, além de mais onerosa, tem fôlego curto.”

Apontava-se então para a necessidade de se promoverem medidas efetivas e transparentes na área fiscal das quais dependeriam o resgate da credibilidade do plano e a possibilidade de uma coordenação bem-sucedida das políticas monetária, cambial e de rendas. “[U]ma política fiscal de fato austera aliviaria o peso carregado nesse momento exclusivamente pela política monetária.” Diante da elevada inflação de março, contudo, era necessário acelerar a execução de medidas anunciadas pelo governo, como “a adoção de uma regra salarial, a fixação de pautas para a saída do congelamento e a eventual reindexação da economia.” A necessidade desse ajuste decorria do fato de que o plano havia subestimado seriamente a inflação inicial de janeiro – chamada no texto de “inflação preventiva” e associada ao comportamento que antecipava os choques de congelamento – de modo que o efeito dos reajustes da taxa de câmbio e

dos preços públicos pré-Plano, e seu posterior congelamento com o objetivo de estabelecer uma âncora nominal e recompor as finanças públicas, ficou parcialmente frustrado. As taxas de inflação em fevereiro e março tendiam a agravar o desajuste inicial, reduzindo a capacidade desses dois preços-chave de ancorarem o descongelamento.

A análise do papel da taxa de juros no Plano Verão foi o tema da *Carta de Conjuntura nº 8, de abril de 1989*. A necessidade de juros elevados decorreria da tendência de fuga para ativos financeiros e reais, assim como para desestimular o consumo e a formação de estoques. No entanto, “decorridos três meses nos quais a taxa de juros real acumulada atingiu níveis inéditos na história do país, o cenário com o qual se defrontam as autoridades econômicas é, infelizmente, bastante adverso.” A análise prossegue então para mostrar que, *por si sós*, os juros altos não impedem a demanda por ativos financeiros especulativos ou o aumento do consumo, necessitando de uma política fiscal consistente para atingirem estes objetivos. Especificamente, embora os *deficit* do Tesouro naquele momento fossem pequenos, “a perspectiva para o ano como um todo era de que seria atingido um *deficit* operacional elevado, incompatível com a permanência da inflação num nível baixo.”

Essa percepção estimularia a demanda por ativos financeiros ditos especulativos – isto é, que não títulos públicos indexados por índices de preços. A aceleração da inflação implicava erosão do valor real dos títulos devido à defasagem existente entre o momento que a inflação ocorre e aquele em que ela é captada pelos índices de preços. Mostra-se que a perda patrimonial acumulada por Letras do Banco Central (LBCs)/Letras Financeiras do Tesouro (LFTs) entre julho de 1987 e janeiro de 1989 havia sido de 20% em termos reais. Especificamente em relação ao momento da análise, argumenta-se que, com a aceleração da inflação, a taxa de juros real em maio – quando deflacionada pelo Índice de Preços ao Consumidor (IPC) de junho de modo a captar a inflação efetiva entre o início e o final de maio – seria negativa, embora ainda pudesse se mostrar positiva quando deflacionada pelo IPC do próprio mês.⁷ Vale notar que se observava uma ampliação do ágio no mercado paralelo do dólar como consequência da redução da taxa de juros, movimento que poderia afetar o saldo da balança comercial pelo subfaturamento/adiamento de exportações e superfaturamento/antecipação de importações.

7. O IPC utilizado para indexar os títulos públicos era calculado pela variação média dos preços do dia 15 do mês ($t - 1$) ao dia 15 do mês t , relativamente aos trinta dias anteriores – como é feito hoje no IPCA-15. Divulgado ao final do mês, servia de base para a correção dos preços do mês ($t + 1$). Assim, a correção dos títulos públicos ao longo de junho na realidade refletia a inflação ponta a ponta de abril.

A conclusão dessa análise é de que

a ameaça de hiperinflação continua presente, associada à existência de um estoque financeiro interno – representado pela soma dos depósitos de cadernetas de poupança e do *over* – da ordem de NCz\$ 100 bilhões, que pode procurar refúgio em outros mercados a qualquer momento. O grande desafio que continua colocado para as atuais autoridades, bem como para as que assumirem em 1990, é o de como fazer para conseguir que os detentores desses ativos mantenham-se nas respectivas posições. A receita recomendável é aplicar uma política fiscal mais severa do que a que vem sendo seguida, cujo impacto dificilmente deixaria de ser doloroso em termos do comportamento do produto e do emprego. Entretanto, dados o reaparecimento das acelerações inflacionárias, o agravamento do perigo de uma hiperinflação e o insucesso de terapias intermediárias, *parece chegado o momento de avaliar a conveniência da adoção de uma terapia mais radical*, sob pena de que os males decorrentes da sua não adoção sejam maiores do que os custos que se pretende evitar (grifo nosso).

Essa análise do processo inflacionário em termos de um excesso de liquidez (um estoque), bem como a menção a “terapias mais radicais” parece um claro prenúncio do Plano Collor, que viria a ser adotado um ano depois.

A reaceleração da inflação intensificou-se a partir de abril, e, em junho, ela se aproximava dos 30% *mensais*. Caracterizava-se assim, segundo a *Carta de Conjuntura nº 9, de maio de 1989*, aquele

crucial momento de retornar aos tradicionais mecanismos de convívio com o ritmo crescente de preços, vale dizer, redefinir as regras de indexação da economia no que diz respeito aos seus principais preços. Isto porque, embora a quebra da memória inflacionária deva se constituir em um dos requisitos fundamentais ao sucesso de um plano de estabilização para economias como a nossa, o recente programa não obteve seu intuito no que se refere aos outros requisitos, e a inflação retornou a níveis por demais elevados para prescindirmos de um sistema formal de indexação.

O retorno à economia indexada, contudo, apresentaria diferenças em relação ao esquema vigente antes do Plano Verão. Em especial, era mais flexível, no sentido de permitir a existência de indexadores diferenciados. Havia dúvidas, contudo, quanto à capacidade de o novo sistema de indexação assegurar a “travessia do inverno”, isto é, do calendário político-eleitoral programado para o final daquele ano. Em particular, a nova sistemática encurtava sobremaneira os prazos de indexação, “o que significa que a economia encontra-se agora com um coeficiente de realimentação maior que o observado antes do Plano Verão.” Isso, por sua vez, tornaria mais rígida a estrutura de preços relativos, contrabalançando o efeito flexibilizador dos indexadores múltiplos, o que introduzia uma tendência à aceleração inflacionária mais intensa que a anteriormente verificada. Além disso, o encurtamento dos prazos de indexação tornava a economia extremamente sensível a qualquer choque exógeno, fosse de oferta ou de demanda.

A estratégia ideal para a transição até o novo governo passava por um alongamento do perfil da indexação simultaneamente a uma política adequada de controle da demanda agregada. Na sua impossibilidade, a solução alternativa implicaria retornar ao “feijão com arroz”⁸ do passado, esticando ao máximo os instrumentos de controle fiscal e monetário disponíveis de modo a manter a economia trabalhando sem pressões de demanda. A expectativa então era de que, após as eleições, em função das novas condições político-institucionais, um programa de estabilização realmente abrangente poderia ser implementado com maior probabilidade de sucesso.

Como ressaltado na introdução deste capítulo, as tentativas heterodoxas de controle da inflação revelaram-se pouco eficazes para promover uma redução permanente da inflação. Ao contrário, a cada novo plano a inflação inicial era mais elevada e o período em que permanecia baixa, cada vez mais curto. No Plano Verão não foi diferente, e, como mencionado, em junho de 1989 – menos de seis meses após o início do plano – a inflação havia retornado ao patamar de 30% ao mês. A questão que se colocava naquele momento, endereçada pelo Boletim nº 7, de julho, é se seria possível imaginar uma transição que, sem algum fato novo, excluísse a possibilidade da hiperinflação.

Diferentemente dos planos anteriores, naquele momento houve uma resposta rápida da política econômica à perspectiva de uma nova explosão inflacionária. Ao invés de dobrar a aposta no congelamento, “admitido o fracasso do Plano Verão, promoveu-se a gradual reindexação, instituiu-se o BTN (...) [e] a economia recuperou as âncoras com as quais tinha convivido por mais de duas décadas, muito embora não seja certo que se tenha restabelecido também a confiança dos agentes econômicos nos mecanismos de indexação.” Entre outras medidas adicionais, aumentaram-se os juros no *overnight*, iniciou-se a correção da defasagem cambial acumulada com uma desvalorização de 12% do cruzado, centralizou-se o câmbio e criou-se um título público com correção cambial. No plano fiscal, indexou-se a receita tributária e promoveu-se o realinhamento de preços e tarifas públicos. O objetivo era atuar sobre as expectativas, evitando “a eclosão de uma hiperinflação em decorrência de uma crise cambial, um agravamento acentuado do desequilíbrio fiscal ou uma crise de confiança que promova a fuga dos detentores de títulos governamentais em direção a ativos especulativos.”

A possibilidade de uma hiperinflação, contudo, não podia ser descartada. Embora a hiperinflação, uma vez instalada,

caracterize-se pelo “predomínio das expectativas”, [ela] responde a uma conjugação de fatores reais, presentes de longa data na economia brasileira e que lhe inocularam um forte potencial hiperinflacionário, ou seja: um grave desequilíbrio de natureza fiscal e a permanente ameaça de crise cambial, em decorrência dos compromissos impostos pelo serviço de uma gigantesca dívida externa.

8. A política econômica praticada ao final de 1987 e ao longo de 1988 ficou conhecida por esse epíteto por distinguir-se dos planos heterodoxos implementados anteriormente, significando uma volta à ênfase em políticas monetária e fiscal tradicionais.

Novamente, a análise assume a perspectiva de que, mesmo que a superação desses fatores excedesse o prazo de gestão do governo naquele momento, “a adoção de medidas drásticas tendentes à remoção dos fatores considerados constitui uma necessidade imperiosa.”

O tema foi retomado na *Carta de Conjuntura nº 10, de julho de 1989*, contrapondo as visões extremas de que tudo estaria sob controle – a visão do governo – àquela de que a hiperinflação seria inevitável. No primeiro caso, argumentava-se que os ajustes feitos na saída do Plano Verão levariam a inflação a se estabilizar, ainda que num patamar elevado. No segundo, apontavam-se as semelhanças entre Brasil e Argentina para concluir que a chegada da hiperinflação era iminente na medida em que ambos os países encontravam-se imersos em profunda crise fiscal e com governos em final de mandato, o que gerava grande incerteza em relação aos rumos futuros da economia. A carta mostra que os dois lados tinham argumentos fundamentados e omissões importantes. Em relação à inevitabilidade da hiperinflação, por semelhança com o processo em curso na Argentina, havia três diferenças a serem consideradas: o tamanho do *deficit* público, o nível de reservas e o sistema de indexação. “[E]mbora exista o risco da hiperinflação, ele é apenas um dos possíveis desfechos da crise, e o governo tem condições de evitá-lo acionando com eficácia os instrumentos de que dispõem. Nesse sentido, parte do conjunto de medidas recomendáveis já vem sendo adotada.” A perspectiva que se desenhava até as eleições, admitindo a correção dos preços atrasados, era “uma trajetória de aumento da inflação sem que, entretanto, um fenômeno hiperinflacionário, à *la* Argentina, seja uma contingência inevitável.”

As distorções produzidas pelo regime de inflação elevada podiam levar, muitas vezes, a percepções equivocadas quanto a seus efeitos. Esse parece ser o caso das interpretações em torno do desempenho surpreendentemente positivo da atividade econômica ao longo de 1989, conforme a discussão na *Carta de Conjuntura nº 11, de agosto de 1989*. A estimativa do crescimento do PIB do segundo trimestre era de 6,1% em relação ao trimestre anterior, após três trimestres de queda. Outros indicadores, como a produção e o emprego industriais, também apontavam no sentido de uma forte recuperação. No entanto, ao invés de ser comemorado, esse fenômeno deveria ser fonte de preocupação segundo o editorial da carta. Após analisar o comportamento das vendas do comércio, contrastando-o com a relativa estabilidade da massa salarial real, a análise conclui que

o aumento nas vendas de bens duráveis e não duráveis deve ser atribuída a antecipações de consumo induzidas pelo clima de incerteza que prevalece na economia. O mesmo tipo de condicionantes poderia explicar o explosivo crescimento da construção civil, refletindo neste caso uma maior procura por ativos reais e o desejo de alguns agentes econômicos de promover mudanças em seus *portfolios*.

A sustentabilidade desse processo, portanto, deveria ser analisada na perspectiva de suas implicações para o controle da inflação, concluindo-se que *“a economia vai bem porque a inflação vai mal, e não apesar disso, conforme sugerem algumas análises. O aquecimento do consumo e a recuperação da atividade econômica baseada na estocagem ou na procura por ativos especulativos é precisamente aquilo que seria desejável evitar”* (grifo nosso).

A preocupação com interpretações equivocadas decorrentes das distorções produzidas pela inflação elevada motivou a discussão central da *Carta nº 12, de outubro*, na qual se traça um paralelo entre a transição política de 1984 e aquela em curso em 1989. As diferenças entre os dois momentos certamente eram grandes, a começar pela natureza da inflação que, embora crescente a partir de meados de 1984, ainda era naquele momento apenas “alta”, ao passo que em 1989 passara a ser “explosiva”. Além disso, nesse segundo momento, o desalinhamento dos preços básicos na economia, por seu impacto sobre as finanças públicas, tornavam mais séria a restrição fiscal; a magnitude e o perfil da dívida pública interna reduziam a um mínimo o espaço para a gestão da política monetária; e, os baixos níveis de investimento público e privado⁹ limitavam as perspectivas de crescimento.

Por seu turno, em comum havia o fato de que se tratavam nos dois momentos de governos em final de mandato e com escasso espaço de manobra, e que em ambos encontrava-se em curso um processo de recuperação da atividade econômica que não era percebido pela opinião pública.¹⁰

Esse último aspecto é crítico na medida em que “tende a existir uma dissociação entre o conjunto de medidas que é tecnicamente recomendável implementar e as demandas sociais alimentadas pelas expectativas de mudanças inerentes a um quadro de transição política, seguido da posse de um novo governo”. O aspecto para o qual a análise procura chamar a atenção é que

a ausência de reconhecimento, por parte das novas autoridades, da dimensão da inflexão verificada em 1984 levou à adoção, em 1985, de uma estratégia de crescimento acelerado, como se a economia dispusesse do mesmo espaço para a expansão com que contava em 1983, no auge da recessão. Foi esta decisão equivocada, reafirmada posteriormente com o Plano Cruzado, que gerou o *boom* de 1985-1986, com as sequelas por todos conhecidas em termos da dinâmica da inflação.

9. Dados do IBGE registram um pico da taxa de investimento em 1989. Há um debate sobre a real natureza desse dado: se reflexo de uma distorção de preços relativos, ao qual corresponderiam grandezas “físicas” bem menos expressivas, ou se decorrência da demanda especulativa por bens de capital e ativos físicos como forma de proteção contra as incertezas derivadas da inflação elevada.

10. Vale notar que a carência de indicadores de alta frequência para a atividade econômica e a longa defasagem com que os existentes eram divulgados também contribuía para as dificuldades de análise.

O alerta visava claramente o novo governo que assumiria o poder dali a alguns meses:

Se a definição por uma alternativa de crescimento inconsistente com as condições estruturais vigentes na economia motivou uma alta da inflação, partindo, em 1985, de um patamar da ordem de 250% a.a., *é razoável concluir que a repetição do erro por parte do novo governo, com uma inflação inicial de quatro dígitos, teria efeitos, sem dúvida, rigorosamente devastadores* (grifo nosso).¹¹

A economia encontrava-se razoavelmente aquecida em 1989: o crescimento esperado era de 3%, o nível de emprego estava elevado, a indústria apresentava vários setores operando no seu limite de capacidade, o setor externo estava em moratória técnica e havia o risco de que o *superavit* comercial pudesse cair abruptamente. “Nessas circunstâncias, nada poderá ser pior para o futuro do país do que a adoção de uma política econômica expansionista, que estaria condenada ao fracasso e poderia ser um passaporte para uma hiperinflação aberta.” Na linha da ênfase nos *trade offs* envolvidos nas decisões de política econômica, a análise aponta que o

Brasil terá que enfrentar em 1990 uma escolha amarga entre o curto e o longo prazo. Privilegiar este último exigirá implementar um ajuste estrutural que, por algum tempo, dificilmente deixará de implicar um ônus para o nível de bem-estar social da população (...). Já a opção pelo crescimento a curto prazo, ainda que possa dar origem a um desempenho positivo do nível de atividade, esbarraria rapidamente na restrição física de capacidade e seria seguida de uma nova recessão, com a agravante de que as pressões inflacionárias se acirrariam de forma dramática.

Diante do reconhecimento da necessidade de um ajuste e de seu caráter inevitavelmente recessivo no curto prazo,

seria importante que as lideranças partidárias transmitissem à população a mensagem de que um sacrifício adicional de um ou dois anos é uma pré-condição para a retomada do crescimento sustentado (...) no caso de a sociedade não estar predisposta a aceitar a severidade de um ajuste fiscal, qualquer das alternativas passíveis de serem seguidas enfrentaria sérios obstáculos de implementação. Se, em função das resistências, o programa envolvendo forte corte do gasto não for adotado, o panorama no *front* anti-inflacionário deverá ser, conforme argumentado, extremamente sombrio.

O Boletim nº 8, de setembro de 1989, representa um esforço de análise dos custos de um programa de estabilização, assim como dos riscos embutidos na reação dos agentes econômicos à perspectiva de terem que arcar com esses custos. Depois de analisar as principais características, “quase consensuais”, de um programa eficaz de combate à inflação – “equilíbrio das finanças públicas, desindexação da economia, renegociação da dívida externa e, muito

11. Essa perspectiva crítica voltaria a aparecer nas análises do GAC quando o governo Itamar Franco, que sucedeu o do presidente Collor, sinalizou com políticas expansionistas, com forte prioridade aos gastos sociais, sem que as condições objetivas o permitissem.

provavelmente, algum tipo de reforma monetária” – a análise afirma que “o programa de estabilização deverá impor custos e infligir perdas, e sua distribuição poderá não ser equânime entre os diversos segmentos da sociedade.”

No caso do ajuste fiscal e da desindexação da economia, havia muito menos transparência que na renegociação da dívida externa quanto à redistribuição interna das perdas.

As experiências heterodoxas implementadas no passado já mostraram a inexistência da neutralidade distributiva nas tentativas de desmontar os mecanismos de indexação, principalmente quando precedidas de ajustes de preços e tarifas públicos ou na taxa de câmbio e quando acompanhadas por regras salariais, bem como de um posterior congelamento de preços e salários.

Da mesma forma, também o ajuste fiscal – aumento de impostos, eliminação de isenções e redução de subsídios ou corte de despesas – deve apresentar custos elevados.

É, no entanto, na questão da dívida interna que o risco de uma taxaço é percebido de forma mais aguda. No escopo ainda difuso de uma eventual reforma monetária, os agentes antecipam não apenas uma alteração do padrão monetário, mas também uma reestruturação da dívida interna, incluindo formas de taxaço que penalizariam os detentores de passivos governamentais (grifo nosso).

A proximidade das eleições apenas exacerbava essa percepção dos riscos, dando margem a comportamentos defensivos e/ou especulativos – visando explorar toda e qualquer oportunidade que propiciasse uma diversificação dos portfólios, então excessivamente concentrados nas aplicações financeiras lastreadas em títulos governamentais.

Obviamente, com o benefício do tempo decorrido, percebe-se novamente na análise um prenúncio das medidas de congelamento de ativos que viriam a ser adotadas pelo Plano Collor. Dela emerge também, de forma dramática, a precariedade da situação vivida pelo país naquele momento: após as inúmeras tentativas frustradas de controlar a inflação, o objetivo da política econômica encontrava-se restrito “à tentativa de administrar a taxa de inflação em níveis absurdamente elevados, e a confiar na eventualidade de que os mecanismos de indexação, somados a uma política de juros altos e à existência de um colchão de reservas cambiais fossem suficientes para conter a explosão inflacionária.”

O *Boletim nº 9, de dezembro de 1989*, começa sua análise pela constatação de que “as perspectivas da economia brasileira no início dos anos 1990 parecem pouco promissoras”. Parte-se então, de forma pioneira, para a análise de cenários de médio prazo – entendido como um horizonte de dois anos à frente – com base nos então recém-desenvolvidos modelos para a economia brasileira – MOPSE e MSC (Rios, Bonelli e Reis, 1988; Moreira, 1989).

Os resultados da simulação com base em pressupostos para a redução do *deficit* fiscal e ritmo de remonetização da economia, compatíveis com uma queda gradual da inflação, apontaram para uma forte contração do produto em 1990: -1,9% pelo MOPSE, -1,2% no MSC, seguida por recuperação em 1991: 1,5% no MOPSE e 0,3% no MSC.¹² “A recessão, quando comparada à do início da década de 1980, não parece *a priori* excessivamente severa. O desempenho da atividade econômica no biênio é, contudo, decepcionante.” Nos dois modelos, a taxa de investimento apresenta tendência declinante como consequência da queda do investimento público. O setor externo, por sua vez, apresenta bom desempenho, com um saldo da balança comercial superior a US\$ 16 bilhões em 1990.

Do ponto de vista das contas públicas, observa-se sensível melhora a partir do ajuste, refletindo o corte de gastos e a recomposição da receita devido ao fim da inflação – o chamado efeito-Tanzi – de modo que a elevação do resultado primário mais que compensa o aumento dos encargos financeiros associado aos juros mais elevados e à desvalorização cambial. “Em síntese, os modelos reafirmam uma conclusão amarga: se o ajuste fiscal constitui, de fato, um pré-requisito para a estabilização, a ocorrência de um período recessivo ou de crescimento muito baixo é inevitável.” Por sua vez, “embora a contração do produto seja um ônus para todos, os modelos nada dizem sobre sua distribuição entre os diversos segmentos da sociedade.” Por fim, alguns desses resultados poderiam ser amenizados por uma renegociação da dívida externa que resultasse em redução significativa de encargos financeiros, aliviando assim a magnitude do ajuste fiscal necessário.

O tema voltaria a ser objeto de análise na *Carta de Conjuntura nº 14, de janeiro de 1990*. Com a perspectiva de um novo plano de estabilização, a preocupação era quantificar o nível de utilização da capacidade instalada e se ele permitiria uma expansão da produção diante do esperado crescimento da demanda – como havia ocorrido em planos anteriores. Os dados mostravam um grau de ociosidade relativamente baixo, semelhante ao observado durante o Plano Cruzado, que havia sido o pico mais recente, com a pressão concentrada em bens de consumo e bens intermediários, “justamente o setor que apresentou os gargalos mais graves durante o Plano Cruzado.” A preocupação central era, mais uma vez, quanto a uma possível aceleração da demanda. Por isso, reforçava-se a recomendação de que o novo governo, que assumiria dali a poucas semanas, promovesse um controle bastante cuidadoso da demanda agregada – especificamente, recomendava-se que o “desejado ajuste fiscal viesse *antes* de uma eventual desindexação da economia. Porém, a taxa de inflação recorde esperada para março e a necessidade de aproveitar a credibilidade inicial do novo governo talvez obriguem a inverter as etapas desse cronograma ‘ideal’ de execução do plano de estabilização.”

12. Esses resultados são em parte influenciados pela hipótese quanto ao comportamento do setor agropecuário: crescimento de 1%, em 1990, e 4,5%, em 1991.

Na expectativa da posse do novo governo, a Carta de fevereiro de 1990 debruça-se sobre a deterioração do quadro econômico então em curso, em especial, a forte aceleração da inflação no último trimestre de 1989, quando as taxas saltaram até 10 pontos percentuais (p.p.) entre os meses consecutivos. A conclusão aponta para um aspecto crítico da evolução da inflação naquele momento: que ela talvez estivesse refletindo

um fenômeno maior: *a exaustão dos mecanismos de indexação e o início de um processo de rejeição da moeda indexada, indicando que talvez esteja começando a ruir a barreira que até agora evitara que a economia brasileira sofresse uma hiperinflação aberta*. Quando a inflação acelera e o processo de fixação de preços deixa de ser pautado pelo passado, a moeda indexada torna-se mais imperfeita como mecanismo de proteção do valor da renda e do patrimônio contra o processo inflacionário (grifo nosso).

Do ponto de vista do plano sendo gestado naquele momento, a implicação era de que haveria necessidade de adaptação às novas condições, em que a inflação mensal, quase na casa dos três dígitos – a inflação de fevereiro havia sido de 74%, ante 56% em janeiro – revelava-se muito superior à passada. Apenas a aceleração registrada em fevereiro, por exemplo, implicava uma perda do valor real do BTN fiscal de 10%, “semelhante à corrosão mensal do cruzeiro antes do Plano Cruzado.” O cenário de desequilíbrio de preços relativos e de taxas de inflação elevadíssimas tornava necessária alguma forma de intervenção nos mercados. As alternativas, segundo a carta, seriam um congelamento simples ou uma prefixação com redutor. Do ponto de vista qualitativo, as alternativas seriam na verdade semelhantes, representando uma intervenção governamental no sistema de preços e uma forma de engessar os preços relativos. O desafio à frente podia ser dimensionado pela constatação de que, mantido o ritmo de aceleração dos preços, a inflação nos primeiros quinze dias de março de 1990 não seria menor que 140%. Isso dá uma ideia das demandas reprimidas por correção de salários e outros rendimentos com as quais o governo teria de lidar a partir da implantação do programa. A análise alerta ainda para dois preços-chave que deveriam receber atenção especial: o salário mínimo, que sofrera erosão real de cerca de 20% em apenas oito semanas, e o câmbio real, cujo nível encontrava-se 30% mais valorizado do que no início de 1989.

A análise conclui observando que

o realinhamento de tarifas, a dimensão da correção cambial, a definição das regras para as aplicações no *overnight*, a modificação da lei salarial, a adoção de uma reposição real para o salário mínimo e a escolha da forma de intervenção no sistema de preços serão decisões inadiáveis que o novo governo terá que tomar, muito antes que o ajuste fiscal – qualquer que seja ele – venha a surtir o efeito desejado. Dado o grau de tensões distributivas associado à atual dinâmica inflacionária, é razoável supor que os setores insatisfeitos – particularmente os sindicatos – deverão reagir, exigindo

aumentos expressivos sem esperar que se cumpram os 100 dias que constituem o tradicional período de trégua no começo de um novo governo.

4 O PLANO COLLOR

O Plano Collor, anunciado em março de 1990, surpreendeu ao priorizar o ataque à inflação pelo congelamento do estoque de ativos financeiros líquidos, incluindo depósitos bancários, em cadernetas de poupança e em fundos de aplicação em títulos públicos no *overnight*. A *Carta de Conjuntura* nº 16, do mesmo mês, traz um exercício de simulação dos impactos do plano sobre a atividade econômica na mesma linha daquele realizado no Boletim Conjuntural nº 9, de dezembro de 1989, comentado anteriormente neste estudo. Os resultados da simulação mostram o PIB de 1990 caindo 3,4% no cenário mais otimista e 6,6% no pessimista. A taxa de investimento cairia de 16,8% do PIB em 1989 para 15,1% e 14,8% do PIB nos dois cenários, respectivamente. O valor efetivamente observado para a variação do PIB em 1990 foi -4,3%, estimando-se que a taxa de investimento tenha sido de 16% do PIB.¹³

Embora a simulação não incluía a inflação entre as variáveis projetadas, a análise procurava avaliar os efeitos do plano sobre a trajetória dos preços. A análise lembra que, com o anúncio do plano, houve aumento de tarifas e tributos, resultando em pressão de custos. “No curto prazo os preços devem, na média, manter-se estabilizados ou apresentar elevação apenas residual. A possibilidade de deflação é restrita a um pequeno segmento de produtos de maior valor unitário e a mercados mais especulativos com reduzido impacto sobre os índices de preços ao consumidor.” Por fim, a análise destaca que o índice de inflação oficial (IPC-IBGE), com coleta de 15 a 15 de cada mês, ainda traria um elevado *carry over* de março, da ordem de 30%, mesmo que os preços permanecessem estáveis. Para os demais índices de preços com coleta de 1 a 30 de cada mês, como o INPC-IBGE, o resíduo em abril deveria ser da ordem de apenas um dígito.

Por fim, discute-se o problema, recorrente em programas de estabilização heterodoxos, do resíduo salarial, argumentando que este não deveria ser, ao contrário do ocorrido em planos anteriores, o principal problema do Plano Collor. Por um lado, porque diante da frequência mensal de reajustes salariais “é mais fácil o entendimento da tese de que a incorporação do total da variação dos preços após o último reajuste resultaria em elevação tão brusca do poder de compra que inviabilizaria qualquer tentativa de estabilização de preços”. Além disso, o efeito contracionista do forte aperto monetário, levando à deflação e ao desemprego, tenderia a amenizar em muito as demandas salariais. Nem mesmo na perspectiva

13. Conforme Boletim Conjuntural nº 14, julho de 1991, tabela 1.5.

de uma demanda legítima, no sentido de preservar o poder de compra dos salários anterior à implantação do plano, se deveria esperar reajustes salariais em abril:

tomando como base de comparação o início de março, quando foram pagos os salários de fevereiro, é pouco provável que exista qualquer resíduo, já que não se espera que a inflação entre 1 e 30 de março supere o reajuste salarial mínimo do mês. Na verdade o que se espera é que o poder de compra dos salários em março seja maior que o verificado em fevereiro, e qualquer outro resíduo é “ilegítimo” diante da “filosofia” de planos de estabilização.

Diante da brutal contração de liquidez, houve queda acentuada da atividade econômica e forte redução das expectativas inflacionárias. Nesse sentido, medidas de prefixação de salários e preços constituíam componente pouco importante, senão desnecessário. Conforme a *Carta de Conjuntura nº 17, de maio de 1990*, “previa-se que a rapidez e a profundidade do processo recessivo decorrente da contração de liquidez seriam mais do que suficientes para inibir qualquer aumento de preços e desestimular eventuais demandas por reposição salarial.” A principal dúvida quanto à administração da demanda agregada estava na “capacidade de o governo promover um ajuste fiscal na magnitude e velocidade anunciadas.”

A reinjeção de liquidez, contudo, passou a ocorrer a “um ritmo inimaginável quando da decretação do programa.” Os primeiros sinais surgiram na segunda metade de abril, com a rápida valorização de ativos de risco, aquecimento de vendas de alguns segmentos de bens de consumo durável e a constatação de que “a taxa básica de juros apresentava tendência de queda toda vez que o BCB deixava sua formação por conta do mercado”. A taxa Selic caiu de 18% ao mês para 3% ao mês em pouco mais de duas semanas, e o M4 duplicou entre meados de março e o final de abril. No início de maio, ocorreu a liberação dos preços, exceto os da cesta básica, e a implementação da livre negociação de salários – medidas consistentes com a concepção original do plano, mas que só foram adotadas diante da forte expansão da liquidez e dramática reversão das expectativas inflacionárias – abandonando-se o esquema de prefixações. Surgem então, e ao contrário do imediato pós-plano, fortes demandas por reposição salarial e pela definição de novas regras de indexação.

Isso representou uma mudança significativa do plano. Com a economia em recessão, uma inflação residual significativa e a demanda crescente por reintrodução de instrumentos formais de indexação, os formuladores de política econômica voltavam a ter de escolher o *mix* mais adequado entre políticas de rendas e políticas de controle da demanda agregada. A utilização apenas de instrumentos ortodoxos de política econômica se mostrava inviável e o recurso a formas negociadas de políticas de renda passava a constituir uma solução mais adequada. Ou seja, diante da forte expansão da liquidez e do reavivamento das expectativas inflacionárias, o ideal seria introduzir “regras flexíveis capazes de serem revistas periodicamente, bem

como o estabelecimento de tetos ou limites para perdas implícitas pelo processo inflacionário”, excluindo, no entanto, “toda e qualquer ideia de reposição mensal e integral da inflação anterior.”

O *Boletim Conjuntural* nº 10, de junho de 1990, não trouxe o panorama conjuntural, que resume a visão da conjuntura dos participantes do grupo. No entanto, a análise das políticas monetária e fiscal, realizada em seção específica, permite vislumbrar a percepção que se tinha em relação à evolução do Plano Collor, além de apontar para questões-chave do plano e do próprio processo inflacionário que este visava combater.

Na política monetária, identificavam-se três fases no curto período decorrido desde a implementação do plano. Na primeira, o volume de cruzeiros – a nova denominação da moeda – era insuficiente para o funcionamento da economia nos níveis até então prevalentes, o que causou “diversos problemas setoriais, associados a uma situação de liquidez apertada em termos agregados e particularmente restrita para muitas empresas.” Na segunda fase, cujo início pode ser medido em dias desde a implantação do plano, “o panorama se modificou, na medida em que o pagamento de impostos em cruzados novos – associado a um não recolhimento de cruzeiros –, a sucessão de excepcionalidades ao bloqueio de recursos no Banco Central, as fraudes na conversão e a compra de divisas por parte das autoridades monetárias representaram uma injeção significativa de liquidez na economia”.

Por fim, uma nova inflexão ocorreria a partir de maio, com o Banco Central recuperando o controle da política monetária por meio de iniciativas como o fim do mecanismo de *zeragem automática* – que permitia às instituições financeiras equilibrar suas posições de títulos públicos e o financiamento no *overnight* –, o relançamento bem-sucedido das Letras do Tesouro Nacional (LTNs) e o anúncio de uma política monetária restritiva para o segundo semestre. Não obstante a avaliação positiva dessa nova fase,

há uma impressão generalizada de que o aperto monetário talvez tenha sido tardio, considerando que a existência de “poços” de excesso de liquidez em abril e maio, ao contribuir para gerar uma inflação pós-plano superior à esperada, prejudicou a possibilidade de alongar os períodos de indexação e minou perigosamente a confiança do público no sucesso do programa de estabilização.

A análise destaca, entre outros aspectos, a forte expansão da liquidez associada à redução dos valores à ordem do BCB – os cruzados novos retidos – entre março e maio, e a mudança na composição dos agregados monetários, refletindo não apenas a queda da inflação, com o consequente aumento da demanda por moeda primária, mas também as “diferenças entre as correções relativas dos diversos haveres financeiros”: a correção do *overnight* nos primeiros quinze dias de março foi muito inferior ao aumento efetivo dos preços naquela quinzena, enquanto os valores à ordem do BCB, sendo a partir de então corrigidos pelo BTN fiscal, sofreram outra

perda real, associada à inflação posterior ao plano. Por sua vez, teria havido um efeito compensatório, que explica porque o M4 não caiu, decorrente da correção de 84% dos estoques de cadernetas de poupança existentes em março, quando a variação dos preços foi muito inferior.

A análise da política monetária apontava, por fim, para a necessidade de se começar a estudar desde aquele momento “mecanismos que evitem a ocorrência de um ‘Dia D’ – ou de vários deles – quando da devolução dos cruzados novos a partir do dia 15 de setembro de 1991. Isto porque, se nada for feito, a situação voltará a ser idêntica à existente em março de 1990, com uma massa enorme de riqueza financeira investida em aplicações de curtíssimo prazo.” Em maio, a soma da dívida interna em poder do público com os recursos bloqueados no Banco Central era semelhante à dívida pública antes do plano. Cerca de dois terços correspondiam ao segundo componente, a serem devolvidos em doze parcelas mensais a partir de setembro de 1991. A análise conclui que

para que a ameaça de uma explosão de liquidez seja contornada é preciso atuar em dois campos: de um lado, aprofundar o esforço de ajuste fiscal, para dar credibilidade à política oficial e aos títulos públicos e também para impedir pressões inflacionárias, associadas a eventuais emissões monetárias para cobrir o *deficit*; e de outro, lançar um novo papel no mercado, destinado a substituir os cruzados novos, com devolução prevista num curto espaço de tempo, por títulos públicos de vencimento escalonado. Assim, ao invés – ou paralelamente a isso – de realizar leilões de cruzados novos, o governo promoveria leilões daqueles papéis, a serem adquiridos com cruzados novos – ou até mesmo com cruzeiros –, de tal modo que, numa hipótese extrema, ao chegar o “Dia D” não haveria cruzados novos a converter ou eles subsistiriam em quantidade muito pequena. Em outras palavras, isto implicaria um alongamento *voluntário* da dívida pública (grifo nosso).

As cartas mensais de conjuntura de agosto e setembro de 1990 mantiveram uma postura ao mesmo tempo positiva e crítica em relação aos desenvolvimentos associados ao Plano Collor. Por um lado, argumentam que a inflexão da política monetária mencionada anteriormente teria levado a uma melhoria das expectativas, em contraste com a visão de que o fracasso em acabar com a inflação “de um só golpe” detonaria uma hiperinflação aberta diante dos riscos de novo bloqueio da riqueza financeira. Cinco meses após o início do plano, a inflação mensal havia retornado aos dois dígitos, porém não havia explodido. Ao contrário, havia uma sensação de estabilização do processo inflacionário, com a diferença de que isso ocorria em um ambiente com preços livres e em que o governo tinha recuperado o controle sobre os fluxos monetários devido às medidas anteriormente comentadas: fim da zeragem automática no *overnight*; exigência de que o sistema financeiro reequilibrasse suas posições em cruzados novos; aumento de compulsórios; Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) sobre aplicações financeiras de curtíssimo prazo; e efetivação das aquisições compulsórias de certificados de privatização. A elas

somavam-se liberalização parcial do câmbio, o início do processo de abertura comercial e a livre negociação salarial. Todos esses fatores contribuíram para a reversão das expectativas negativas na medida em que sinalizavam o caminho para a desindexação da economia e sua exposição à concorrência internacional.

Embora essas medidas permitissem visualizar uma trajetória de queda gradual da inflação no futuro, persistiam desequilíbrios que tornavam essa perspectiva pouco provável. Do ponto de vista dos preços relativos, argumenta a análise, havia defasagens claras no preço dos produtos agropecuários no varejo em relação ao atacado, em preços e tarifas do setor público e nos preços de produtos *tradables*, visto que a desvalorização real do cruzeiro havia sido relativamente forte. Em particular, pressões pelo lado dos custos associadas às reposições de perdas salariais anteriores ao plano e ao abono concedido em agosto somavam-se à perspectiva de reindexação dos salários diante da volta da inflação a patamares elevados. Do ponto de vista dos determinantes macroeconômicos, a questão fiscal voltava ao centro do debate na medida em que os ganhos obtidos refletiam medidas do tipo “*once and for all*, sem que o financiamento permanente do setor público tenha sido equacionado. Entretanto, embora possam ocorrer *deficit* fiscais em alguns meses, não parece provável que eles venham a ser de magnitude suficiente para prejudicar o combate à inflação.”

A análise concluía com um alerta para o custo social da estabilização, associado à recessão pela qual passava o país.

Todos reconhecem que o percurso para a obtenção de taxas de inflação bastante baixas será necessariamente recessivo e não deverá durar apenas uns poucos meses. Mas é preciso resistir a eventuais tentações de encurtá-lo artificialmente. Após tantos anos de inflação elevada, somente se poderá obter uma estabilização permanente quando a sociedade acreditar que se defronta com um novo regime inflacionário a ponto de patrocinar a ruptura dos mecanismos informais de indexação. Se isto acontecer, a economia, por si só, recriará os instrumentos necessários à retomada do crescimento econômico, como, por exemplo, o crédito de médio prazo ao consumo, propulsor de inúmeros processo de retorno ao crescimento inclusive no Brasil. [M]as em um país com tamanhas desigualdades como o nosso, algumas políticas compensatórias visando às camadas sociais mais desprotegidas serão necessárias.

A discussão sobre as perspectivas da economia no contexto do Plano Collor foi retomada no *Boletim Conjuntural nº 11, de outubro de 1990*, em abordagem semelhante à adotada nas duas cartas anteriores: por um lado, considera-se que os ajustes realizados haviam sido corretos, porém precisaria ser feito mais para alcançar uma redução permanente da inflação. De fato, a análise reconhece uma acomodação da economia a um “novo equilíbrio”, com a produção estabilizada em níveis baixos, a inflação entre 12% e 13% ao mês e

uma balança comercial com *superavit* mensais em torno de US\$ 900 milhões ao mês. De acordo com a análise, a estabilização da inflação refletiria “a atuação correta e oportuna do governo entre meados de maio e o final de agosto nas áreas monetária, fiscal e cambial.”

Àquela visão contrapunha-se outra, algo mais pessimista, de que esse seria um equilíbrio transitório, reflexo de uma contração monetária entre junho e agosto que apenas teria enxugado o excesso de liquidez gerado no período anterior, enquanto na política fiscal os *superavit* seriam reflexo de atrasos no pagamento de despesas e do achatamento salarial do funcionalismo – em ambos os casos, portanto, com efeitos apenas transitórios. Nessa visão, a defasagem cambial ainda era muito grande, e seus reflexos negativos sobre a balança comercial apenas uma questão de tempo, dadas as defasagens relativamente longas que governam o comércio exterior.

Na análise das perspectivas, o boletim enfatizava tanto os avanços realizados quanto os desafios colocados pelo patamar inflacionário persistentemente elevado. Após vários meses de inflação acima de 10%, teria ocorrido uma generalização dos mecanismos informais de indexação; a utilização dos preços públicos para segurar a inflação comprometeria as metas de *superavit* primário, não sendo portanto viável; a necessidade de acumular reservas para fazer frente à retomada dos pagamentos do serviço da dívida externa apresentava impacto inflacionário; por fim, a crise no Golfo Pérsico, com a consequente elevação dos preços do petróleo, também pressionava a inflação.

Por tudo isso, parece razoável supor que aquele nível de contração econômica que até agosto seria suficiente para promover a queda da inflação, hoje é considerado insuficiente, fazendo-se indispensável uma nova composição dos instrumentos de política econômica, com óbvios impactos recessivos. Porém, mais uma vez, trata-se de uma recessão necessária. Instrumentos coercitivos sobre as empresas, sobretudo aquelas que atuam em mercados oligopolizados, podem até ser necessários, mas não suficientes para reduzir as margens de lucro, sabidamente exageradas na economia brasileira. A coerção “de mercado”, através da redução da demanda e do aumento da competição via abertura ao exterior, é indispensável para quebrar os mecanismos informais de indexação

Nota-se nessa análise uma postura claramente contrária à demanda por um congelamento de preços – o qual, no entanto, viria a ser adotado alguns meses mais tarde.

Ao final de 1990, a inflação voltava a acelerar, tendo passado de uma média mensal de 13,4% ao mês no terceiro trimestre para 16,5% ao mês no quarto. Ainda eram taxas significativamente inferiores às que prevaleciam no início do ano, o

processo hiperinflacionário havia sido interrompido, o atraso cambial reduzido, mas os problemas mais estruturais da economia permaneciam, a despeito do início das reformas – a inflação mantinha-se elevada, ainda não se havia obtido uma solução para o problema da dívida externa, e a atividade econômica continuava deprimida, com a produção, o emprego e os salários reais em queda.

Não obstante a melhoria das contas públicas, havia um virtual consenso entre os economistas “no sentido de que uma solução para a inflação depende de um ajuste fiscal adicional que inclua a provisão para a cobertura dos passivos do setor público hoje a descoberto (...) [mas] este ajuste está além das possibilidades do Executivo, dadas as limitações legais e políticas prevaletentes.” Diante disso, o combate à inflação continuava excessivamente dependente da política monetária e, em menor grau, das reformas estruturais. Em relação à primeira, havia dúvidas quanto à austeridade num contexto de exaustão das fontes de financiamento público. Mesmo que se concordasse que uma política monetária mais dura poderia reduzir a inflação, o custo em termos de atividade econômica seria muito alto. Em relação às reformas, havia a percepção de que poderia faltar fôlego ao governo para levá-las a cabo, e as mudanças poderiam não ser permanentes, como parecia ser o caso da liberalização das importações.

Nesse contexto, e com um claro sentido de urgência diante dos impasses que se desenhavam, a *Carta de Conjuntura nº 21, de dezembro de 1990*, volta ao tema da necessidade de incluir no programa de estabilização uma política de rendas negociada entre os diversos segmentos da sociedade.¹⁴ A referência era o Pacto de Solidariedade, no México, que “permitiria alterar as expectativas mais rapidamente, abreviando o período de ajuste, reduzindo as perdas totais e distribuindo-as mais equanimemente”. As tentativas de entendimento entre empresários, trabalhadores e governo até aquele momento, contudo, ainda não haviam convergido para “uma agenda de discussão que permitisse antever resultados mais concretos.”

Novamente, embora um pacto permitisse ganhos significativos para a coletividade, dado o esquema de incentivos prevaletente, determinando as possibilidades de ganhos e perdas de cada um, a opção mais racional do ponto de vista de cada participante era não cooperar. Mais frustrante ainda era o fato de que “os principais atores têm se preocupado mais do que tudo em bloquear qualquer solução que implique perdas para os segmentos que representam, ou ainda em formar coalizões que concentrem as perdas em um terceiro participante – habitualmente o governo.” A falta de confiança mútua agravava o problema, e o impasse somente poderia ser rompido caso houvesse uma “alteração na estrutura de ganhos e perdas de forma

14. Ver discussão sobre a Carta de conjuntura nº 4, de novembro de 1988, feita anteriormente neste estudo.

que a solução cooperativa passe a ser ótima tanto do ponto de vista individual como coletivo.”

Outros aspectos que dificultavam um entendimento em torno da estabilização da economia eram a necessidade de maior representatividade da sociedade, visto que apenas os grupos mais organizados participavam, e a inclusão do Legislativo no processo. Acima de tudo, era preciso reconhecer que “mesmo no melhor dos casos a estabilização levará tempo e que os anos dourados não deverão chegar tão cedo. Novamente, é ilustrativo o exemplo do México, onde há vários anos, mesmo com uma memória inflacionária muito menor que a nossa – lá a inflação chegou no pico a 160% anuais – a estabilização ainda se encontra em curso.”

5 1991: O PLANO COLLOR II E UMA NOVA EQUIPE ECONÔMICA

O balanço do ano de 1990, e do Plano Collor, apresentado na edição de janeiro de 1991 do Boletim Conjuntural, foi positivo. Sem ignorar os graves problemas ainda existentes, e mesmo com a inflação tendo retornado ao patamar mensal de 20%, a hiperinflação havia sido evitada e as reformas estruturais haviam começado: maior abertura comercial, desregulamentação, desestatização e reorganização do setor público. No plano fiscal, obteve-se um *superavit* operacional após uma década de significativos *deficit*; na política monetária, uma vez ultrapassados os meses iniciais, em que a remonetização foi excessiva, recuperou-se o controle monetário e a capacidade de influenciar o comportamento dos agentes: as altas taxas de juros contraíram a demanda e inviabilizaram a manutenção de estoques especulativos; no setor externo, passou a prevalecer maior realismo cambial.

Essa avaliação centrada na recuperação da eficácia dos instrumentos de política econômica conduzia à conclusão de que seria possível concretizar a estabilização “através dos mecanismos tradicionais de política econômica, mesmo que venha a ser necessário recorrer eventualmente a medidas de efeito rápido que abreviem o processo ou reduzam seu custo social.” Claramente, voltava-se a pensar em medidas de cunho heterodoxo, as quais acabariam se materializando no congelamento de preços e salários do Plano Collor II dali a menos de um mês.

Embora a política econômica perseguida a partir de junho de 1990 se revelasse correta, seus efeitos sobre a inflação foram parcialmente neutralizados pela crise do Golfo, que apontava para uma forte alta dos preços dos combustíveis e da taxa de câmbio. A consolidação da estabilização exigiria então novos esforços, “onde a conjugação da política macroeconômica com as reformas estruturais assume um papel fundamental”. Na área fiscal, boa parte do *superavit* primário obtido derivava dos impostos extraordinários criados pelo Plano, e a sua continuidade dependeria de aprofundar o controle das despesas. Num contexto de rigidez dos gastos, isso

implicaria aprofundar a reforma administrativa e o reordenamento do setor público em todos os níveis. Implicaria ainda, visando obter um equilíbrio permanente, o “equacionamento dos passivos de médio e longo prazos do governo federal, para o que poderá contribuir a utilização dos diversos tipos de dívida pública no processo de privatização.”

A questão da dívida externa era também crítica, sendo impossível imaginar uma estabilização durável sem que antes se consiga seu equacionamento.

Para 1991, mesmo numa hipótese otimista de renegociação da dívida, e mantido estável o nível de reservas, os desembolsos líquidos por parte do Banco Central corresponderão, no mínimo, ao valor de uma base monetária, nos níveis de dezembro último. Não havendo *superavit* fiscal suficiente para esterilizar esta emissão, é preciso atuar sobre outros fatores potenciais de variação da base monetária. Assim, ao menos desse ponto de vista, é correta a aceitação dos cruzados novos retidos como uma das moedas do processo de privatização, de modo a reduzir o impacto expansionista quando de sua devolução a partir de setembro.

Como mencionado, a crise do Golfo Pérsico havia adicionado novas dificuldades à condução do Plano Collor devido à perspectiva de aumento do preço dos combustíveis e desvalorização do câmbio. Por um lado, isso implicava queda da renda real, o que poderia levar a um acirramento da demanda por indexação e à explosão inflacionária. Por outro, caso o aumento dos preços do petróleo se mantivesse por um período longo, os impactos sobre o balanço de pagamentos seriam profundos, exigindo uma mudança nos termos de renegociação da dívida externa. A crise retirava graus de liberdade da política econômica. Nesse sentido, “a busca de uma solução de compromisso, que incluam amplos segmentos da sociedade, torna-se uma alternativa que viabilizaria um ajuste potencialmente menos danoso ao nível da atividade econômica.”

Aparentemente, a falta de condições políticas, em parte decorrente do trauma provocado pelo congelamento dos ativos no início do Plano Collor, não permitiu que fosse buscado algum entendimento para manter o esforço de estabilização. Por isso, visando impedir que a inflação voltasse a acelerar, em 1º de fevereiro, adotou-se um novo conjunto de medidas com o objetivo de promover uma rápida queda da inflação. A estratégia centrou-se, uma vez mais, no congelamento de preços e salários e num esforço redobrado de redução do *deficit* fiscal via racionalização dos gastos e cortes de despesas, incluindo as empresas estatais. Adicionalmente, propunha-se a eliminar a indexação da economia, extinguindo o BTN, que indexava os impostos, e os fundos de investimento de curto prazo (inclusive aqueles cobertos por operações de *overnight*), substituindo-os pelos Fundos de Aplicação Financeira (FAFs), compostos por diferentes títulos públicos e com remuneração atrelada à

Taxa Referencial (TR), calculada a partir das taxas de papéis privados no mercado interbancário. Como estas se formam com base na expectativa do comportamento *futuro* dos juros básicos, buscava-se deslocar essa remuneração de uma trajetória em boa medida determinada pela inflação passada, para as expectativas de inflação futura, desindexando a economia e eliminando a “memória inflacionária”.

A análise da *Carta de Conjuntura nº 22, de fevereiro de 1991*, começa por reconhecer que a aceitação do novo plano entre os formadores de opinião e a população em geral havia sido muito baixa.

Quando comparadas com as medidas de março do ano passado, as atuais parecem tímidas. Como os prováveis efeitos da desindexação e o ajuste fiscal proposto sobre o ritmo inflacionário são de difícil entendimento para a população e não sentidos no curto prazo, esta percebe as novas medidas como um mero congelamento de preços e salários e, talvez, uma redução nos rendimentos dos ativos mais populares, como a caderneta de poupança e o fundo de curto prazo. Trata-se da quinta tentativa de estabilização com congelamento em cinco anos, o que tende a gerar ceticismo quanto aos resultados. Ademais, a experiência passada mostra que, falhando o congelamento de preços, a desindexação é insustentável, ocorrendo perdas salariais e de rendimentos dificilmente recuperáveis.

Embora as críticas estivessem centradas no congelamento de preços, inclusive pelo fato de ele ter sido precedido por forte correção de tarifas e preços públicos, o editorial da carta nota que o congelamento, apesar de essencial ao sucesso do programa, não fazia parte de seu núcleo.

É preciso registrar que as medidas nucleares do novo plano eram não apenas necessárias, como vinham sendo insistentemente sugeridas pelos setores mais lúcidos da sociedade. Por exemplo, era quase consensual que o sistema financeiro teria que passar por modificações profundas de modo a alongar os prazos das aplicações e a retirar-lhe os mecanismos de indexação pela inflação passada, essas sim, medidas compreendidas no núcleo do programa.

Argumenta-se então que havia a expectativa na primeira fase do Plano Collor de que esse movimento de alongamento dos prazos de aplicação ocorreria naturalmente com a queda da inflação e que a indexação – pelo menos a diária – perderia sua razão de existir. Com a volta da inflação e a indexação formal dos impostos e no sistema financeiro, esta acabou se generalizando pelos demais setores da economia – movimento que “comprometeu a eficácia das políticas monetária e fiscal como instrumentos de estabilização”, por isso a necessidade de se modificar o funcionamento do sistema financeiro. O congelamento então assumia a forma de um instrumento auxiliar visando reverter as expectativas de inflação crescente e permitir que a desindexação fosse menos traumática.

A administração do congelamento, no entanto, não seria fácil, não apenas diante da forte correção prévia do câmbio e dos preços públicos, mas principalmente devido ao ceticismo da população. Medidas adicionais, como a antecipação de reajustes futuros de salários e a unificação das datas-base dos dissídios coletivos implicavam alguma folga aos trabalhadores e contribuíam para a desindexação em relação à inflação passada. O principal ganho do novo programa, contudo, poderia ser uma

renovada eficácia da política econômica e mais tempo para o aprofundamento das reformas estruturais da economia. Uma política monetária austera – que garante juros reais significativos – mas com taxa nominal em trajetória decrescente poderá ser implementada, desde que seja claramente percebida a desaceleração inflacionária. Um ambiente de inflação sob controle é, certamente, condição necessária para o aprofundamento das reformas estruturais, que deverão garantir a estabilidade econômica a médio prazo e permitir a retomada do crescimento.

A análise conclui argumentando que, embora a desindexação fosse uma condição necessária para recuperar a eficácia da política econômica, não era condição suficiente. As fontes endógenas de expansão monetária, vindas do setor externo e do desempenho fiscal, tornavam crucial uma execução cuidadosa dos orçamentos públicos – incluindo a aceleração das privatizações – especialmente se fosse levada a cabo a desindexação dos impostos num ambiente de inflação ainda elevada.

O novo programa é complexo e vai exigir cuidadosa administração. Mas era necessário e pode representar, de fato, uma trégua, a partir da qual, mediante a ruptura com o passado inflacionário, poder-se-á lançar as bases para um período de estabilização da economia, desde que a sociedade aceite distribuir seus custos adequadamente e o governo persiga o equilíbrio fiscal permanente, inclusive equacionando seus passivos ainda descobertos.

A avaliação do Plano Collor II no *Boletim nº 13, de abril de 1991*, decorridos praticamente três meses desde sua implantação, é positiva no que se refere à superação da tensão inicial, que resultou em fortes pressões especulativas nos mercados de ouro e divisas: “sua magnitude foi grande e sua duração mais longa que a previsível, revelando o alto grau de sensibilidade atingido pelos agentes em relação a planos de estabilização.” É também positiva no que se refere à aceitação pelo público, passado aquele primeiro momento, dos FAFs. Ou seja, a reestruturação do sistema financeiro também teria sido bem-sucedida. Porém, a necessidade de dilatar os prazos de ajuste dos patrimônios dos novos fundos e de conter a especulação contra o cruzeiro teriam resultado em uma política monetária acomodativa, justamente quando a vigência de um congelamento recomendaria uma postura mais restritiva para evitar antecipação de consumo e retenção de estoques. Não obstante, esses fenômenos ainda não tinham começado a se manifestar, embora surgissem sinais sob a forma de pressões de empresários visando ao fim do

congelamento de preços e da recomposição dos salários dos trabalhadores. O boletim aponta então para o risco de se retornar à situação do final do ano anterior, com a inflação mensal de dois dígitos e tendência de aceleração. Aceitando que o congelamento não poderia ser mantido por muito mais tempo, o panorama defende a reativação das câmaras setoriais então em curso, juntamente com uma política “suficientemente restritiva para abortar aqueles movimentos de recomposição de picos prévios de lucros e salários.”

Uma nova equipe econômica assumiu em maio de 1991, ainda em meio aos esforços do Plano Collor II, no sentido de promover uma desindexação mais ampla da economia, alterar o funcionamento do sistema financeiro e reduzir a inflação por meio do congelamento de preços e salários. A despeito de a inflação ter se estabilizado em patamares razoáveis para os padrões daquela época, o início do processo de liberação gradual dos preços carregava forte potencial inflacionário. Isso porque a atividade econômica parecia dar sinais de rápida aceleração desde a implantação do congelamento – fenômeno comum a planos heterodoxos semelhantes adotados no passado e causa importante para seu fracasso na medida em que sinalizavam políticas insuficientemente restritivas. Os sinais no momento da mudança no comando da economia eram ambíguos. A renegociação da dívida externa havia avançado com a definição dos termos para pagamento dos juros atrasados, mas ainda havia grande incerteza quanto à reestruturação geral do principal devido e dos custos a ela associados. Na política fiscal, o Tesouro obtinha modestos saldos mensais de caixa, porém ainda “muito dependentes das circunstâncias e medidas transitórias, como a contenção salarial dos servidores públicos, a redução do custo da dívida pública devido ao bloqueio dos cruzados novos e o atraso de transferências e de pagamentos a fornecedores.”

Uma questão crítica naquele momento era que se aproximava a data para início da devolução dos cruzados novos, prevista para ocorrer a partir de setembro. A *Carta de Conjuntura nº 24, de maio de 1991*, debruça-se sobre esse tema. Muitos viam a devolução como uma “nuvem negra” pairando sobre a economia, com um “potencial inflacionário dificilmente controlável” caso os recursos liberados fossem direcionados para consumo. Na visão do editorial da carta, embora o risco fosse real, não se tratava de algo inevitável, dado que 80% dos recursos retidos – equivalente a 6% do PIB – concentravam-se em apenas 20% das contas, ou seja, por se tratarem de grandes aplicadores, não deveriam dirigir-se preponderantemente ao consumo. A conclusão era que “não parece provável que venham a ocorrer pressões de demanda capazes de gerar descontrole inflacionário.”

Seguindo a linha de análise desenvolvida em momentos anteriores, o editorial aponta que

curiosamente, a parcela devolvida dos cruzados novos que não se deve destinar diretamente ao consumo pode gerar efeitos mais desestabilizadores. Na busca de abrigo para seus recursos liberados, os agentes podem causar perturbações nos mercados de risco – ouro e dólar – que, a rigor, devem tornar-se ainda mais especulativos quanto mais próxima estiver a devolução dos cruzados novos.

O problema adquiria uma dimensão crítica quando se considerava que

cada parcela dos cruzados novos devolvidos vai gerar um acréscimo de cerca de 12% da quantidade de moeda. Desde março do ano passado estes recursos estão compulsoriamente aplicados em títulos públicos, com prazos entre 18 e 30 meses, rendendo “correção monetária” mais 6% ao ano. O problema reside em evitar que eles retornem ao curtíssimo prazo, repetindo a situação do final do governo Sarney.

Na *Carta de junho* (nº 25), a necessidade de uma política monetária mais ativa seria abordada na mesma perspectiva. Dados então divulgados mostravam uma economia em rápido aquecimento, em especial o avanço das vendas no varejo em São Paulo, em março, que haviam crescido 10,2% reais na esteira do pagamento da antecipação dos reajustes salariais ocorrida naquele mês. Esse processo vinha acompanhado também por fortes indicações de que se encontrava em curso a recomposição dos níveis de estoques. “Para que a atual recuperação não seja prematuramente revertida – como aconteceu em programas anteriores – é preciso que o governo reforce os mecanismos clássicos de controle da demanda, de modo a não permitir que um rápido crescimento provoque a exacerbação das tensões inflacionárias.” Diante dos limites estreitos em que operava a política fiscal, a responsabilidade pela política de curto prazo recaía principalmente sobre a política monetária:

a taxa de juros terá que ser suficientemente elevada para, nesse período de descongelamento de preços, inibir a aquisição especulativa de insumos e bens finais e, mais adiante, estimular a reaplicação financeira dos cruzados novos liberados, evitando seu direcionamento para ativos especulativos ou para a satisfação de consumo reprimido em magnitude que a oferta seja capaz de atender.

Ao mesmo tempo em que reconhecia que, desde a posse da nova direção do Banco Central, as taxas no *overnight* vinham subindo, inclusive em termos reais, o editorial propõe-se a avaliar a Taxa Referencial de Juros (TR), instrumento criado no Plano Collor II, e suas implicações para o manejo da política monetária. Vale lembrar que a introdução da TR, calculada a partir das taxas de juros de CDBs de bancos privados, pretendia ser um indexador que olhasse “para frente”, reduzindo assim a inércia inflacionária. Embora houvesse críticas à utilização da TR como indexador, a avaliação é positiva: a TR havia sido superior à taxa de inflação ao consumidor em todos os meses, exceto fevereiro, e, embora isso pudesse sugerir uma superindexação (crítica feita inicialmente ao instrumento), no curto prazo ela havia sido importante para aumentar a credibilidade dos FAFs e das cadernetas de

poupança, mesmo não tendo evitado a migração parcial de recursos anteriormente deixados no *overnight* para outras aplicações.

A divergência entre percepção e realidade voltou a ser tema do *Panorama Conjuntural do Boletim nº 14, de julho de 1991*, tal como discutido anteriormente.¹⁵ Após identificar o fundo do poço da recessão pós-Plano Collor I, em fevereiro de 1991, a análise mostra que a economia havia voltado a crescer de forma acelerada, enquanto ainda prosseguiram os debates em torno da escolha entre combate à inflação e retomada do crescimento. Novamente, a análise aponta para os riscos desse rápido reaquecimento para o controle inflacionário, associando-o ao ambiente de maior liquidez derivado das expectativas da liberação dos cruzados novos bloqueados que ocorreria dali a alguns meses.

Embora reconhecendo que os condicionantes da política econômica naquele momento eram bem diferentes dos que prevaleciam antes da implantação do Plano Collor I, o que reduzia a probabilidade de uma aceleração maior da inflação, a análise destaca que “ainda permanecem latentes as condicionantes básicas do processo inflacionário, quais sejam, a necessidade de um equacionamento duradouro das formas de financiamento do setor público e um acerto de longo prazo nos esquemas de pagamento do passivo externo do país.” Mais ainda, a reversão das expectativas quanto à capacidade de um financiamento não inflacionário do setor público não poderia implicar o “desmantelamento do Estado como promotor dos bens públicos básicos a uma população carente e que, ao mesmo tempo, viabilize a retomada da capacidade de investimento do setor público”. A redução do *deficit* público obtida até aquele momento havia se baseado na contenção dos gastos públicos “cujo limite de compressão já foi ultrapassado”. Colocava-se assim a necessidade de “uma reforma fiscal abrangente que não apenas resulte numa estrutura de gastos mais eficiente – sempre um objetivo a ser perseguido –, mas recupere a carga fiscal a níveis compatíveis com a necessidade, a longo prazo, do Estado.” A questão da necessidade de elevar a carga tributária e reformar sua estrutura começa a ganhar corpo nas análises do grupo de conjuntura a partir da experiência do Plano Collor, tornando-se tema recorrente a partir daí.

Essa ampla reforma do sistema tributário seria tanto mais necessária quanto se constatava que o recurso a mecanismos *ad hoc* ao longo do tempo havia produzido distorções que acabaram por ampliar sua regressividade, impacto inflacionário e distorcividade em termos da alocação dos recursos. “A redução do número de impostos, a distribuição mais equânime da carga fiscal e a recuperação da base tributária, que permita a elevação da tributação a níveis comparáveis com os países industrializados, devem constituir os princípios básicos de tal reforma.”

15. Ver a discussão relativa às Cartas de Conjuntura nºs 11 e 12.

A análise destaca ainda a importância de uma solução para a dívida externa, que não pressione as contas do setor público e minimize a transferência de recursos reais para o exterior. Por fim, aponta também a necessidade de que as reformas estruturais, de maturação mais longa, como a abertura da economia ao comércio exterior e as privatizações, fossem reafirmadas por ações com calendário fixo e anunciado. Essas reformas sinalizariam os rumos futuros da economia, viabilizando o retorno do país à condição de receptor potencial de capitais externos a médio prazo.

Os editoriais das *Cartas de Conjuntura de agosto e setembro de 1991* (n^{os} 26 e 27) retomam as discussões sobre alternativas de política para a estabilização. Na primeira, a discussão se dá em torno da estabilidade como bem público: nessa perspectiva, a estabilidade econômica enfrentaria os mesmos problemas que a oferta daqueles bens, quais sejam, dificuldade de distribuir os custos de acordo com os benefícios individuais e o surgimento de comportamentos do tipo *free rider*. A análise mostra que trabalhadores e empresas tendem a se beneficiar de um ambiente estável, porém, “como um bem público, é impossível estabelecer, *a priori*, os benefícios que cada grupo derivará da estabilidade dos preços, inviabilizando qualquer tentativa de rateio dos custos.” A percepção em relação aos benefícios da estabilidade tornava-se ainda mais difícil na medida em que “processos inflacionários acelerados e duradouros acabam reduzindo o horizonte temporal da sociedade ao curtíssimo prazo”.¹⁶

Vale notar que a perspectiva de que mais um plano de estabilização caminhava para o fracasso torna a análise particularmente pessimista:

um ajuste econômico dessa natureza pode ser protelado por um longo período, através de medidas que permitam administrar a inflação ao invés de eliminá-la. A cada pequeno surto de recuperação econômica seguir-se-á uma fase de reaceleração inflacionária e, endogenamente, novo período recessivo. Mas o ajuste é inevitável e a demora em realizá-lo apenas eleva os custos sociais advindos de uma futura ação definitiva. As dificuldades de rateio dos custos podem fazer com que alguns bens públicos jamais sejam produzidos. Mas há um momento – após o país ter arcado com um pesado custo social – em que os benefícios da estabilização econômica se tornam tão superiores aos custos que esta se transforma em consenso nacional e o rateio dos custos assume papel secundário.

A *Carta* n^o 27 volta a analisar alternativas para a estabilização da inflação, enfocando a estratégia da dolarização. Identifica inicialmente uma mudança no quadro econômico a partir de julho com a frustração da expectativa de que, por meio das câmaras setoriais seria possível promover um melhor alinhamento dos preços relativos sem gerar pressões inflacionárias. Durante a fase de congelamento e reajustes administrados de preços, a inflação havia se comportado conforme as

16. Perspectiva defendida em análises anteriores; ver, por exemplo, a discussão sobre o BC n^o 2.

previsões, mas o processo de descongelamento coincidiu com forte aceleração da demanda, levando a uma reaceleração da inflação e exacerbação de expectativas desfavoráveis quanto ao seu comportamento futuro. A perspectiva de um aumento dos juros para frear a expansão da demanda recolocava novamente uma recessão no horizonte.

[E]nfim, completa-se mais um ciclo daquilo que tem sido a trajetória circular da economia brasileira nos últimos 10 anos: a alternância entre períodos de recuperação econômica, de inflação crescente e de recessão. As causas dessa crise são conhecidas e se manifestam principalmente como um problema fiscal – o virtual esgotamento do crédito público. Falta à sociedade convencer-se de que a solução desse problema é imperiosa, promovendo algum entendimento sobre a forma mais justa de distribuir os custos inerentes à sua superação. Ao invés disso, têm-se procurado soluções politicamente mais fáceis, que em situações de emergência muitas vezes se justificam, mas que terminam fracassando por não enfrentarem, com a devida ênfase, os efetivos problemas da economia brasileira.

Esse parecia ser o caso das propostas de seguir a experiência argentina com a dolarização. Decorridos cinco meses, o programa vinha se revelando um sucesso. Inspiradas no “efeito-Orloff”,¹⁷ começaram a surgir propostas de que o mesmo mecanismo fosse implementado no Brasil. Uma primeira questão, segundo o editorial, referia-se às perspectivas do plano argentino. Em especial, havia o risco de que a fixação da taxa de câmbio e a conversibilidade do austral se tornassem frágeis caso as reformas necessárias a sua sustentação não ocorressem no ritmo e na intensidade necessários como, por exemplo, parecia ser o caso da reforma fiscal. Nesse caso, o programa passaria a depender das expectativas quanto a futuras alterações, situação agravada pelo reconhecimento de que a fixação do câmbio havia ocorrido com certa sobrevalorização do austral.

Uma segunda questão referia-se ao significado do temo “dolarização”, em especial em comparação às propostas que circulavam naquele momento no Brasil, e pareciam referir-se principalmente à indexação do preço de ativos à taxa de câmbio, embora houvesse também propostas de introdução de um sistema bimonetário. Para o grupo de conjuntura do Ipea, a efetiva dolarização da economia “ocorreria quando uma segunda moeda – no caso, o dólar – passa a ter conversibilidade plena e circulação livre na economia, concorrendo em igualdade de condições com a moeda nacional”.

Na Argentina, não havia mecanismos formais de indexação e a poupança privada era há muito tempo dolarizada. Embora não de forma legal, a moeda

17. Expressão associada a uma propaganda de vodca da época, que tinha como mote *eu sou você amanhã*, aplicava-se ao fato de que várias políticas econômicas seguidas no Brasil – por exemplo, o Plano Cruzado – haviam sido antes implementadas na Argentina – no caso, o Plano Austral – com resultados semelhantes – no caso, o fracasso da experiência baseada em congelamento de preços e salários.

americana era amplamente utilizada para transações, o que fazia com que a economia argentina estivesse “*de fato* quase totalmente dolarizada, inclusive com grande parte dos preços ‘atrelados’ à variação cambial. Por isso mesmo, a quantidade de austrais em circulação e de ativos financeiros domésticos era relativamente pequena, permitindo que as reservas internacionais do país fornecessem elevada taxa de cobertura cambial” (grifo nosso).

O caso brasileiro, contudo, era muito diferente. O volume de ativos financeiros denominados em moeda doméstica e com elevada liquidez era muito grande, o que tornava o volume de divisas necessário para lastrear um programa de dolarização no Brasil muito superior ao nível de reservas internacionais no Banco Central. Assim, a análise conclui que “as pré-condições para o sucesso da dolarização – equilíbrio das contas públicas e do balanço de pagamentos – obviamente são as mesmas de um plano de estabilização menos inovador.”

Entre as discussões de caráter mais conceitual, sempre feitas no contexto do momento da economia, destaca-se aquela feita na *Carta de Conjuntura nº 28, de novembro de 1991*, sob o título *Reindexação e suas consequências*. A desindexação da economia havia sido um elemento central em quase todos os planos heterodoxos de estabilização – a exceção foi o Plano Bresser, no qual houve apenas uma mudança no sistema de indexação. O espírito presente em todos os planos era de que se atingiria a “inflação zero”, assumindo-se então que a extinção dos indexadores era definitiva. Contudo, à medida que ressurgia a inflação após um período de trégua – que, como visto, foi ficando cada vez mais curto – voltavam também as pressões no sentido de que “se institucionalizasse o que de uma forma espontânea já estava ocorrendo no mercado, vale dizer, um sistema de indexação explícito.” Essa era a situação daquele momento.

Essa questão havia aparecido antes,¹⁸ e envolve a comparação das “vantagens e desvantagens da indexação e as consequências de sua adoção no que diz respeito às políticas de estabilização.” Entre as primeiras, a principal é permitir um convívio menos desconfortável com a elevação constante dos preços, “garantindo parcialmente os mecanismos de operação dos mercados e, assim, o próprio funcionamento da economia.” A indexação preserva o sistema de preços relativos, reduz as incertezas e permite a realização de transações de prazos mais longos que não ocorreriam na sua ausência: “é essa racionalidade que faz a indexação surgir, inicialmente, em mercados extremamente sensíveis às flutuações dos preços, como é o caso dos mercados financeiro e cambial.” Ademais, a institucionalização da indexação ampla justifica-se também do ponto de vista social ao proteger a renda real dos segmentos sociais que não conseguem corrigir seus preços na magnitude e no ritmo necessários para evitar a corrosão de seu valor real.

18. Ver a discussão contida no Boletim Conjuntural nº 7, de julho de 1989, discutida anteriormente.

Entre os custos associados a esquemas de indexação generalizada, o principal, segundo a carta, é a redução da eficácia da política econômica:

Na medida em que a correção automática de preços é adotada, enrijece-se o sistema de preços relativos da economia, o que dificulta os ajustes indispensáveis para a correção dos desequilíbrios que venham a ocorrer entre oferta e demanda nos diferentes mercados. Especificamente, este processo de engessamento da estrutura de preços relativos tende a tornar a taxa corrente de inflação em uma espécie de piso inflacionário para os períodos posteriores.

Na ausência de uma “taxa de inflação de equilíbrio” – em que os preços relativos estariam “alinhados” – a indexação introduz um viés inflacionário na economia, visto que tentativas de alterações de preços relativos apenas ocorreriam quando alguns preços crescessem mais rapidamente que os demais. Essa ideia, que contradiz a noção de inflação inercial, parece ser um mecanismo importante por trás da contínua elevação da taxa de inflação naquele período. A consequência é que as políticas de controle da demanda, necessárias para impedir que a inflação se eleve diante de choques exógenos, têm de ser muito mais duras para surtirem o efeito desejado.

O balanço de 1991, feito no *BC nº 15, de outubro, e na CC nº 29, de dezembro*, destacava a forte volatilidade exibida pela economia naquele ano, o qual se encerrava com taxas de inflação em torno de 25% ao mês. O boletim destaca a sequência de *sobressaltos*: o fundo do poço da atividade econômica do início do ano; o congelamento de preços e salários e a reestruturação do sistema financeiro do Plano Collor II; a forte expansão da demanda após a antecipação dos dissídios e como decorrência do relaxamento monetário; a mudança da equipe econômica em maio; a aceleração da inflação; o aperto monetário com aumento da taxa de juros; e, a partir de meados do ano, a forte deterioração do resultado da balança comercial em razão da defasagem cambial. Em setembro, uma desvalorização de 14% do cruzeiro, voltou a colocar pressão sobre a inflação, exigindo novo aperto da política monetária.

A economia voltara a ficar sujeita ao *reinado das expectativas*, embora o boletim destaque, também, um fato novo, ocorrido em outubro, que poderia condicionar positivamente a evolução futura do país, afetando favoravelmente as expectativas. Tratava-se da proposta de Emenda Constitucional (EC) enviada pelo governo ao Congresso, com potencial para fazer a transição entre uma década de desequilíbrios fiscais e o lançamento das bases para o ajustamento econômico indispensável à retomada sustentada do crescimento. Essa emenda, fruto de “intensas negociações com as principais lideranças políticas e de alguns segmentos organizados da sociedade”, propunha uma abertura mais ampla ao capital estrangeiro e à iniciativa privada na produção de bens e serviços então sob responsabilidade do setor público. Criava

ainda as pré-condições para um ajuste fiscal perene ao permitir a redução dos gastos com pessoal, a rolagem e maior controle das dívidas de estados e municípios e a elevação das receitas do governo, “inclusive com dispositivos que garantem maior eficácia no combate à corrupção e à sonegação de impostos.”

O ano de 1991 havia sido particularmente tumultuado devido a mudanças radicais na condução da política econômica: a aceleração da inflação, de uma taxa média mensal de 17,5% ao mês no último trimestre de 1990 para 20,7% ao mês no primeiro bimestre de 1991 havia dado margem a expectativas extremamente exacerbadas quanto à evolução do processo inflacionário e à reação do governo àquela aceleração. A expectativa de um novo choque, visto como inevitável, gerava um intenso processo de reajustes preventivos de preços e desconfianças de que as aplicações financeiras poderiam ser alvo de novos confiscos. *“O Plano Collor II constituiu-se muito mais em uma resposta a essas expectativas do que em ação deliberada de contenção da inflação através de tratamento de ‘choque’. Ele foi uma consequência das dificuldades que o Banco Central enfrentava, crescentemente, na rolagem da dívida pública”* (grifo nosso). Essa descrição feita no *Panorama do Boletim nº 16, de janeiro de 1992*, constitui o pano de fundo para a análise das mudanças ocorridas após a nomeação de uma nova equipe econômica em maio do ano anterior. A mudança positiva das expectativas decorreria do fato de que “[u]m dos maiores méritos da nova equipe econômica foi o de ter conseguido convencer a sociedade de que não implantará qualquer tipo de ‘choque econômico’, restringindo aos instrumentos tradicionais da política monetária e fiscal o arsenal a ser utilizado no combate à inflação.” Embora se reconhecesse que o próprio nível da inflação reduzia a eficácia dos instrumentos de política, não se enxergava naquele momento o risco de descontrole do processo inflacionário.

Essa perspectiva seria reforçada na análise do *Boletim nº 17, de abril de 1992*, que depois de descrever o círculo vicioso em que a economia brasileira se encontrava, alternando períodos de elevada taxa de inflação com outros de forte contração da atividade econômica, observa que

agora, entretanto, já não se pode apontar a mesma imprevisibilidade. Há seis meses, desde o ajuste cambial do final de setembro, a economia brasileira não é submetida a qualquer tipo de intervenção brusca e inesperada, provavelmente o maior período contínuo em que isso ocorre nos últimos anos. A dissipação do clima generalizado de incertezas decorre, certamente, da incorporação e utilização sistemática dos instrumentos tradicionais de controle macroeconômico.

6 1992-1993: NOVO GOVERNO, REFORMAS E “O PAPEL DO ESTADO”

Na análise dos meses iniciais de 1992, destacam-se¹⁹ os “ensinamentos” que a sociedade teria retirado da década de crise crônica e mais acentuadamente do “sobressaltado” ano de 1991: “a percepção de que não se conseguirá debelar uma inflação crônica e periodicamente explosiva sem um ajustamento permanente das contas do setor público, e que esse é um processo lento, que requer paciência, custos sociais elevados e política econômica extremamente austera.” Alguns avanços visando ao equilíbrio fiscal e à recuperação do crédito público para o ano que se iniciava haviam sido alcançados com a aprovação da reforma tributária de emergência ao final do ano anterior, mas passos mais decisivos na direção de um ajuste fiscal permanente ainda dependiam da aprovação das medidas contidas na EC pendente de apreciação pelo Congresso, bem como do envio, prometido pelo governo, de “um amplo projeto de reforma fiscal, que, além de ampliar a base tributária e reduzir significativamente o atual número de tributos, determinaria uma nova distribuição de encargos entre a União, os estados e os municípios, medida de há muito preconizada por especialistas na área fiscal.” A análise conclui que “aliad[as] à continuidade do programa de privatização, desregulamentação e maior abertura ao exterior, e com a reinserção do país no mercado financeiro internacional, [essas medidas] constituem um conjunto de requisitos decisivo na busca da estabilização econômica.”

O tema voltaria a ser discutido no editorial da *Carta de Conjuntura nº 31, de março de 1992*, sob o título *O Estado que se deseja e a reforma fiscal*. Nele, procura-se avançar em relação à visão simplista de que a inflação seria consequência da resistência do governo em reduzir gastos, transformando o problema inflacionário “em um caso de mera indisciplina fiscal, conjugada à ineficácia e ao desperdício que sempre acompanharam a gestão pública.”

De acordo com a análise, a premissa de que o financiamento não inflacionário dos gastos públicos havia se tornado impossível no país – fenômeno expresso no caráter cada vez mais forte de quase-moeda assumido pela dívida pública – ignorava a possibilidade de ampliação da carga tributária: “nem a história econômica do país nas últimas décadas, nem as comparações internacionais, autorizam afirmar que nossa atual carga tributária é excessiva, havendo, portanto – caso isso se mostre necessário – espaço para financiamento não inflacionário dos gastos governamentais.”

Segundo a análise, havia consenso de que uma profunda reforma fiscal era indispensável à estabilização econômica, e de que, para isso, seria necessário equilibrar o orçamento consolidado do setor público, incluindo a previsão para cobertura dos *rombos*, conhecidos ou previsíveis no futuro próximo, “entre os quais os da

19. Boletim nº16, de janeiro de 1992.

Previdência Social e do sistema financeiro da habitação são os de maior vulto.” As concordâncias, no entanto, paravam por aí. “A principal divergência diz respeito ao que se pretende que venha a se tornar o novo ‘papel’ do Estado – exatamente o ponto de partida de uma reforma fiscal com características de uma reestruturação permanente – ou seja, a definição das funções que ele deverá desempenhar.”

Por um lado, estavam os que defendiam a redução dos gastos públicos como o principal instrumento do ajuste fiscal. O Estado deveria limitar-se às funções típicas de governo – justiça, segurança interna e externa etc. –, deixando ao setor privado áreas tão vitais quanto educação, saúde, seguridade social e outras. A esta posição, o editorial contrapõe que “o Estado que se deseja não é o que atualmente existe, mas conhecidas as enormes desigualdades de renda e riqueza que existem em nosso país, é inevitável a presença governamental, ainda maior que a atual, em áreas onde a iniciativa privada não obteria a necessária rentabilidade, marcadamente as de caráter social.”

Definido esse novo *papel* do Estado, o passo seguinte seria dimensionar o seu *tamanho ótimo*, ou seja, o grau de intervenção governamental nas áreas não tradicionalmente típicas, e, adicionalmente, a esfera de governo capaz de realizá-las de forma eficiente. A partir de comparações internacionais, constata-se “o reduzido nível e a baixa qualidade da intervenção governamental nas áreas sociais, realidade que só pode ser superada através de um esforço de racionalização e de um maior aporte de recursos.”

Isso, por seu turno, exigiria um aumento da carga tributária ou que o aumento de gastos fosse compensado pela eliminação ou transferência ao setor privado de gastos então sob responsabilidade do governo, “sem prejuízo das funções do Estado que se deseja.” Depois de observar que a carga tributária brasileira naquele momento não era alta, seja em relação ao passado, seja em comparação com países desenvolvidos ou mesmo com aqueles de dimensão econômica menor – como Espanha, Portugal e Grécia –, a análise conclui que “não parece esgotada a capacidade de financiamento não inflacionário do Estado brasileiro cabendo, então, após definido seu ‘tamanho ótimo’ e a esfera de governo que melhor pode desempenhar cada função, discutir o sistema tributário desejável”. Retoma-se então a discussão sobre a necessidade de alterar distribuição da carga tributária, considerada injusta, fortemente concentrada na cadeia produção-consumo de mercadorias e serviços e sobre a folha de salários. Além disso, destaca-se também a complexidade do sistema tributário, de modo que “[A] reforma do sistema deveria privilegiar uma estrutura mais simplificada e progressiva de tributos – cada um sob total controle de apenas uma esfera de governo, de modo a não comprometer seu poder arrecadador – e possibilitar uma fiscalização mais fácil e rápida que a atual.” Reconhece-se, ainda, a necessidade de impostos equalizadores, diante das disparidades regionais. Além

disso, “a efetiva carga tributária – a arrecadação ‘de fato’ como proporção da renda – pode ser significativamente aumentada pela redução dos atuais níveis de renúncia fiscal e de evasão de tributos, eventualmente dispensando uma elevação ‘teórica’ dessa relação.”

A *Carta de Conjuntura* nº 33, de junho de 1992, procurou avançar na discussão da reforma fiscal chamando a atenção para as mudanças no peso relativo dos diferentes níveis de governo na execução do orçamento consolidado do setor público. A motivação é dada pelo papel – negativo – que os governos estaduais haviam desempenhado no início do Plano Collor I ao contribuírem, por meio do forte aumento de seus gastos, para uma expansão da liquidez maior que a planejada pelas autoridades monetárias.²⁰ O aumento da influência de estados e municípios sobre o desempenho macroeconômico vinha da consolidação do princípio federativo na CF/1988, o que transformava as administrações subnacionais em agentes decisivos na luta pela estabilização econômica – fato cujo reconhecimento seria pré-condição para a definição de políticas federais.

Entre as mudanças ocorridas, a análise destaca a queda da receita disponível do governo federal, em contraste com as demais esferas de governo, e o aumento da participação de estados e municípios no investimento público. O avanço das esferas subnacionais na arrecadação não refletiu apenas o aumento da parcela a elas alocada nos fundos de participação, mas também os ganhos obtidos com a arrecadação de tributos específicos. O governo federal, ao contrário, vinha perdendo arrecadação real por diversos fatores: alguns circunstanciais, como a queda da atividade econômica; outros, derivados do aumento da sonegação e de contestações judiciais a tributos, da desindexação da receita tributária em períodos de inflação ascendente, da elevação dos limites de isenção do Imposto de Renda Pessoa Física (IRPF) e da redução da progressividade das alíquotas. De acordo com o editorial da Carta, “[O] desempenho singularmente desfavorável da receita tributária da União é um dos aspectos mais graves da atual crise fiscal.”

O espaço proporcionado pelo adiamento das despesas derivadas de cerca de 80% da dívida interna deveria ter permitido o início de um ajustamento mais profundo pelo lado do gasto. “Tal ajustamento, por circunstâncias muitas vezes fora do controle das autoridades federais, ficou restrito a uma política de controle do caixa do governo e de contenção do salário real do funcionalismo, que logrou reduzir o gasto real da União, ainda que por si só não garanta resultados permanentes.” Argumenta-se, contudo, que esse controle não seria capaz de produzir resultados permanentes, ou seja, produzir um ajuste fiscal que superasse desequilíbrios cuja origem estaria em características estruturais do Estado brasileiro.

20. O potencial de aumento dos gastos em nível dos estados havia surgido com o incentivo ao pagamento de impostos utilizando-se os cruzados novos bloqueados pelo Plano Collor.

Foi nessa perspectiva que o funcionamento da comissão da reforma adquiriu grande importância ao sinalizar para a sociedade a disposição do governo de levar a cabo as mudanças estruturais no setor público brasileiro. No entanto, alerta o editorial, a pressão, em termos de urgência, poderia resultar em que questões complexas não fossem tratadas com o devido cuidado. Adicionalmente, gerava-se a expectativa de que as medidas poderiam ter impacto imediato sobre o resultado fiscal – o que obviamente era irrealista e implicava risco de se desmoralizar, aos olhos dos agentes econômicos, a austeridade fiscal como o caminho correto para a estabilidade. Seria, portanto, necessário manter, paralelamente às discussões sobre a reforma, o esforço fiscal por meio dos instrumentos disponíveis.

Um segundo risco, também associado à perda de arrecadação no curto prazo como consequência das mudanças no sistema tributário, relacionava-se ao papel dos estados e municípios, que poderia inviabilizar qualquer iniciativa considerada prejudicial a seus interesses. “Questões que constituem avanços claros do ponto de vista tributário – por exemplo, o estabelecimento de um imposto abrangente sobre o valor adicionado incidindo no local em que o bem é consumido – podem vir a ser rejeitadas se os governos estaduais não tiverem participado ativamente das discussões técnicas pertinentes”. Esse risco se colocava diante da forte pressão para avançar nas reformas, sem que alguns pontos tivessem sido discutidos com a profundidade necessária e com base em estimativas confiáveis de seus efeitos. Trata-se, portanto, de uma análise de certa forma precursora de aspectos ligados à economia política das reformas, enfatizando, neste caso, as dificuldades decorrentes da estrutura federativa que passou a prevalecer após a Constituição de 1988.

A conclusão dessa discussão é que a reforma fiscal

não deve ser vista como o único instrumento do ajuste fiscal e, sim, como o de sua posterior sustentação e manutenção. *Ajustar as contas públicas é tarefa mais imediata a ser perseguida de forma contínua e sem descanso, ao mesmo tempo em que se discute e se “costura” um amplo acordo em relação à Reforma*” (grifo no original).

O tema seria retomado no *Panorama do Boletim Conjuntural* nº 18, de julho de 1992. Após reconhecer os avanços obtidos nos meses anteriores, e que haviam possibilitado até mesmo uma recuperação da atividade econômica, a análise caracteriza o quadro daquele momento com um “equilíbrio macroeconômico de alta inflação”, por sua própria natureza bastante instável. Sua reversão exigiria a ratificação da renegociação da dívida externa, recém-acertada com o comitê assessor dos bancos, e, principalmente, o efetivo equacionamento das contas públicas “tornando o ajuste fiscal uma prioridade absoluta”. No entanto, “as dificuldades do governo em negociar o ajuste fiscal pretendido sugerem que é alto o risco de um ajuste insuficiente”, centrado apenas na redução de alguns componentes da carga fiscal e produzindo o efeito inverso ao pretendido.

O editorial da *Carta de Conjuntura* nº 34, de agosto de 1992, retoma uma questão abordada em análises anteriores – de certa forma, também ela relacionada à *economia política* da estabilização: as pressões pelo abandono de políticas contracionistas em decorrência do que viria a ser chamado mais tarde na literatura sobre o tema de “fadiga de ajustamento”. Não obstante a recuperação em curso, percebida com defasagem pela população, aumentava a insatisfação com a política econômica, atribuindo-lhe uma situação de “empobrecimento” que resultava, na verdade, de desequilíbrios acumulados ao longo de mais de uma década. Segundo o editorial, “[F]az-se necessário, portanto, colocar esse quadro que, afinal não é recente, numa perspectiva histórica”. A análise destaca então aspectos estruturais do desenvolvimento brasileiro, como o protecionismo, o controle de preços, forte presença de empresas estatais e enorme endividamento externo e interno. Embora reconhecendo as razões por detrás de algumas dessas características, nota-se que elas haviam deixado progressivamente de existir e observa-se que “[E]stas constatações foram crescente e relutantemente assimiladas pelas equipes econômicas ao longo desses doze anos. Nenhuma delas, entretanto, foi capaz de colocar em ação um programa amplo de reformas estruturais buscando remover todos os gargalos mencionados. As tentativas, todas parciais, foram persistentemente derrotadas.” Defende-se, então, a postura da equipe econômica que, diante do desajuste institucional e da nova ameaça de hiperinflação, havia procurado “desarmar o aparato de intervenção governamental herdado, visando recuperar a capacidade dos instrumentos de política econômica, dando ainda continuidade ao programa de reformas estruturais iniciado pela primeira equipe econômica do atual governo.”

Essas reformas consistiam na liberalização do comércio exterior; retomada das relações com a comunidade financeira internacional; privatização de empresas públicas e desregulamentação de serviços e da administração pública; liberação dos preços; reforma administrativa; e, o Programa Brasileiro de Qualidade e Produtividade. Observa-se que os êxitos alcançados na implementação desse programa de reformas haviam sido insuficientes seja para estabilizar a economia, seja para reduzir os custos econômicos e sociais da tentativa de estabilização em curso – sendo que, em alguns casos, as reformas tendiam a acentuar esses custos. Não se tratava, contudo, de um problema da política em curso, e sim “a tônica de todo período pós-1980”.

Do conjunto de reformas destacado anteriormente, destaca-se pela ausência “uma vez mais o sempre inalcançado ajuste fiscal”, visto que todas as tentativas feitas no passado se mostraram, *a posteriori*, insuficientes, esbarrando na elevada rigidez das despesas em todas esferas de governo, e limitando-se, como naquele momento, à contenção dos gastos com pessoal e ao controle do fluxo de caixa. A análise conclui na mesma linha de boletins e cartas anteriores:

É possível, pois, constatar que a sociedade está novamente frente à decisão que vem sistematicamente adiando – fazer o ajuste fiscal suficiente e definitivo. E isso compreende os seguintes componentes: reforma do sistema tributário socialmente injusto e operacionalmente complexo; corte e reordenação dos gastos públicos e sua redistribuição entre esferas de governo; cortes de subsídios e incentivos fiscais; e, reforma da Previdência Social.

Em contraste com as dificuldades enfrentadas na obtenção das condições internas para uma estabilização duradoura, no plano externo, a situação parecia evoluir favoravelmente, com destacado no editorial da *Carta nº 35, de setembro de 1992*. Destacam-se na análise a resposta positiva das exportações à desvalorização cambial do ano anterior – no final de 1991 a taxa de câmbio efetiva real estava 35,8% mais desvalorizada do que na média de 1990 – e a retomada dos fluxos voluntários de capitais privados para o país, os quais, após uma década de ausência, haviam voltado a crescer fortemente em 1992. Como consequência, as reservas haviam aumentado US\$ 11,5 bilhões nos primeiros nove meses do ano, atingindo US\$ 20 bilhões – “uma posição confortável para evitar movimentos especulativos que poderiam dar origem a uma crise cambial.” A análise destaca ainda o acordo de intenções firmado com os bancos comerciais credores, mesmo que a expectativa fosse de um alívio pequeno sobre as contas externas. As principais vantagens do acordo seriam a normalização das relações com a comunidade financeira internacional e a “reestruturação da dívida por um período de até 30 anos, em lugar de sua simples rolagem, além de conceder algum abatimento do principal e estabelecer um teto para a taxa de juros, tornando o país menos vulnerável a suas eventuais flutuações.” A conclusão é que “os fatores antes mencionados parecem sugerir que o setor externo poderá deixar de se constituir em um fator impeditivo à retomada do crescimento.”

No *Boletim nº 19, de outubro de 1992*, a tônica do panorama foi a falta de informações devido a uma greve do IBGE, o que na prática dificultava a análise da conjuntura econômica e as projeções normalmente feitas. O boletim traz, porém, um *suplemento* com artigos assinados sobre as principais questões estruturais da economia brasileira, visando subsidiar as discussões na transição de governo pós-*impeachment*. As questões estruturais discutidas nessas notas técnicas guardam estreita relação com as reformas analisadas na *Carta nº 34, de agosto de 1992*, incluindo uma discussão geral sobre a crise econômica e social dos doze anos precedentes, o ajuste fiscal, reforma do sistema financeiro, impactos da abertura comercial, privatização, desregulamentação, seguridade social, a relação entre desigualdade social e inflação, educação e uma visão do panorama social brasileiro. Como se verá, diversas destas questões irão reaparecer em análises posteriores.

Como discutido anteriormente,²¹ o tema da reforma fiscal numa perspectiva de longo prazo sempre esteve entre as principais preocupações do grupo de conjuntura. Na *Carta nº 36, de novembro de 1992*, o tema é retomado a partir das discussões então em curso envolvendo mudanças no sistema tributário a partir da proposição “do exótico Imposto Único”. A abordagem é semelhante à da Carta nº 31: “Não faz sentido pensar em alternativas de financiar o gasto público, nem a distribuição de sua responsabilidade, se não se sabe o montante necessário para atender as demandas da sociedade. *Sabe-se apenas que o Estado brasileiro, tal como desenhado pela Constituição de 1988, não pode ser financiado pelo sistema de tributos e transferências por ela legado, implicando uma tendência permanente ao deficit na esfera federal*” (grifo nosso).

Ou seja, novamente a sugestão de encaminhamento da reforma fiscal envolve, como passo inicial, o esforço no sentido de determinar o tamanho do Estado, assim como a repartição de atribuições entre as esferas de governo. “É nesse contexto que cabe a discussão de questões como a redistribuição setorial da carga tributária, a regressividade do sistema, a eliminação ou não de tributos cumulativos etc.”

O pano de fundo da análise é a proposta de Emenda Constitucional enviada ao Congresso ainda pelo presidente Collor com o objetivo de viabilizar o ajuste fiscal, uma vez esgotadas as possibilidades de controle do gasto via compressão salarial do funcionalismo e redução dos investimentos. No entanto, diante do agravamento da situação macroeconômica, a análise vai enfatizar a perspectiva de curto prazo, que era aumentar as fontes de arrecadação tributária, especialmente para reduzir o desequilíbrio projetado para o ano seguinte. Da mesma forma que na Carta nº 31, enxergava-se o risco de que a tentativa de realizar um debate estrutural, quando a demanda mais premente era gerar recursos de caixa a curto prazo, poderia inviabilizar os dois objetivos. A análise conclui então pela necessidade de se abandonar as críticas das propostas contidas na EC – elevação da carga tributária e ênfase em tributos com características de cumulatividade, mas de elevado *rendimento fiscal* –, reconhecendo que o objetivo básico era “gerar recursos para equilibrar as contas da União em 1993 e, com isso, garantir algum fôlego para que as medidas de caráter estrutural possam ser objeto de discussão mais profunda por ocasião da revisão constitucional.”

A partir de dezembro de 1992, uma série de editoriais da Carta de Conjuntura vai retomar a discussão sobre a importância de a política macroeconômica priorizar o combate à inflação. Considerando que nesse período a taxa de inflação havia acelerado para atingir 30% ao mês em janeiro de 1993, pode parecer estranho que o tema fosse objeto de análise. Contudo, como em outras ocasiões no passado, o fato de a economia encontrar-se em recessão abria espaço para propostas que

21. Ver as análises na Carta de Conjuntura nº 31, de março de 1992.

defendiam que a prioridade deveria ser a retomada da atividade econômica, via flexibilização da política monetária, juntamente com uma política de recomposição dos salários reais. Segundo o argumento dos que defendiam essa visão, a redução dos juros e a aceleração da economia levariam a um aumento da arrecadação e queda do *deficit* público. Em *As lições da crise*, de dezembro de 1992, recorre-se à trajetória de sucessivos fracassos de planos de estabilização dos doze anos anteriores para identificar os fatores que, ao final, haviam determinado uma deterioração das condições econômicas, incluindo inflação em patamar elevado e queda de 10% no produto *per capita* apenas nos três anos anteriores. Como nas análises anteriormente descritas, a conclusão era de que “[O]que parece claro das lições da crise brasileira é que, enquanto não se eliminar sua causa central – que é a crise do setor público –, as tentativas de retomada do crescimento econômico continuarão resultando apenas em surtos, cada vez mais curtos, com agravamento da situação anterior.” Em *Combater a inflação: o objetivo primordial*, de fevereiro de 1993, o pano de fundo era a o ressurgimento da tendência à aceleração inflacionária, destacando-se seus efeitos negativos sobre o crescimento econômico e o caráter perverso que a inflação tem sobre as camadas mais pobres da população. Em *O combate à inflação é a melhor política social*, Carta de Conjuntura de março de 1993, retoma-se a discussão iniciada na carta anterior quanto aos efeitos negativos da inflação sobre a pobreza e a desigualdade na distribuição de renda. Fatores como a perda de poder aquisitivo ao longo do mês devido à falta de acesso a aplicações financeiras, a queda real dos salários quando a inflação acelera, devido a mecanismos de indexação que apenas repõem a inflação passada, e a desestruturação do mercado de trabalho formal são apontados como determinantes para a piora do quadro social, apoiando-se, inclusive, em estudos pioneiros realizados pelo Ipea naquele momento.²²

O dilema colocado diante do governo, então, era engajar-se em um programa antipobreza de caráter assistencial, incorrendo em elevados custos financeiros, ou implementar uma política anti-inflacionária tradicional, apoiada na contenção dos gastos públicos. De um lado, pesava a situação “quase desesperadora” em que vivia considerável parcela da população. De outro, a evidência de que só com o fim da inflação seria possível retomar o crescimento e assim pensar numa política social realmente eficaz. O desafio então era implementar um programa social que trouxesse efetivos resultados sem desequilibrar ainda mais as contas públicas. Segundo a carta,

uma ação decisiva de combate aos graves problemas sociais do país não pode estar dissociada de um cenário em que a perspectiva dominante seja a de um ajuste fiscal. O malogro das recentes tentativas de elevação da carga fiscal e a intensa oposição que a aprovação do IPMF hoje recebe, independentemente da procedência ou não

22. Alguns estudos foram divulgados preliminarmente em Suplemento no BC nº 19, de outubro de 1992, conforme mencionado anteriormente.

dos argumentos utilizados, mostram de forma eloquente que ainda falta muito para que se perceba a inevitável vinculação e o alto grau de causalidade entre inflação e pobreza. É difícil conceber como os programas emergenciais que hoje se discutem possam ser implantados, com o alcance e a profundidade requeridos pela gravidade da situação atual, na ausência de um efetivo ajuste fiscal.

Se as consequências da inflação sobre a pobreza e a desigualdade social foram explicitadas na Carta de março; na de maio, o foco do editorial é a dinâmica da dívida pública e o financiamento dos *deficits* públicos. No editorial *Fatos e mitos sobre a dívida pública*, explora-se uma dimensão crítica do processo inflacionário, a qual, de certa forma, encontra-se na própria origem daquele desequilíbrio e de seu contínuo crescimento: o caráter de quase-moeda assumido pela dívida pública. A análise começa por observar que o tamanho da dívida pública mobiliária em circulação no mercado era da ordem de US\$ 40 bilhões, o que correspondia a cerca de 8% do PIB – inferior à média dos anos 1980 (8,7% do PIB) e muito menor que os níveis observados em países industrializados, onde oscilava entre 40% e 60% do PNB, alcançando valor superior a 100% do PNB no caso do Japão. Em relação ao custo dessa dívida mobiliária fora do BCB, o editorial argumenta que “o ônus financeiro da dívida, conquanto não desprezível, pareceria suportável, sobretudo tendo em vista sua tendência mais provável a diminuir em futuro próximo.” O prazo médio da dívida era bastante curto: embora os títulos pós-fixados do Tesouro, indexados ao IGP-M ou à TR, pudessem alcançar prazos de até quinze meses, os de responsabilidade do Banco Central, com rendimentos nominais prefixados, tinham prazos de 28 a 35 dias. “Essa peculiaridade, reforçada pelo compromisso de liquidez garantida e diária desses títulos assegurada pela autoridade monetária, remete a outra faceta importante e polêmica que a dívida pública mobiliária federal assumiu de longa data na economia do Brasil: a sua característica de ‘quase-moeda’, ou ‘moeda indexada’.”

O editorial enfatiza a atuação do Banco Central como agente de financiamento do governo federal, de modo que sua atuação no mercado aberto no Brasil havia se transformado em mecanismo *permanente* de administração da dívida pública, ao invés de instrumento *eventual* de política monetária, “em confronto aberto com o dispositivo constitucional que veda ao Banco Central o financiamento do Tesouro.” Para que o Banco Central pudesse voltar a desempenhar apenas sua função de autoridade monetária seria preciso separá-lo da gestão financeira do Tesouro, permitindo que este se relacionasse diretamente com os mercados financeiros na administração da dívida pública. Os pressupostos para que isso pudesse ocorrer sem traumas e de forma eficiente, ordenada e segura, incluindo-se aí a eliminação da garantia de liquidez diária, envolviam o resgate total dos títulos do BCB; o alongamento do perfil da dívida; a redução de seus custos, aproximando-os da taxa de crescimento da receita tributária; e, “a clara percepção pelos agentes da

economia de que o setor público federal é solvente a curto, médio e longo prazos, ou seja, a recuperação da credibilidade perdida pelo governo sobretudo nos últimos sete anos, em que se sucederam quase todas as formas e tipos de planos heterodoxos, choques, confiscos, calotes etc.” (grifo no original). Mesmo que houvesse algumas ações no sentido de reduzir custos e alongar o perfil da dívida, bem como propostas no sentido de desvincular as contas do Banco Central das do Tesouro, “a recuperação da credibilidade financeira do governo ainda não está no horizonte, porque depende fundamentalmente do tão prometido, discutido e nunca alcançado *ajuste fiscal*. Desse objetivo, infelizmente, nunca se esteve tão longe como agora” (grifo no original).

7 1993-1994: RUMO AO PLANO REAL

Em junho de 1993, com uma nova equipe econômica no governo, foi anunciado o Plano de Ação Imediata (PAI) visando enfrentar os desequilíbrios fiscais de curto prazo. Trata-se, como se sabe, do passo inicial do processo que levaria ao Plano Real, mas naquele momento não se tinha ideia da trajetória à frente. Não obstante, o Editorial da *Carta nº 41, de junho de 1993*, assume uma postura de firme defesa das medidas anunciadas: reprogramação orçamentária – ao invés do simples controle do caixa do Tesouro, como se vinha fazendo até então; ganhos de arrecadação a partir do esforço efetivo de combate à sonegação e de melhoria da administração tributária; e, reforço ao programa de privatização via inclusão dos setores elétrico e ferroviário, ampliação das moedas de privatização – permitindo antever a solução para alguns megapassivos do governo – e extensão do programa a empresas estaduais de energia elétrica via transformação dos débitos das concessionárias junto à Eletrobras em participação acionária.

Entre as características positivas do programa, estava o fato de que sua implementação não envolvia mudanças legais, dependendo apenas do Executivo.

Para combater a sonegação, impedir que bancos estaduais emprestem dinheiro a seus controladores ou reter recursos de transferências intergovernamentais a governos subnacionais inadimplentes não é preciso nada mais do que fazer cumprir a legislação já existente. Cumprir e fazer cumprir a lei. Este é um fator que tanto minimiza as dificuldades legais para a implementação do Programa quanto permite sinalizar para a sociedade o efetivo grau de comprometimento da atual equipe para com as medidas ora propostas.

Às críticas de que o programa, para ser bem-sucedido, deveria obter apoio político, e que ele seria insuficiente do ponto de vista fiscal, a análise respondia argumentando que o termo *imediato* deveria ser lido tanto no sentido de *urgente* quanto de *inicial*. Não se esperava que ele fosse capaz de reduzir, drástica e rapidamente, a inflação; além disso, não poderia ser taxado de insuficiente na medida

em que se constituía apenas “na parte inicial, urgente e factível, para o ajuste das contas públicas, condição necessária a um plano de estabilização que pretende ser bem-sucedido.”

A própria inflação, contudo, representava um fator que dificultava o ajuste fiscal. Por um lado, porque “a própria instabilidade econômica, associada a um imenso quadro de carência, especialmente nas áreas social e de infraestrutura, tornam um programa de ajustamento fiscal centrado no corte do gasto público, extremamente vulnerável a pressões.” Por outro, porque um ajuste completo envolveria corrigir as tarifas públicas num momento em que a inflação oscilava entre 25% e 30% ao mês. Contudo, “iniciar um ajuste profundo e convincente altera as expectativas e, conseqüentemente, as decisões dos agentes econômicos, criando condições mais propícias ao combate à inflação. [A] valer o diagnóstico do Ministério da Fazenda, com o qual concordamos, de que as expectativas são, nas condições atuais, mais importantes do que a inércia inflacionária, é recomendável que parte do ajuste do setor público seja realizada anteriormente a medidas de ataque frontal à inflação”.

Apesar disso, em algum momento, seria necessário atacar a inércia. Embora fosse difícil determinar o melhor momento para isso, a análise sugere que ele estaria relacionado ao convencimento da sociedade de que havia vontade política para efetivar o ajuste fiscal definitivo, por exemplo, “promover na revisão constitucional – cujo início está programado para outubro – um segundo choque de credibilidade com um amplo reordenamento do setor público brasileiro.” Em relação ao tipo de ajuste para romper a inércia, a análise lembra que o ambiente institucional e a aversão generalizada dos agentes econômicos a choques recomendavam políticas negociadas de rendas, como a prefixação negociada de preços e salários.

No *Boletim nº 22, de julho de 1993*, argumenta-se que “embora [a inflação] não aponte para nenhum movimento explosivo, continua sua tendência de crescimento no curto prazo”, refletindo a indexação generalizada e a tendência autônoma de aceleração diante dos recorrentes movimentos de reordenação de preços relativos. Na visão do boletim, o diagnóstico da equipe econômica era de que a inflação brasileira “possuía dois componentes principais: um de expectativas, alimentado pelo descontrole do governo sobre as contas públicas; e, outro, de caráter inercial decorrente da indexação que, acredita-se, terá de sofrer algum tipo de ataque específico, mas, apenas, após o efetivo ajuste das contas públicas.” A estratégia, com base nesse diagnóstico, era “fazer um ajuste fiscal mínimo, invertendo-se o sinal das expectativas para, posteriormente, implantar-se algum programa de estabilização que rompa o caráter inercial da inflação.” Só que o PAI começava a enfrentar resistências que reduziam seu efeito sobre as expectativas, de modo que a esperada queda da inflação não ocorreu, mantendo-se, ao contrário, na sua trajetória

de contínua elevação. Entre essas resistências destaca-se a aprovação de uma nova lei salarial reajustando mensalmente os salários pela inflação plena e concedendo, adicionalmente, aumento real de 3% mensais ao salário mínimo.²³

Nas análises do grupo de conjuntura, a eliminação da inflação exigia uma estratégia complexa, que envolvia tanto o ataque à sua causa fundamental – o desequilíbrio fiscal – quanto uma política de rendas. Assim, seria possível neutralizar, simultaneamente, o componente de expectativas e o inercial, reduzindo os custos sociais associados à estabilização. No entanto, na experiência brasileira recente, as tentativas de utilizar políticas de rendas não haviam sido precedidas ou acompanhadas das medidas de ajustes estruturais como as que estavam sendo propostas no PAI. Alternativamente, medidas de ajuste fiscal acompanhadas por políticas monetárias extremamente contracionistas tinham gerado um custo social e político tão alto que haviam sido abandonadas antes que pudessem produzir seus efeitos. Por fim, ensaios de entendimento com vistas a um pacto social “não prosperaram, ao que parece por falta de convicção, vontade política ou sustentação do próprio governo.”

As resistências enfrentadas pelo PAI conferem um tom dramático à análise:

diante de toda essa experiência fracassada, de tantos anos de sacrifícios, temos hoje a convicção de que pode estar próxima a oportunidade histórica de se proporem entendimentos mais consistentes com vistas finalmente a uma política coerente de rendas no âmbito de um amplo entendimento nacional e, simultaneamente a ampliação, aprofundamento e, sobretudo, execução das medidas propostas no PAI.

A percepção de que um novo programa de estabilização visando romper com a inércia inflacionária estava a caminho estimulou as discussões em torno das pré-condições para sua implementação, bem como sobre a sequência de passos naquela direção. Novamente, a questão fiscal assume papel primordial nessas discussões. Na *Carta nº 42, de agosto de 1993*, sob o título *O confuso debate sobre o ajuste fiscal*, o editorial foca em temas polêmicos do debate, todos eles de certa forma abordados anteriormente neste capítulo. O ponto de partida é o reconhecimento de que havia um consenso em torno da necessidade de um ajuste, mas esse consenso desaparecia tão logo se passava à discussão quanto ao “elenco e ao escopo das medidas destinadas a efetivá-lo.” A controvérsia convertia-se em impasse quando a discussão avançava no sentido de se “propor medidas concretas para sua realização”. Voltando a um tema amplamente discutido ao longo desta resenha, a análise mostra que as dificuldades para superar o impasse relacionavam-se, em parte, a uma “histórica incapacidade que a sociedade brasileira tem de resolver conflitos – e esse é certamente um dos mais importantes”, e em parte também à grande confusão conceitual que persistia no debate a respeito do ajuste. Afirma

23. Pela regra vigente, o reajuste mensal correspondia a apenas 60% da inflação do mês anterior.

o editorial: “vale ressaltar que parte dessa confusão decorre exatamente da intensidade do conflito acima apontado, de vez que ela dificulta a discussão acerca da distribuição das perdas associadas inevitavelmente ao processo de ajustamento. Nesse sentido, a confusão conceitual é bem-vinda para alguns.”

Uma primeira confusão referia-se ao fato de que o Tesouro tinha apresentado *superavit* de caixa durante o período Collor. Obviamente esses resultados refletiam medidas excepcionais pelo lado da arrecadação, incluindo a possibilidade de recolhimento de impostos utilizando os cruzados novos retidos e a tributação de ativos, e pelo lado do gasto, associadas à interrupção dos pagamentos relativos à dívida pública. Passados esses ganhos transitórios, a volta da inflação passou a contribuir para esses resultados positivos via contenção do salário do funcionalismo e adiamento de despesas pelo “controle do gasto na boca do caixa”. Ganhava corpo naquele momento a percepção de que a inflação possibilitava um ganho adicional ao Tesouro²⁴ via corrosão do valor real das despesas orçamentárias, fixadas nominalmente no orçamento, num autêntico efeito-Tanzi ao revés. Obviamente, cálculos com base em critérios por competência revelavam resultados deficitários, o que não impedia aqueles que não enxergavam o desequilíbrio fiscal como a principal causa da inflação de argumentar que “não era aí que residia o problema”.

Pelo lado da receita, uma fonte constante de confusão eram os recorrentes pacotes tributários de final de ano – em geral, alterações limitadas em tributos específicos, mas que passaram a ser denominados de *reformas*. A confusão nesse caso ocorria entre a necessidade de um ajuste fiscal amplo e permanente e medidas de caráter imediatista, ainda que necessárias em seu contexto. Esses pacotes envolviam na maioria das vezes “impostos não declaratórios, de fácil arrecadação, difícil evasão e fora da partilha obrigatória com estados e municípios. Não só os criando, como o recente IPMF, mas também elevando seguidamente suas alíquotas, como o Finsocial, atual Cofins.”

Denominar de *reformas* esses pacotes tributários implicava aumentar a resistência dos contribuintes – e, àquela altura, também do Judiciário – a uma verdadeira mudança no sistema tributário, ao mesmo tempo em que aumentava a evasão tributária e a contestação judicial. “A existência de impostos e contribuições com características negativas, do ponto de vista da determinação de preços relativos e na decisão alocativa privada – os chamados tributos “em cascata” – expõe a estrutura tributária a críticas constantes e exageradas. Normalmente tais críticas resultam em propostas de reformulação completa e radical, as quais, se levadas a cabo, inviabilizariam o Estado brasileiro. O argumento do editorial é que a complexidade do sistema tributário estava associada principalmente aos impostos sobre valor adicionado (ICMS e IPI) e ao IR, impostos de concepção recente “que foram

24. Além daquele associado ao imposto inflacionário.

aperfeiçoados ao longo do tempo no sentido de atenderem aos objetivos de melhor justiça fiscal e neutralidade alocativa.” Diante de taxas de inflação muito elevadas por período muito longo, sua complexidade decorria dos esforços da administração tributária no sentido de proteger o valor real da receita pública:

criaram-se indexadores os mais diversos, alteraram-se prazos de recolhimento, mudaram-se bases de tributos etc., numa tentativa de minimizar as perdas decorrentes da inflação, tanto as ocasionadas pelo chamado efeito-Tanzi, quanto as causadas pela competente engenharia tributária que o setor privado vem realizando. Assim, se alguma reforma no futuro vier a eliminar todos os impostos, contribuições e taxas, exceto o IPI, o IR e o ICMS, o sistema tributário brasileiro continuará sendo um dos mais complicados do mundo, enquanto não se eliminar a inflação.

A análise discute, por fim, a questão do *timing* do ajuste fiscal *vis-à-vis* as medidas anti-inércia, isto é, se o ajuste seria uma pré-condição para a queda da inflação, se ocorreria automaticamente após a implementação de medidas heterodoxas ou se deveria ser realizado após a estabilização devido às condições mais favoráveis. A resposta é que “[A] experiência brasileira e internacional parece mostrar que o *timing* pouco importa, desde que o ajuste estrutural – entendido como aquele capaz de financiar o setor público de forma não inflacionária – seja efetivado a tempo de impedir que o desequilíbrio fiscal volte a pressionar a inflação e a deteriorar as expectativas dos agentes econômicos.” No Brasil, “devido ao nível da inflação, à facilidade com que ela muda de patamar e às dificuldades de ordem política e institucional que as ações voltadas ao equilíbrio fiscal têm enfrentado nos últimos anos, o ajuste tem que ser empreendido antes, durante e depois do choque.”

Na perspectiva da revisão constitucional que se aproximava – e em relação à qual o grupo de conjuntura parecia nutrir a expectativa de que pudesse vir a tratar das questões críticas para a obtenção de um ajuste fiscal permanente – a análise mostra a necessidade de que a discussão se desse com base em propostas embasadas em sólido suporte técnico: “[A] multiplicidade e a complexidade dos conflitos – explícitos ou não – associados ao ajuste fiscal, de cunho inter-regional, entre o setor público e privado, dentro do setor público, dentro do setor privado, entre trabalho e capital, entre trabalhadores ativos e inativos etc., e a força política de alguns desses segmentos tornam o processo de ajuste permanente do setor público necessariamente lento e difícil, requerendo que as propostas apresentadas sejam embasadas em sólido suporte técnico. Apenas para dar um exemplo, não se pode conceber a elaboração de propostas de reformulação profunda no sistema tributário quando não se pode avaliar minimamente sua real incidência, completamente distorcida pela inflação e pelo comportamento defensivo dos agentes públicos e privados em relação a ela.”

A *Carta nº 43, de setembro de 1993*, continua no mesmo tema, com o editorial *Ainda o ajuste fiscal*. Inicialmente, reforça a preocupação com os riscos de uma reforma do sistema tributário na medida em que

os principais defeitos apontados pelos defensores de sua reformulação mais ampla – sua complexidade e incidência desequilibrada entre contribuintes – ou decorrem de forma direta, ou são magnificados pela inflação elevada. Assim, a adoção de uma das várias propostas “simplificadoras” no campo tributário que têm sido lançadas nos últimos anos provavelmente se mostrará, na prática, extremamente danosa do ponto de vista da receita pública, e desastrosa em termos do ajuste fiscal que se procura promover.

Assim, o foco do ajuste deveria ser o controle dos gastos. Também aqui, contudo, alguns artifícios, como o controle do caixa, davam sinais de esgotamento, além de não se constituírem em *solução*, visto que apenas explicitavam a dependência do governo em relação à inflação. A solução seria o corte dos gastos no orçamento, estratégia que esbarrava em dois problemas: a falta de cooperação do Legislativo, “que tem se mostrado bastante criativo ao restabelecer os gastos cortados por ocasião da elaboração da proposta de orçamento”, e, mais importante, a rigidez do orçamento, que, segundo estimativas, chegava a níveis superiores a 90%. “[A] rigidez dos gastos está associada de forma profunda à forma como o setor público brasileiro se desenvolveu nas últimas décadas e que se cristalizou com a Constituição de 1988. Daí decorre que, sem uma reforma constitucional, dificilmente se poderá alterar tal situação.”

Havia pouco espaço para alterar aquilo que se convencionou chamar de conquistas sociais. Mesmo que muitas sequer tivessem se materializado por falta de recursos para financiá-las, a crise social tornava improvável uma ação legislativa nesse sentido. A redução dos gastos com funcionalismo exigiria mudanças nas regras de estabilidade, caso em que a perspectiva de eleições no ano seguinte, enquanto obstáculo à sua aprovação, voltava ser relevante. Por fim, havia a possibilidade de se rediscutir a distribuição de encargos entre esferas de governo, tornando-a mais compatível com a repartição da receita tributária. Porém esforços nesse sentido até aquele momento haviam sido neutralizados no Congresso, inclusive uma proposta de reforma apresentada em 1992 contendo medidas voltadas à descentralização de encargos e que fora descartada em função de controvérsias na área do federalismo fiscal. A conclusão da análise é que “a profundidade das reformas requeridas para que se possa reduzir de forma significativa as despesas públicas é um empecilho importante para sua adoção.” Por outro lado, “tais reformas exigem discussões amplas, profundas e, por consequência, demoradas, requerendo um prazo que a gravidade da crise não parece conceder. Nesse sentido, e dadas as restrições políticas associadas a um ano de eleições gerais, parece haver uma profunda incompatibilidade entre o gigantismo da tarefa e o pouco tempo para realizá-la.”

Desde meados de 1993, as análises do grupo de conjuntura vinham apontando para uma recuperação da atividade econômica, após forte queda em 1992. Essa recuperação era de certa forma surpreendente na medida em que ocorria em meio a uma nova aceleração da inflação, que havia dobrado de patamar no ano anterior, e sem que medidas estruturais permitissem antever a reversão do processo. O *Boletim nº 20, de janeiro de 1993*, previra perspectivas não muito animadoras para o ano que se iniciava.

Uma retomada do crescimento sustentado demandaria outras condições que não se vislumbra atualmente. Nada indica, até o presente momento, que a sociedade brasileira esteja disposta a empreender um programa de estabilização econômica consistente. As indicações correntes, ao contrário do que seria esperado tendo em vista a alta da inflação, apontam para outras prioridades do que o combate à inflação. Os resultados disso são previsíveis, tanto pela teoria quanto pela prática dos últimos 12 anos: a produção industrial e o PIB poderão crescer, mas a inflação também crescerá.

No *Boletim nº 21, de abril de 1993*, contudo, observava-se que o crescimento do final de 1992 – em parte fruto de uma *bolha de consumo* após o desfecho da crise política que acabou levando ao *impeachment* do presidente Collor – mantinha-se nos meses iniciais do ano. Essa continuidade, por seu turno, poderia estar refletindo a mudança de prioridades da política econômica sob o governo Itamar, em particular “o reiterado anúncio de que a prioridade da política econômica era acabar com a recessão, assumindo o combate à inflação um papel secundário.” Não obstante os sinais de recuperação da atividade havia muita incerteza quanto a sua continuidade, com as previsões de crescimento do PIB para 1993 variando de zero a 4,5%.

Entre as medidas adotadas entre o final de 1992 e início de 1993 estavam a política de reajuste visando garantir ganhos reais para o salário mínimo e uma política “menos perversa” de reajuste de salários do funcionalismo e dos benefícios previdenciários, a partir de janeiro. Além disso, a política monetária de altas taxas de juros – responsável pela estabilização da inflação no patamar de 22% ao mês – foi consideravelmente abrandada. Em março, houve antecipação de reajustes salariais para todas as categorias, gerando novo estímulo ao consumo, à produção e, “como esperado, aumento da inflação.” A partir daí, o consumo passou a ser estimulado, adicionalmente, pela expectativa de novos choques econômicos e pela baixa taxa de juros frente à inflação esperada, conforme mecanismo explorado em análises anteriores. Segundo a análise

[A] recuperação poderá ter um caráter especulativo e efêmero caso suas principais fontes estejam concentradas nos movimentos defensivos dos agentes econômicos, deslocando-se de ativos financeiros para ativos reais, tais como imóveis e bens de consumo duráveis, visando protegerem-se de taxas de juros inferiores às expectativas

inflacionárias e de eventuais políticas de estabilização com quebra de regras contratuais, como ocorreu no passado.

De fato, a recuperação da atividade econômica mostrou ser um surto de curta duração. No *Boletim nº 23, de outubro de 1993*, constata-se que o arrefecimento havia começado ainda no segundo trimestre, transformando-se em declínio a partir de junho: o GAC estimava que a produção industrial no terceiro trimestre teria caído 3,3% em relação ao segundo. A perspectiva era de continuidade do declínio da atividade econômica no restante do ano e sua virtual estagnação em 1994, como se podia antecipar a partir de indicadores como a interrupção do lento processo de expansão do emprego industrial; a queda da taxa de investimento, depois de ter aumentado por dois trimestres seguidos; a forte desaceleração do crescimento do salário real médio diante da aceleração da inflação; e, a desaceleração das taxas de crescimento de exportações e importações.

Constatava-se, assim, a repetição de surtos cada vez mais curtos de queda e recuperação da atividade econômica sem que se alterasse a tendência à estagnação em prazo mais longo. Em relação ao surto mais recente, a análise é bastante crítica em relação às políticas seguidas nos meses iniciais do governo Itamar Franco:

[O] último surto de crescimento observado derivou de um diagnóstico errado da equipe econômica que assumiu em outubro de 1992 a respeito da política monetária de seus antecessores. Ela buscava apenas manter o nível da inflação sob controle até que se conseguisse um ajuste fiscal que permitisse equacionar as desajustadas contas públicas brasileiras. O resultado previsível [da] redução da taxa de juros sem resolver a questão fiscal foi o da sequência que se tem observado período recente: recuperação da economia => aceleração da inflação => fim da recuperação com fortes riscos de descontrole, só evitado com novo realismo da política monetária. Um ano e quatro ministros da Fazenda depois, volta-se à mesma perspectiva de estagnação, mas com uma taxa de inflação de 10 pontos de percentagem superior à de partida.

Constatado que não se conseguiria escapar dessa montanha-russa sem enfrentar a inflação e o desequilíbrio fiscal, a análise que se segue representa uma síntese das visões do GAC. Destacando que a nova equipe econômica que havia assumido em junho apresentava um diagnóstico correto sobre um *programa possível de estabilização*, observa-se que “a correção de um diagnóstico não é suficiente para implementar a solução do problema. A defesa de interesses contrariados pelas propostas enunciadas de cortes de despesas e de tributação adicional tem sido bastante eficaz em frustrar muitas delas.”

A discussão avança então para as alternativas para a desindexação da economia, sempre sob o pressuposto de que o ajuste fiscal era uma condição necessária para a estabilização. A estratégia a ser seguida dependia da visão quanto à natureza do processo inflacionário naquele momento, especificamente quanto ao fator

preponderante para explicar o processo: se a inércia ou as expectativas. Caso a inércia – associada a um comportamento *backward looking* de fixação de preços e salários – fosse o fator dominante, políticas de renda do tipo congelamento ou prefixação seriam a abordagem mais adequada. Caso o processo de formação de preços estivesse dominado pelas expectativas de inflação futura (*forward looking*), a estabilização dependeria da introdução de algum mecanismo de coordenação dessas expectativas. “É neste contexto que se inserem as propostas de dolarização atualmente em discussão.”

Até o Plano Cruzado, a dinâmica da inflação era basicamente determinada pelo componente inercial em decorrência da indexação generalizada. As acelerações da inflação refletiam choques de oferta ou a tentativa dos agentes de alterarem os intervalos de indexação. Depois das várias tentativas fracassadas de estabilização, a dinâmica da inflação passou a ser cada vez mais influenciada pelas expectativas em relação ao futuro – inclusive aquelas envolvendo possíveis novos congelamentos – balizadas, em última análise, pela percepção quanto à situação das finanças públicas. Em qualquer dos casos, a inflação vai progressivamente se descolando das condições econômicas correntes, e tentativas de controle da demanda agregada têm pouco efeito sobre os preços: “é nesse sentido que se necessita de uma âncora – algum mecanismo que permita estreitar a relação entre a inflação corrente e as condições reais da economia.”

As propostas de ancoragem discutidas naquele momento são classificadas em três tipos: *i)* ancoragem de preços, envolvendo congelamento ou prefixação; *ii)* âncora cambial, que inclui fixação da taxa de câmbio, *currency board* ou dolarização; e *iii)* âncora monetária, atuando pelo controle estrito da oferta de moeda e separação entre Banco Central e Tesouro.

A *Carta de Conjuntura nº 44, de novembro de 1993*, parte da reversão da tendência de crescimento, em boa medida consequência da aceleração da inflação ao longo daquele ano, para reforçar a urgência de um programa de estabilização efetivo: “[O] esgotamento de mais este surto de expansão destaca novamente o fato de que, por mais desenvolvidos que sejam os mecanismos de indexação formal e informal, não há como eliminar o elevado grau de incerteza que acompanha taxas inflacionárias desta magnitude.” Depois de discutir as características do processo inflacionário brasileiro que contribuíam para sua volatilidade e tendência à aceleração, especialmente “a progressiva dependência do orçamento público em relação à própria inflação, sem a qual, mantidos os gastos em seus valores reais de pico, o *deficit* explodiria”, a análise aponta que “romper com essa dinâmica requer uma reversão drástica de expectativas através de uma mudança no *regime fiscal* que induza as pessoas a aceitarem a desindexação da economia” (grifo no original).

Havia-se avançado nos meses anteriores com medidas fiscais visando ao ajuste: renegociação de dívidas de estados e municípios, a continuidade no combate à sonegação e a separação das contas entre Tesouro e Banco Central. Segundo a análise, começavam a se desenhar as condições para que a economia avançasse num processo de desindexação *gradual* da economia, no qual o gradualismo se justificava pelo reconhecimento de que

a complexidade e o alcance das medidas necessárias à mudança do regime fiscal não encontram no momento condições políticas para a sua viabilização a curto prazo, embora esse mesmo quadro político aponte no sentido de quebra das resistências a uma reforma em profundidade do setor público (...) do ponto de vista dos principais preços da economia e das regras vigentes de correção de contratos, as condições parecem propícias a que se inicie o processo de desindexação.

As correções mensais de salários não causavam forte oscilação em seu valor real; os aumentos de preços públicos e de produtos agropecuários dos meses anteriores haviam sido acomodados por uma leve aceleração da inflação; e, principalmente, “a posição de reservas relativamente confortável abre um espaço significativo para que o câmbio atue como sinalizador de uma inflação declinante.”

A análise conclui:

Nos regimes de alta inflação, os ciclos de tentativas de estabilização e aceleração inflacionária tendem a se repetir como resultado de um conflito entre os vários setores da sociedade – inclusive o governo –, que, diante do impasse que surge com a aceleração da inflação para níveis muito elevados – e onde fica claro que todos de alguma forma perdem –, passam a apoiar medidas de caráter heterodoxo para eliminar rapidamente o processo inflacionário. Essa redução, no entanto, na medida em que não altera profundamente os regimes fiscal e monetário, apenas repõe as condições para que o conflito se reacenda de forma ainda mais intensa mais adiante. Romper com esse ciclo não será obra de nenhum choque, nem se concretizará em um período curto de tempo. O desempenho da economia brasileira em 1993, com a recente reversão da tendência de recuperação, veio apenas reforçar a tese de que os custos de se adiar o enfrentamento do problema da inflação são significativamente superiores aos custos temporários de um programa de estabilização centrado na mudança do regime fiscal.

A *Carta nº 45, de dezembro de 1993*, repercute o anúncio do Programa de Estabilização feito no início daquele mês, destacando o papel *absolutamente prioritário* atribuído ao equilíbrio das contas públicas. A própria implantação da Unidade Real de Valor (URV), o indexador único cujo valor estaria vinculado, “ainda que de forma circunstancialmente indireta”, às variações da taxa de câmbio, só ocorreria após a aprovação de medidas de ajuste fiscal para redução do *deficit* nos dois anos subsequentes. Entre essas medidas, estavam a aprovação da nova versão do orçamento de 1994 e a da emenda que criava o Fundo Social de Emergência

(FSE). Por seu turno, era justamente esse elenco de medidas que concentrava as críticas ao programa em termos de sua viabilidade política devido ao “impacto potencialmente rigoroso de algumas [delas] sobre estados e municípios e à resistência da sociedade em relação a aumentos na carga tributária.”

O objetivo da criação do FSE era reduzir o grau de rigidez do orçamento por meio da desvinculação parcial entre a receita de alguns impostos e gastos ou transferências predeterminados por dispositivos legais, a maioria deles constitucionais. Além disso, previa um aumento de 5% das alíquotas, com os recursos adicionais inteiramente canalizados para o fundo. Essa desvinculação incluía as transferências constitucionais a estados e municípios. A nova proposta orçamentária incorporava cortes de gastos no valor de US\$ 7 bilhões, o que, juntamente com o FSE, permitiria “que a União atravessasse o próximo ano sem recorrer a fontes de financiamento inflacionárias, dando margem a que se iniciem as reformas necessárias ao equilíbrio permanente das contas públicas.”

A ideia era fazer uma “ancoragem fiscal” da inflação, tanto pelo aumento da poupança do setor público quanto pelas expectativas, ao sinalizar com uma mudança de trajetória do setor público no sentido de alcançar, num prazo aceitável, um regime fiscal equilibrado. Essas expectativas mais favoráveis, por seu turno, implicariam mudança no próprio processo de formação de preços e no aumento da disposição do mercado de absorver dívida pública mais longa, permitindo que eventuais *deficits* remanescentes fossem financiados cada vez menos com imposto inflacionário.

A análise do processo de inflação alta, do ponto de vista da dinâmica dos preços, procura racionalizar a etapa da URV. Ela mostra que “com taxas de inflação muito elevadas, o conteúdo informativo dos preços se reduz consideravelmente diante da perda de uma referência confiável.” Por isso, a estratégia de desindexação da economia envolvia a adoção de um indexador que refletisse a inflação corrente. O objetivo era “permitir a sincronização e convergência da taxa de crescimento dos preços e do valor dos contratos de modo a eliminar a crescente dispersão de preços relativos que acompanha o aumento da inflação, viabilizando a introdução futura de uma âncora.” De acordo com o editorial da Carta, “a variável crítica para que esse novo indexador venha a ser adotado é a sua credibilidade, isto é, sua capacidade de captar os movimentos de preços da economia, antecipando-se aos demais indicadores existentes, mas sem submeter-se a manipulações.” Como as receitas tributárias e os preços públicos estariam também indexados à URV, haveria pelo menos algum incentivo a que sua fixação não desse margem à tentação de sinalizar com uma inflação inferior à real.

A adoção da URV como unidade de conta possibilitaria maior transparência ao sistema de preços, esperando-se que tivesse algum efeito na redução das pressões inflacionárias. Por sua vez, “a transição para um regime de indexação diária

provavelmente acarretará uma aceleração da inflação, visto que a tendência dos preços será a de buscar um reposicionamento em URV pelo pico.” Essa aceleração poderia ser pensada como uma inflação residual em URV. Além disso, ao tornar o indexador quase “instantâneo”, a inflação se tornaria muito mais sensível a choques de preços relativos, “eliminado em parte o efeito amortecedor que caracteriza uma indexação do tipo *backward looking*.”

O editorial destaca ainda, do ponto de vista operacional, o desafio representado pela conversão de contratos, especialmente dos salários, para a nova unidade de conta. Mesmo com reajustes mensais, os salários ainda se desvalorizavam cerca de 35% entre a determinação de seu valor e o momento do recebimento, o que traria um elemento forte de inconsistência se houvesse a tentativa de conversão pelo pico – algo que havia se manifestado no passado sob a forma de resistências generalizadas à conversão pela média ou introdução de *tablitas*. Por fim, mais uma vez colocava-se de forma crítica a questão do *timing* para o *choque de estabilização*, no caso, um choque anunciado: a transformação da URV, enquanto unidade de conta, em moeda aceita como meio de pagamento. De acordo com a análise, “o *timing* desse processo não pode ser longo a ponto de permitir que os preços em cruzeiros reais sofram uma aceleração adicional decorrente de seu já citado reposicionamento em URV.” Embora o texto não o mencione, o período de convivência entre a URV e o cruzeiro real também não poderia ser muito curto de modo a impedir que se caminhasse no sentido de um ajuste de preços relativos, mesmo que isso não chegasse a configurar uma nova estrutura *de equilíbrio* em URV.

A *Carta de Conjuntura nº 46, de fevereiro de 1994*, reflete sobre a *clara deterioração das expectativas* que cercava a implantação do programa de estabilização, mesmo depois de seu anúncio, três meses antes, ter sido bem recebido. Para o impacto positivo inicial havia contribuído o anúncio antecipado das três fases do programa – ajuste fiscal, indexação pela URV e reforma monetária – eliminando o elemento surpresa que havia caracterizado planos anteriores. Contudo, a falta de definições sobre vários pontos gerava incertezas em relação à sua implementação.

Em relação à URV, as incertezas giravam em torno da sua operacionalização, incluindo a forma como ela seria calculada de modo a captar a inflação corrente. Limitações de ordem técnica percebidas pelos agentes contribuíam para aumentar a desconfiança no indexador. Havia dúvidas quanto à possibilidade de que a conversão pudesse ocorrer de forma voluntária, especialmente à luz das experiências passadas de conversão de preços, salários e contratos para uma nova moeda, conforme

discutido anteriormente neste estudo.²⁵ Essa fase visava coordenar as decisões dos formadores de preços, e o editorial argumenta que o objetivo não era

buscar uma estrutura de preços relativos ‘de equilíbrio’, mas reduzir a incerteza que hoje permeia o processo de formação de preços (...) à medida que aumentar [sua] transparência, contribuindo para amortecer algumas pressões inflacionárias. Em outras palavras, a intenção é permitir que se possa determinar os preços olhando principalmente para os sinais que o mercado emite (...) tornados hoje completamente irrelevantes por taxas de inflação de 40% ao mês.

O sucesso dessa fase podia contar com o peso do governo na determinação de uma parcela ponderável dos preços básicos da economia, como tarifas de serviços públicos, salários, taxa de câmbio e tributos. Sua conversão para URV facilitaria muito o complexo processo de coordenação antes mencionado.

A questão do *timing* da reforma monetária era particularmente crítica para o sucesso do programa pela influência que poderia ter sobre a inflação nos primeiros meses do real. No *Boletim nº 25, de abril de 1994*, observa-se que a adoção da URV como indexador universal vinha ocorrendo de forma relativamente lenta. Por um lado, o sequenciamento permitia ao governo enfrentar um número de setores reduzido a cada momento: “primeiro salários, depois as negociações de preços envolvendo a partilha da inflação esperada embutida nos preços a prazo, a seguir mensalidades escolares, operações do sistema financeiro, alugueis etc.” Por outro lado, “a conversão das tarifas e preços do setor público, que deveriam liderar o processo dado seu papel-chave na cadeia de formação de preços, foi por longo tempo adiada devido ao receio de que essa conversão acentuasse ainda mais as pressões inflacionárias.” A análise destaca, então, que

o prolongamento excessivo da etapa intermediária da URV deixa a inflação em cruzeiros reais excessivamente volátil, principalmente quando os salários convertidos diminuem o componente inercial, dificultando o pretendido alinhamento dos preços relativos e carregando para a nova moeda as pressões inflacionárias que em última análise determinam a aceleração da inflação na moeda antiga. Por outro lado, o mesmo efeito pode ocorrer se a introdução da nova moeda for antecipada, fazendo com que o ajuste de preços relativos pretendido se faça numa proporção significativa em reais.

A posição defendida pelo grupo de conjuntura era de que o problema do *timing* correto para a introdução da nova moeda era menos importante que a definição das regras que iriam garantir a estabilidade da nova moeda.

25. Os salários acabaram sendo convertidos compulsoriamente para URV pela média dos valores reais dos quatro meses anteriores, mas o processo não enfrentou resistências. Talvez porque a nova sistemática eliminasse qualquer perda de poder de compra entre a fixação do seu valor no início do mês e a data de pagamento, ao final.

Nesse sentido, a busca de mecanismos que reforcem a credibilidade do novo regime monetário, ainda que ao custo do enrijecimento temporário da política econômica, deveria ser enfatizada. Câmbio fixo ou regras monetárias rígidas não são fins em si mesmos, mas instrumentos para impedir que os movimentos especulativos inerentes à mudança de regime inflacionário inviabilizem a estabilização pretendida. Sua utilização reflete o grau de comprometimento com a estabilidade monetária, que dependerá em última instância da capacidade de fazer valer o ajuste fiscal.

A discussão sobre a âncora nominal será retomada a seguir. Antes, vale retomar o clima de expectativa e incertezas retratado pela carta de fevereiro. Especificamente, as incertezas de natureza política relacionavam-se ao efeito que as eleições daquele ano teriam sobre a aprovação do FSE, que “cumpriria a dupla missão de resgatar o poder da União de alocar parcelas importantes de suas receitas e, menos explicitamente, de restringir o histórico descontrole do gasto público em ano eleitoral, reduzindo o volume de recursos disponíveis para estados e municípios.” As principais lideranças políticas “enxergavam nessa proposta uma concentração de *poder de fogo eleitoral* inaceitável”, o que acabou por acarretar alterações profundas na constituição do fundo e em medidas voltadas à recuperação da receita tributária. Ainda de acordo com o editorial,

[a] rejeição do aumento das alíquotas do Imposto de Renda das empresas, entre outras medidas tributárias; a profunda reestruturação do fundo acordada entre Congresso e Executivo, sem que ainda se tenha maior clareza quanto ao seu impacto efetivo nas contas públicas; e a indefinição acerca do orçamento de 1994 parecem colocar uma grande distância entre o que foi proposto em dezembro e o que está sendo aceito em fevereiro, em termos da profundidade e amplitude das medidas fiscais. Dessa forma, com os rumos da Revisão Constitucional ainda mal definidos, torna-se difícil para os agentes econômicos formarem expectativas favoráveis acerca do ajuste – o ponto central de apoio do Plano.

Diante desse quadro, confrontavam-se duas posições: de um lado, a de que o plano seguiria seu curso mesmo com um ajuste fiscal insuficiente, não visando à estabilização permanente, mas um arrefecimento temporário da inflação; de outro, a de que, a despeito dos percalços, as condições para o plano estariam sendo cumpridas. Nessa perspectiva, eram animadores os recordes de arrecadação tributária desde o final de 1992, indicando que “o sucesso do programa pode ser reforçado por uma série de medidas, algumas integrantes do plano, destinadas a corrigir os desequilíbrios estruturais do setor público, que sinalizariam a mudança do regime fiscal do país.”

O editorial avança então nas questões fundamentais para o sucesso da estabilização, amplamente discutidas anteriormente neste trabalho, para concluir: “[b]atendo nas velhas teclas: sem ajuste fiscal permanente não haverá estabili-

zação, sem estabilização a economia brasileira não conseguirá escapar dos ciclos recorrentes e cada vez mais curtos de crescimento e recessão e, portanto, não poderá retomar o processo de desenvolvimento interrompido no início da década passada.”

Na *Carta nº 47, de março de 1994*, a preocupação era com um possível sobreaquecimento da economia exatamente no momento em que se estivesse processando a transição da URV para a nova moeda. Essa possibilidade era encarada com preocupação diante da experiência vivida em planos anteriores, quando a queda abrupta da inflação havia levado a uma explosão do consumo. “Assim, o controle adequado das variáveis macroeconômicas é fundamental para garantir que a estabilidade pretendida não se perca em movimentos especulativos de curta duração que, em geral, são prematuramente saudados como sinais da tão esperada recuperação.”

Esses riscos apareciam na fase da URV, estimulando a demanda por crédito e a especulação com ativos reais – no caso, envolvendo altas de preços de produtos agropecuários em pleno período de safra. A análise atribui esse comportamento à falta de uma sinalização mais clara por parte do Banco Central quanto à política de juros e às incertezas, comentadas antes, quanto às regras de passagem para a nova moeda. Na questão fiscal, uma vez mais se destaca a necessidade de uma sinalização de que a meta de “*deficit zero*” deveria envolver um ajuste que compensasse as perdas do imposto inflacionário e do chamado efeito-Tanzi negativo. Ainda em relação às contas públicas, chamava-se a atenção para o comportamento dos governos estaduais e municipais em ano eleitoral, em particular, o fato de que a pressão sobre os bancos estaduais inviabilizava metas monetárias mais restritivas. A preocupação com as finanças de governos subnacionais seria amplificada pela desfiguração no Congresso do FSE, especificamente a exclusão da desvinculação dos impostos da parcela relativa às transferências constitucionais.

A análise da *Carta nº 47* vai ainda focar a política cambial e os efeitos que o forte ingresso de recursos externos vinha tendo sobre a política monetária. Por um lado, acumular reservas significava aumentar o *cacife* para estabilizar a moeda, na medida em que permitiria introduzir alguma forma de lastro ou conversibilidade. Por outro,

[o] custo dessa acumulação foi, sem sombra de dúvida, a forte aceleração inflacionária ocorrida no período, decorrente do aumento do *deficit* e da dívida pública necessários para esterilizar seus efeitos internos. Nesse particular, deve-se ressaltar que, no caso brasileiro, dada a altíssima liquidez dos títulos da dívida pública, decorrente principalmente da garantia de sua recompra pelo Banco Central, sua capacidade esterilizadora é significativamente reduzida.

O dilema da política econômica era ou reduzir os juros – que deveriam se manter elevados na entrada da nova moeda para conter a demanda agregada e as pressões especulativas que normalmente ocorrem com a queda brusca da inflação –, ou permitir a apreciação da taxa de câmbio – algo que, segundo a análise, tenderia a ocorrer dada a própria metodologia de cálculo da URV. Diante da impossibilidade de produzir um *superavit* fiscal que neutralizasse os efeitos monetários do ingresso de recursos externos, recorria-se a medidas de controle de ingresso de capitais, via tributação dos fluxos de mais curto prazo.

O tema é retomado na *Carta nº 48, de maio de 1994*. A etapa da URV vinha se mostrando bem-sucedida, e “a forte aceleração da inflação em cruzeiros reais que se antecipava terminou por não se materializar.” As expectativas eram de que a inflação, a partir da introdução da nova moeda, poderia ficar entre 3% e 5% ao mês, ou até menos que isso se não ocorresse nenhuma aceleração mais intensa da inflação até a entrada em vigor da nova moeda. As principais indefinições ainda eram aquelas relativas à política econômica que deveria sustentar a estabilização a partir da entrada em circulação da nova moeda. Esse aspecto – “[e]m particular, a falta de definição do regime cambial e da política monetária do real tem dado margem a um vigoroso debate sobre os rumos mais adequados a serem seguidos” – vinha sendo objeto de análise das cartas e dos boletins de conjuntura desde o anúncio do plano, em dezembro de 1993.

Na definição da política cambial, a opção por um regime de câmbio fixo era vista como uma aposta elevada. Por um lado, reconhecia-se que, ao tornar o aumento da oferta monetária função da variação das reservas internacionais, “o Banco Central se vê impedido de monetizar eventuais *deficits* do governo. Nesse sentido, o regime de câmbio fixo tende a ser percebido como um mecanismo disciplinador sobre as finanças públicas e, consequentemente, como um instrumento que garante a estabilidade do nível geral de preços.”

Apesar disso, prossegue a análise, haveria certa falácia no argumento anterior: “é o regime de câmbio fixo que permite manter a inflação baixa ou, ao contrário, é um forte compromisso com a estabilidade que torna sustentável o câmbio fixo?”. Por um lado, a experiência histórica do final dos anos 1970 na Argentina e no Chile parecia apontar para a insuficiência do câmbio fixo como instrumento de estabilização. Por outro, a trajetória de México e Argentina no final dos anos 1980 e início dos 1990, parecia mostrar que a “combinação de reformas estruturais profundas com um forte comprometimento do governo com a estabilidade, principalmente através de um controle rigoroso do gasto público”, permitia um regime de câmbio administrado

sem provocar crises no balanço de pagamentos. Mesmo entre países desenvolvidos que optaram recentemente por regimes de câmbio fixo, ou de flutuação em bandas com vinculação a uma determinada moeda forte, parece estar ocorrendo uma reavaliação dessas políticas dentro da visão de que *a estabilidade não pode ser importada. Ou seja, um regime de paridade fixa não pode ser encarado nem como substituto nem como atalho para uma política de estabilização que tenha credibilidade* (grifo nosso).

Não obstante, o editorial reconhece que “taxas fixas de câmbio podem ter papel importante no processo de estabilização ao se constituírem, num primeiro momento, em âncora nominal para o sistema de preços, seja por seu impacto direto sobre os preços dos bens comercializáveis internacionalmente, seja pelos efeitos favoráveis sobre as expectativas”. Alertava, contudo, para o fato de que a economia brasileira ainda era muito fechada e o peso da âncora cambial tenderia a ser menor que em outros países mais abertos, aumentando a importância do controle fiscal e monetário.

O ajuste lento das expectativas tendia a gerar inflação residual em salários e bens não comercializáveis internacionalmente, o que gerava apreciação cambial e aumento dos *deficits* em conta corrente. A sustentabilidade desses *deficits* – que no período 1991-1994 haviam sido de 5,4% do PIB no México e de 3% do PIB na Argentina – somente seria possível, por seu turno, “se forem acompanhados por reformas que estimulem o ingresso de capitais para financiar os *deficits* em conta corrente ou, dito de outra forma, se houver credibilidade.” No caso desses países, esses fluxos de capital envolveram forte componente de repatriação de recursos, estimulados por políticas de desregulamentação, abertura financeira e privatização de empresas públicas.

No Brasil essas condições não eram tão claras, porque o grupo de conjuntura enfatiza “a necessidade de discutir com algum detalhe os condicionantes dos fluxos comerciais em um cenário de estabilização com âncora cambial.” Argumentando que os grandes componentes da balança comercial brasileira eram muito sensíveis às flutuações da taxa de câmbio e do nível de atividade, a análise afirma que “[A] combinação desses dois efeitos, após a implantação da nova moeda, deverá resultar em uma queda do saldo comercial, que será tanto maior quanto mais significativa for a apreciação do câmbio e mais rápida a retomada do nível de atividade da economia.” Embora isso não fosse necessariamente negativo, visto que havia disponibilidade de financiamento externo, a questão que se colocava era *a magnitude da apreciação cambial*: “uma deterioração muito rápida das contas externas que seja percebida como insustentável a médio prazo, ao gerar uma expectativa de desvalorização da taxa de câmbio, pode resultar em um súbito estancamento ou mesmo reversão nos fluxos de recursos externos e, portanto, em uma crise cambial.”

A experiência argentina após o Plano Cavallo – plano de conversibilidade – é usada como referência, com o agravante de que a economia brasileira se encontrava bastante aquecida: caso crescimento e câmbio seguissem trajetória semelhante à observada naquele país, haveria uma explosão das importações e uma deterioração ainda mais forte da balança comercial. No caso argentino, esta havia passado de um *superavit* de US\$ 8,3 bilhões, em 1990, para – US\$ 3,7 bilhões, em 1993. A análise nota que as exportações vinham se mantendo relativamente estáveis a despeito da valorização cambial desde meados de 1992 – em parte explicada pela desvalorização do dólar no mercado internacional. A presença de setores cada vez mais orientados para o mercado externo; o fato de a recuperação recente ter vindo acompanhada por aumento de produtividade; os ganhos financeiros associados aos adiantamentos de contratos de câmbio diante de taxas domésticas de juros muito superiores às internacionais; e a redução da proteção tarifária, e portanto das diferenças de margens de lucro entre os mercados interno e externo, ajudavam a explicar o fenômeno. Para o futuro, dois fatores poderiam amortecer o impacto negativo da valorização cambial esperada: as expectativas em relação ao crescimento do comércio internacional e o impacto da renegociação da dívida externa sobre o custo e a disponibilidade de linhas de financiamento ao comércio.²⁶

Por fim, observa-se que o elevado ingresso de capitais externos no país desde 1991 refletia mudanças no sistema financeiro dos países industrializados e o elevado diferencial de juros interno-externo, sendo que os juros externos encontravam-se excepcionalmente baixos pelos padrões históricos. A sustentabilidade desses fluxos num horizonte de tempo mais longo, no entanto, dependia de uma série de fatores, “entre os quais se destacam a estabilização da economia e o retorno a uma trajetória de crescimento sustentável, a partir de uma reforma profunda na estrutura do Estado, e a capacidade de o país conseguir diversificar a base dos investidores, tanto em termos de seu perfil como de sua base geográfica, de modo a evitar a saturação dos portfólios com papéis brasileiros.”

O *Boletim nº 25* aprofundava a preocupação com um possível aquecimento excessivo da economia à medida que se aproximava o momento, ainda indefinido, da introdução do real. Reconhecia que “o próprio avanço na adoção da URV como unidade de conta para os preços vem permitindo uma certa estabilidade em seu ritmo de crescimento (...) [com] o intenso processo de realinhamento de margens e de expurgo da inflação esperada dos preços para vendas a prazo, com impacto favorável, na média, sobre os índices de inflação.” A explosão inflacionária decorrente da *superindexação* parecia descartada.

26. Essa preocupação com as contas externas contrasta com a posição expressa no *Boletim nº 25*: “Parece haver ainda um certo exagero nas análises que enfatizam o atraso cambial e a fragilidade das exportações na eventualidade de se utilizar o câmbio como âncora da estabilização.”

Pelo lado da atividade econômica, os dados mostravam a manutenção da produção e das vendas em patamares elevados, concentrados no grupo dos duráveis, indicando uma possível

antecipação daquilo que poderá ocorrer de forma ainda mais pronunciada por ocasião da introdução da nova moeda. No mesmo sentido apontam também as informações ainda dispersas relativas ao resultado das negociações salariais de importantes categorias de trabalhadores em São Paulo, e que têm produzido aumentos significativos – ao redor de 20% – sobre os salários denominados em URV. Se analisados no contexto das novas regras de indexação, tais aumentos não são preocupantes, visto que, em tese, apenas procuram antecipar parte da inflação que se espera ocorrer ao longo dos doze meses durante os quais os salários estarão fixos.

A preocupação era que, com uma demanda muito aquecida, o repasse desses aumentos de salários para os preços pudesse levar a uma aceleração da inflação e à demanda pela reintrodução de mecanismos de indexação automática.

A análise destaca também a mudança em curso no cenário econômico internacional: o aumento dos juros nos Estados Unidos provocava “um movimento em escala mundial de deflação de ativos, afetando consequentemente os fluxos de entrada de recursos que vinham permitindo ao governo acumular reservas em níveis sem precedentes.” Se, por um lado, isso restringia os graus de liberdade da política econômica, reduzindo o espaço para a manutenção de um câmbio relativamente apreciado, por outro, a redução dos fluxos de capital externo “pode reforçar a efetividade dos instrumentos de política monetária, ao neutralizar a principal fonte de expansão monetária e de crescimento da dívida pública nos últimos meses.” Vale lembrar que essa mudança na política monetária norte-americana acabaria desencadeando alguns meses mais tarde uma crise cambial no México.

Por fim, constata-se, não sem certa frustração, que a perspectiva de se encaminhar o ajuste fiscal permanente tornava-se cada vez mais remota diante do fracasso da revisão constitucional.

A *Carta de Conjuntura nº 49, de junho de 1994*, foi divulgada poucos dias antes da entrada em circulação do real, e reflete a surpresa produzida pelas indicações de que a âncora nominal que iria garantir a estabilidade da moeda seria monetária. A definição de metas para expansão dos agregados monetários representava uma mudança em relação à prática seguida até então pelas autoridades monetárias de fixação direta da taxa de juros. Caracterizava-se assim um novo regime monetário. Segundo a análise, essa opção pressupunha duas coisas: “a extinção gradual do mecanismo de *zeragem* automática das posições dos bancos no mercado de moeda e um controle efetivo dos fatores mais importantes de expansão da base monetária”.

Os fatores mais importantes para a variação da base monetária eram a execução do Tesouro nacional, a assistência financeira a bancos oficiais – federais e

estaduais – e o setor externo. Seu controle envolveria a necessidade de uma política fiscal mais rigorosa e a imposição de restrição aos fluxos, no caso da maciça entrada de capital externo, que havia sido responsável por um crescimento de cerca de US\$ 15 bilhões (36%) da dívida pública em poder do público entre dezembro de 1993 e maio de 1994. No caso da política fiscal, além do efeito direto sobre a expansão monetária, era também preciso levar em consideração que o fim da *zeragem automática* tornaria mais difícil a colocação de títulos públicos no mercado financeiro. “Assim, além dos impactos contracionistas sobre a demanda agregada no lado real, é por conta dos efeitos do *deficit* público sobre a política monetária e sobre as expectativas dos agentes econômicos que se justifica a necessidade de um ajuste fiscal para garantir a estabilização no país.”

A análise retoma então a discussão sobre os resultados fiscais recentes – um *superavit* operacional de 3% do PIB no primeiro trimestre de 1994 – para argumentar que o desempenho positivo refletiria

muito mais os contínuos esforços do governo em executar uma política de controle *na boca do caixa* – com possibilidade de corrosão do valor real de alguns itens de despesa sub ou desindexados – e de aumentar a arrecadação do que os efeitos de um processo de ajuste permanente das finanças públicas. Nesse contexto é que faz todo o sentido argumentar que o ajuste necessário para se dar início ao processo de estabilização foi conseguido, mesmo tendo as propostas originais da primeira fase do Plano Real sido bastante descaracterizadas no Congresso e a revisão constitucional ter fracassado.

A conclusão era de que, com a política fiscal neutra do ponto de vista dos impactos sobre a política monetária e a demanda agregada, os resultados positivos da estabilização poderiam se sustentar por um tempo longo o suficiente para que se iniciassem as reformas estruturais do Estado, permitindo assim a retomada do crescimento sustentado.

O fracasso em encaminhar as reformas estruturais antes da introdução do real impediu que este se beneficiasse do efeito altamente positivo derivado da alteração das expectativas. Ao mesmo tempo, colocava um peso adicional sobre as políticas fiscal e monetária, redobrando a necessidade de rigor na sua condução. O editorial da carta coloca ênfase na experiência da equipe econômica que,

tendo aprendido com o passado, dificilmente os gestores do programa serão tentados a relaxar no controle fiscal e monetário por excesso de cuidado frente a uma eventual redução do crescimento. O medo da recessão já fez naufragar programas de estabilização anteriores, sendo os casos mais notórios o Plano Cruzado e o Collor I, justamente aqueles que tiveram mais chance de sucesso em virtude da magnitude dos choques a eles associados.

Efeitos negativos das medidas de estabilização sobre a atividade econômica deveriam ser considerados à luz dos benefícios de longo prazo que elas devem trazer.

A própria reforma do Estado que, ao consolidar a estabilização, viabilizará os investimentos em infraestrutura social e econômica sem os quais o desenvolvimento e a consequente eliminação da miséria não serão possíveis, serão realizados de forma muito menos conflituosa em um cenário com inflação virtualmente eliminada (...) ao excluir a incerteza e a insegurança que impedem os agentes econômicos e o governo de concentrarem suas atenções nas questões realmente importantes para o desenvolvimento do país.

8 CONCLUSÃO

Este capítulo procurou apresentar as análises do GAC ao longo de um período extremamente conturbado da vida nacional. Ao longo desse período, o país passou por cinco planos de estabilização e flertou pelo menos duas vezes com uma hiperinflação. Não obstante o desenvolvimento de mecanismos de indexação e de política econômica que permitiam conviver com taxas de inflação muito elevadas, a desorganização da vida econômica e os efeitos negativos sobre os segmentos de baixa renda levaram à estagnação, piora da desigualdade social e aumento da pobreza.

Em inúmeros momentos, conforme retratado pelas análises aqui apresentadas, a sensação era de um pesadelo do qual não se conseguia acordar. O papel do GAC nesse período foi o de tentar entender as causas do processo inflacionário crônico e discutir as alternativas de política econômica capazes de superá-lo. Nessa perspectiva, em inúmeros momentos lhe coube o papel de alertar para políticas inconsistentes, para os custos e *trade offs* envolvidos nas diferentes políticas e, especialmente, para os riscos de se adotar medidas “fáceis” visando ao crescimento de curto prazo ao custo de um agravamento dos desequilíbrios inflacionário e externo.

As discussões do GAC procuraram incorporar ferramentas de análise que, muitas vezes, ainda se encontravam em processo de desenvolvimento. Numa época em que as facilidades de comunicação e integração entre centros acadêmicos eram muito mais limitadas do que hoje em dia, essas análises disseminavam entre um público mais amplo novas abordagens e métodos de análise, inclusive quantitativos.

A ênfase na questão fiscal emerge como o elemento comum que permeia quase todas as análises, mas as abordagens procuravam ir além da mera identificação de *deficits* públicos elevados por trás da resiliência da inflação. Além dos problemas associados ao setor externo e ao próprio modelo de desenvolvimento seguido pela economia brasileira até o início dos anos 1980, destacam-se nessa perspectiva as considerações de economia política que identificavam os incentivos e as restrições

que determinavam o comportamento dos agentes econômicos e dos diferentes grupos sociais. Da discussão dos pactos sociais, ainda numa perspectiva que privilegiava o aspecto inercial da inflação, à identificação da necessidade de um novo regime fiscal, as análises sobre o processo inflacionário destacavam sempre o papel crítico das reformas estruturais, envolvendo aspectos institucionais que frequentemente colocavam o país diante de impasses. Mesmo que à época não se tivesse ainda clareza total sobre o que caracterizaria um novo regime fiscal – hoje, parece claro que a definição de um novo regime passava pelo estabelecimento de regras, como as que vieram a ganhar corpo na Lei de Responsabilidade Fiscal aprovada em 1999 – a proposta certamente envolvia estabelecer limites ao aumento do gasto público – o GAC via espaço para aumento da carga tributária – como forma de garantir um resultado fiscal equilibrado no longo prazo.

É possível que o sucesso do Plano Real tenha vindo como uma surpresa para o GAC, dado que, especialmente no seu primeiro ano, foi acompanhado por forte deterioração das contas públicas. As análises relativas aos períodos seguintes, contidas nesta publicação, devem fornecer elementos para esta avaliação. Mas, reforçando a posição central desempenhada pelos *trade offs* nas análises aqui resenhadas, aquele sucesso só pode se materializar pela mudança do cenário externo – em parte decorrente da renegociação da dívida externa –, e pelas reformas estruturais, como privatização e desregulamentação da economia que contribuíram para atrair capitais externos e para aumentos de produtividade que amorteceram, ainda que temporariamente, os desequilíbrios de balanço de pagamentos gerados pela dependência excessivamente longa da âncora cambial.

Por fim, vale destacar a atualidade de muitas das discussões desse período para a compreensão do momento atual da economia brasileira. Os desequilíbrios fiscais voltaram ao centro do debate em torno das causas da estagnação pós-2011, juntamente com inúmeros aspectos estruturais da economia brasileira que hoje impedem a aceleração do crescimento. Se a inflação não tem mais a dimensão que teve no passado, tem frustrado a expectativa daqueles que esperavam vê-la convergir para padrões internacionais a partir da adoção do regime de metas. A reflexão sobre as discussões do GAC sobre o período pré-estabilização certamente contribui para entender melhor os desafios que o país enfrenta atualmente.

PLANO REAL, CONSOLIDAÇÃO DA ESTABILIDADE, CRISE INTERNACIONAL E DESEQUILÍBRIOS (1994-1998)

Estêvão Kopschitz Xavier Bastos¹

1 INTRODUÇÃO

O marco inicial desse período é a entrada em vigor na nova moeda, o real, a terceira das três fases que caracterizaram o Plano Real. A moeda então criada e que vigora até hoje sucedeu longa série de trocas de moedas e cortes de zeros. O marco final do período deste capítulo é a mudança de regime cambial de janeiro de 1999, que é abordada no capítulo seguinte.

A melhor forma de dividir essa fase parece ser a seguinte.

- 1) De julho de 1994 a fevereiro de 1995, meses em que se travaram as primeiras batalhas e fizeram-se as primeiras escolhas de política econômica após a implantação da nova moeda, que teve de enfrentar logo de início a crise mexicana de dezembro de 1994.
- 2) De março de 1995, quando foi adotada nova política cambial, a junho de 1997; nesse período, contou-se com calma no cenário internacional, permitindo-se a administração da consolidação da estabilidade com manejo de câmbio e juros, sem avanço significativo na política fiscal, embora com avanços importantes em reformas estruturais – como as privatizações – e no reconhecimento de esqueletos fiscais – como as dívidas do Sistema Financeiro de Habitação (SFH) e os passivos dos bancos estaduais.
- 3) De julho de 1997 a dezembro de 1998, quando uma sequência de crises financeiras em mercados emergentes – com forte contágio sobre os demais países em desenvolvimento – mudou completamente o contexto mundial e obrigou o país a reagir fortemente a este novo cenário, sempre mantendo como prioridade a recém-conquistada estabilidade da moeda.

Assim, o período em análise nesta seção caracterizou-se, principalmente, pela implantação da nova moeda e pelo processo de consolidação da estabilidade, em meio a esperanças e receios internos e a bonanças e crises externas. Compreendeu duas eleições

1. Técnico de Planejamento e Pesquisa do Ipea.

presidenciais; a primeira, em 1994, poucos meses após a implementação completa do plano, e a segunda, em 1998, já depois de fortes crises em mercados emergentes e em meio às pressões macroeconômicas decorrentes da manutenção da âncora cambial por longo período, apesar de sua importância para o sucesso inicial do programa, que se materializava em inflação ao consumidor de apenas 1,7% em 1998, medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). O ministro da Fazenda que comandou a formulação e implementação inicial do plano, Fernando Henrique Cardoso, foi eleito nas duas ocasiões em primeiro turno, o que demonstra o valor que a estabilidade da moeda tinha para os eleitores, depois de décadas de descontrole inflacionário. Este valor fica ainda mais evidente se notarmos que, nas sete eleições diretas para presidente da República após o fim do regime militar iniciado em 1964,² estas duas foram as únicas vencidas no primeiro turno.

O período foi marcado por ritmos diferentes de crescimento da economia, mais ou menos de acordo com as três fases citadas. A primeira fase registrou taxas fortes de crescimento, no embalo da recuperação da recessão do começo da década e com o reforço do aumento de demanda, que caracterizou também o início de outros planos de estabilização no Brasil (tabela 1). No entanto, com o objetivo de garantir a recém-conquistada estabilidade de preços, a política monetária foi bastante apertada. Os juros altos visavam conter a demanda e defender o câmbio. A contenção da demanda era necessária por causa do mencionado aquecimento que se observava em outras tentativas de estabilização e já aparecia também no caso do Plano Real, motivado pelo fim do imposto inflacionário e pela possibilidade de expansão do crédito. Esta forte demanda ameaçava a estabilidade de preços e induzia piora nas contas externas, determinada também pela valorização cambial. Em resposta, na segunda fase, as taxas de crescimento foram mais moderadas, até 1997. Em meados daquele ano, o país foi atingido por uma sequência de crises externas que reduziram o crescimento para zero em 1998, o que caracterizou a terceira fase.

O principal objetivo da política econômica na época, de inflação duradouramente baixa, foi atingido. A estabilização da moeda levou a significativa redução da pobreza e da desigualdade. Mas a sustentação da estabilidade no longo prazo permaneceu ameaçada, principalmente em virtude da deterioração das condições fiscais (tabela 2) e do crescente desequilíbrio das contas externas (tabela 3), que se observaram ao longo do período. Apesar de o estabelecimento das pré-condições fiscais ter sido objeto da primeira fase do plano – através da aprovação do Fundo Social de Emergência (FSE) –, houve, posteriormente, redução gradual do *superavit* primário do setor público, em parte como efeito colateral do fim da hiperinflação, já que o governo se beneficiava – durante a inflação alta – do que ficou conhecido como efeito Tanzi às avessas: as receitas eram indexadas de forma mais perfeita que as despesas, que perdiam valor real e permitiam ao governo financiar-se, conforme discutido no capítulo anterior.

2. Os anos das sete eleições e seus eleitos foram: 1989 (Collor), 1994 (FHC), 1998 (FHC), 2002 (Lula), 2006 (Lula), 2010 (Dilma) e 2014 (Dilma).

Como no início daquele período não houve medidas fiscais de maior envergadura, que atuassem de forma contracionista sobre a demanda agregada, esta tarefa recaiu com peso duplo sobre a política monetária. Além disso, a política cambial, a partir de março de 1995, caracterizou-se por forte atuação do Banco Central do Brasil (BCB) – com as minibandas –, de modo a manter a âncora cambial como importante instrumento de estabilização, ao mesmo tempo que se produzia paulatina desvalorização. Em vista do conhecido trilema da macroeconomia aberta, segundo o qual o controle da taxa de câmbio – em meio a liberdade de movimento de capitais – leva à perda de autonomia da política monetária, a taxa de juros passou a ter de ser definida, em grande medida, em função da defesa do nível cambial desejado pelo governo e sujeita às flutuações da economia mundial e das percepções sobre o risco Brasil. O debate sobre a política monetária e cambial foi um dos aspectos mais marcantes da conjuntura no período.

TABELA 1
Atividade, inflação, juros e câmbio (1994-1998)

	PIB ¹ real (var. %)	PIB real <i>per capita</i> (var. %)	Inflação ao consumidor (IPCA) (var. %)	Taxa de desocupa- ção (PME) ² (%)	Rendimento médio real (PME) (var. %)	Taxa Selic real deflator IPCA (% a.a.) ³	Taxa de câmbio efetiva real (var. %)
1994	5,3	4,0	916,5	5,4	14,3	23,3	-8,6
1995	4,4	3,0	22,4	5,0	18,2	25,1	-11,9
1996	2,2	0,5	9,6	5,8	7,4	16,3	-2,1
1997	3,4	1,4	5,2	6,1	2,1	18,6	-3,0
1998	0,0	-2,0	1,7	8,3	-0,4	26,7	-0,5
Média	3,0	1,4	9,4 ⁴	6,1	8,1	21,9	-5,3

Fonte: Tabela do apêndice B.

Notas: ¹ Produto interno bruto.

² Pesquisa Mensal de Emprego.

³ Ao ano.

⁴ Relativa ao período 1995-1998.

A taxa de desemprego, refletindo a dinâmica do crescimento do produto interno bruto (PIB) e o ajuste da economia à abertura comercial, primeiro caiu e depois subiu; o rendimento real do trabalho cresceu fortemente no início, mas no fim do período já não se elevava. A taxa de câmbio valorizou-se fortemente em termos reais e – em conjunto com o forte crescimento da absorção interna – provocou o alargamento do *deficit* em transações correntes, apesar do considerável crescimento da economia mundial e das melhorias nos termos de troca. A percepção de risco-país teve queda durante a maior parte do período, mas no final subiu, o que refletia as dificuldades que se acumulavam: valorização do câmbio, aumento do *deficit* em conta-corrente, queda do crescimento, aumento do desemprego, manutenção de juros muito elevados, demora em promover um ajuste fiscal estrutural e perda de reservas internacionais. Tudo isto se passava em meio a fortes crises financeiras internacionais – como a do México (1994), as dos países asiáticos (1997) e a da Rússia (1998). Estas crises, originadas em mercados emergentes, se caracterizavam

por forte contágio sobre outros de características semelhantes, como o Brasil. Assim, se em 1994 e 1995, o cenário internacional foi favorável à estabilização – apesar da crise do México, em 1994 –, por causa da melhora nos termos de troca e da aceleração dos fluxos de comércio e capitais em escala global, em 1997 e 1998, foi muito desfavorável, por causa das crises nos emergentes.

As seções que se seguem apresentam a visão e a interpretação que o grupo de conjuntura desenvolveu em relação ao comportamento da economia e aos desafios da política econômica durante o processo de estabilização.

TABELA 2
Finanças públicas (1994-1998)
(Em % do PIB)

	Resultado primário do setor público consolidado	Dívida interna líquida	Carga tributária
1994	5,2	21,2	27,9
1995	0,2	20,5	28,4
1996	-0,1	25,7	28,6
1997	-0,9	26,6	28,6
1998	0,0	32,0	29,3
Média	0,9	25,2	28,6

Fonte: Tabela do apêndice B.

TABELA 3
Setor externo (1994-1998)

	Balança comercial (% do PIB)	Conta corrente (% do PIB)	Termos de troca (var. %)	Dívida externa bruta (% do PIB)	Reservas internacionais (US\$ bilhões)	Risco Brasil – Embi+ (pontos-base)	PIB mundial (%)
1994	2,7	-0,3	14,2	27,3	38,8	949	3,4
1995	0,1	-2,4	11,1	20,7	51,8	1.118	3,3
1996	-0,2	-2,8	-0,4	21,4	60,1	690	3,8
1997	-0,8	-3,5	6,1	23,0	52,2	445	4,1
1998	-0,8	-4,0	-1,6	28,6	44,6	800	2,6
Média	0,2	-2,6	5,7	24,2	49,5	800,4	3,4

Fonte: Tabela do apêndice B.

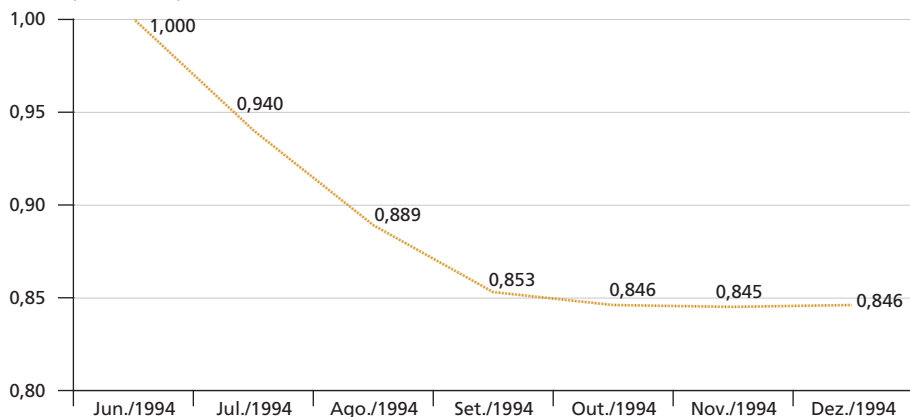
2 JULHO DE 1994 A FEVEREIRO DE 1995: PRIMEIRAS BATALHAS E PRIMEIRAS ESCOLHAS

“Após um mês de implantação do Plano Real, a grande surpresa que se pode constatar é que não ocorreram grandes surpresas” – assim se iniciava o *Panorama Conjuntural* do *Boletim Conjuntural do Ipea* de julho de 1994. Depois de vários planos econômicos marcados por congelamentos de preços, em que a imprevisibilidade era até inerente à estratégia de estabilização – já que o congelamento precisava ser surpresa –, causava alívio e admiração o fato de, no Plano Real, as medidas terem sido anunciadas com grande antecedência e, depois, implantadas conforme haviam sido anunciadas.

Um aspecto hoje um tanto esquecido, mas relevante à época, foi a operação de troca do meio circulante – isto é, de todas as notas e moedas. Havia temor de filas e confusões, mas a troca ocorreu de maneira totalmente tranquila. Esta foi uma das surpresas moderadas, como classificadas pelo grupo de conjuntura, na ausência de grandes surpresas. A segunda surpresa moderada foi a valorização nominal do real, cuja cotação em relação ao dólar passou a cair abaixo da paridade de um para um estabelecida no momento do lançamento da nova moeda. O BCB interviria para evitar que a cotação do dólar superasse R\$ 1, mas deixou, de início, que flutuasse abaixo disto. Parou de acumular reservas, dando mais liberdade à política monetária. Já nos primeiros meses da nova moeda, esta valorização inspirava preocupação com dois efeitos perversos que dela poderiam advir: o repique inflacionário decorrente da possível desvalorização subsequente e a desarticulação do setor exportador. Mas também se observava que – diante do expressivo volume de reservas com que contava o governo³ – a fixação de limite superior para a cotação do câmbio representava poderoso instrumento de estabilização no curto prazo, mesmo que a ausência de conversibilidade impedisse que se caracterizasse o regime como de âncora cambial *stricto sensu*. O gráfico 1 mostra a cotação nominal do dólar de julho a dezembro de 1994. Como se vê – em apenas três meses –, o dólar caiu aproximadamente 15% em termos nominais.

GRÁFICO 1

Taxa de câmbio comercial (venda): fim de período (jun.-dez./1994)
(Em R\$/US\$)



Fonte: BCB.

Elaboração do autor.

3. O nível médio de reservas no segundo semestre de 1994 foi de US\$ 42 bilhões. Pode parecer estranho chamar esse volume de expressivo, diante dos US\$ 378 bilhões vigentes, em média, no primeiro semestre de 2014. Mas aquele era o nível mais alto atingido até então, pelo menos desde os anos 1970, após processo de acumulação iniciado em 1992. Até 1991, as reservas raramente ultrapassavam os US\$ 10 bilhões.

A terceira surpresa foi a forte aceleração preventiva de preços no final de junho, às vésperas da implementação final do real. Após quatro meses de vigência da unidade real de valor (URV), supunha-se que as empresas já tivessem “desembutido” de seus custos as expectativas inflacionárias. De qualquer forma, os índices de inflação de julho – mesmo captando estes movimentos – ficaram dentro das previsões mais moderadas. O Índice de Preços ao Consumidor – Série r (IPC-r), divulgado pelo IBGE,⁴ por exemplo, foi de 6,1%, em vez dos 10,0% esperados.

No início do real, o controle monetário assumiu a forma de metas quantitativas para a base monetária, mas a efetividade deste controle esbarrava em alguns fatores – por exemplo: *i*) após tantos anos de inflação, o comportamento da demanda por moeda na economia estável era uma grande incógnita; *ii*) a base monetária não seria o agregado adequado do ponto de vista do controle de liquidez, mas sim o M1 – papel-moeda em poder do público e depósitos à vista – ou algum outro, mais amplo, dada a elevada liquidez de muitos fundos de aplicação. Já no final de outubro, o grupo de conjuntura observava que o estabelecimento de metas para a base monetária era incompatível com o quadro de rápida remonetização e que era necessário, nos primeiros meses, lançar mão de metas para a taxa de juros real.

O baixo grau de abertura da economia brasileira lançava dúvidas sobre a eficácia do uso do câmbio como âncora dos preços e acreditava-se que seria necessária a volta a metas para algum agregado monetário, junto com definição de bandas para a flutuação cambial e até mesmo medidas temporárias de inibição de ingresso de recursos externos. O termo *temporário* era enfatizado, pois a necessidade de crescimento do país implicaria a entrada de recursos externos a médio e longo prazos. Neste horizonte mais dilatado, o *Boletim Conjuntural* acreditava também que a política monetária não deveria estabelecer metas de juros reais, mas deixar que fossem definidas livremente pelo mercado.

A necessidade de um ajuste fiscal duradouro, no bojo de um processo de reforma estrutural do Estado brasileiro, era também preocupação do grupo de conjuntura do Ipea desde o início do plano. Somente um ajuste desta natureza seria capaz de garantir a estabilização com crescimento a médio e longo prazos; as políticas monetária e cambial sendo vistas como necessariamente efetivas por si só apenas por período limitado de tempo.

Em novembro de 1994, a inflação havia sido de cerca de 3% no mês, um sucesso enorme em comparação com os 45% mensais dos meses anteriores ao real. Essa redução havia sido fruto da reforma monetária e da desindexação parcial, mas ampla, da economia, possibilitada pela sincronia de preços relativos obtida na fase

4. Índice de Preços ao Consumidor série r (IPC-r), de julho de 1994 a junho de 1995, com coleta aproximada entre os dias 16 e 15. População-objetivo constituída de famílias com rendimento entre 1 e 8 salários mínimos (SMs) e abrangência geográfica igual à dos demais índices de preços ao consumidor do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística.

da URV, que reduziu a inércia inflacionária. O segundo fator foi a valorização cambial decorrente da saída da autoridade monetária das operações de câmbio a partir de julho. Até novembro, a valorização em termos reais – usando-se o Índice de Preços por Atacado (IPA) como deflator – havia sido de mais de 20%. A inflação dos primeiros cinco meses do real havia sido fruto de choques transitórios – como nos preços agrícolas – e de mudanças esperadas nos preços relativos, em favor de aluguéis e serviços.

Mas a desindexação e a quebra da inércia eram efeitos do tipo *once and for all* e a valorização nominal do câmbio tinha sua viabilidade delimitada pelos impactos negativos que poderia ter sobre o desempenho do setor exportador e, em consequência, do *deficit* em transações correntes, que poderia levar o balanço de pagamentos a uma situação insustentável. A necessidade de manter os juros altos – ao lado de controles quantitativos sobre o crédito, através de compulsórios – para conter a demanda reforçava a valorização cambial, ao atrair recursos externos. Este fenômeno era chamado, pelo grupo de conjuntura, de *conflito câmbio-juros*. Embora reconhecendo o papel da âncora cambial na estabilização rápida dos preços, o grupo de conjuntura do Ipea via limites para esta estratégia e considerava que a consolidação da estabilidade dependia da capacidade de avançar firmemente na resolução dos desequilíbrios estruturais do setor público.

Com a aproximação da posse do novo governo em 1995, a reforma fiscal era vista como uma das principais questões a serem tratadas pela nova administração. Mas o grupo tinha claro que os efeitos de eventual reforma estrutural não se fariam sentir de imediato, a não ser pelo canal das expectativas. Naquele ano, um resultado fiscal pelo menos igual ao de 1994 – que já seria uma vitória – acabaria tendo de ser conseguido com impostos considerados de má qualidade – a serem, futura e supostamente, alvos de melhoria por uma reforma tributária – e controles de gastos na “boca do caixa”, como havia sido na primeira metade dos anos 1990. Estes esforços dos anos anteriores – de arrecadação e controle de despesas – não tinham resultado em mudanças mais estruturais pela falta de empenho, na visão do grupo de conjuntura, mostrada pela sociedade brasileira em atacar de frente as questões fundamentais na área fiscal.

O ajuste fiscal estrutural – na visão do grupo – devia ser entendido em sentido bastante amplo, incluindo não apenas o controle dos gastos visando ao equilíbrio orçamentário de 1995, mas também as reformas tributária e previdenciária, o federalismo fiscal, a aceleração do programa de privatizações e uma solução definitiva para o problema dos bancos estaduais. No fim de 1994 e no início de 1995, a economia brasileira crescia a taxas muito fortes, pressionando as importações. O ajuste fiscal ganhava assim a importância de ser também fator de contenção do nível de atividade, pelo aumento da poupança doméstica, de forma a moderar o recurso à poupança externa; parte legítima de estratégia de crescimento, mas até certos limites.

Antes de 1994 terminar, porém, estourou uma crise internacional que viria a condicionar a política econômica daí em diante. Menos de três semanas após ter assumido o poder, o presidente do México, Ernesto Zedillo – diante de novas pressões sobre a moeda mexicana, precipitadas por tensões políticas no sul do país, que se somavam aos efeitos das elevações de juros nos Estados Unidos ao longo de 1994 – decretou a elevação do limite superior da banda cambial em vigor, o que promoveu desvalorização cambial de 15%. Com as reservas internacionais praticamente esgotadas, a medida foi seguida por desvalorização superior a 30% apenas nos últimos dez dias de 1994. E a situação econômica do México passou a deteriorar-se rapidamente.

A crise detonada pela desvalorização do peso novo mexicano só tinha feito aumentar as preocupações com relação ao desempenho do setor externo brasileiro. Desde setembro de 1994, a valorização cambial nominal havia cessado, com a taxa de câmbio estável em piso informal de R\$ 0,85/US\$ (gráfico 1), mas continuava havendo valorização real, por ação da inflação remanescente. Os resultados já eram visíveis na balança comercial, que, em novembro de 1994, registrou seu primeiro saldo mensal negativo em quase oito anos.

Além da questão fiscal e do balanço de pagamentos, o grupo de conjuntura também apontava para possível problema de *moral hazard* nos bancos privados, a exemplo do que já ocorria com os bancos estaduais, que contavam sempre com o socorro do Banco Central. O recurso às restrições quantitativas e aos compulsórios – visto como, talvez, exagerado – forçava as instituições financeiras, na tentativa de protegerem sua rentabilidade, a buscarem recursos a custos cada vez mais elevados e a assumirem posições de risco cada vez maiores em seus empréstimos, em função das altas taxas de juros. O tamanho significativo de algumas das instituições financeiras em relação ao mercado e a ideia de que o BCB não deixaria ocorrer uma crise bancária levariam a esta possibilidade de risco moral.

Enquanto apontava riscos no setor externo e no setor financeiro, ao lado da necessidade de ajustes na área fiscal, o grupo de conjuntura destacava os acertos e registrava que, após a implementação do Plano Real, nenhum analista foi capaz de antever que, em fevereiro de 1995, oito meses após sua decretação, a taxa de inflação mensal encontrar-se-ia em torno de 1% e sem tendência de aceleração. As previsões mais pessimistas para a inflação de janeiro de 1995 chegaram a situá-la na faixa de 10% a 20%. Era inegável a grande conquista obtida até então.

3 MARÇO DE 1995 A JUNHO DE 1997: NOVA POLÍTICA CAMBIAL, CALMARIAS NO CENÁRIO INTERNACIONAL E CONSOLIDAÇÃO DA ESTABILIDADE

Em 6 de março de 1995, como consequência direta da crise mexicana, foi mudada a política cambial brasileira, com a introdução formal do regime de bandas cambiais. O resultado na cotação do dólar foi a desvalorização do real em cerca de 7% durante março. Outro reflexo da crise mexicana foi o aumento da taxa de juros interna nesse mês, com o intuito de contrabalançar a perda de rentabilidade das aplicações

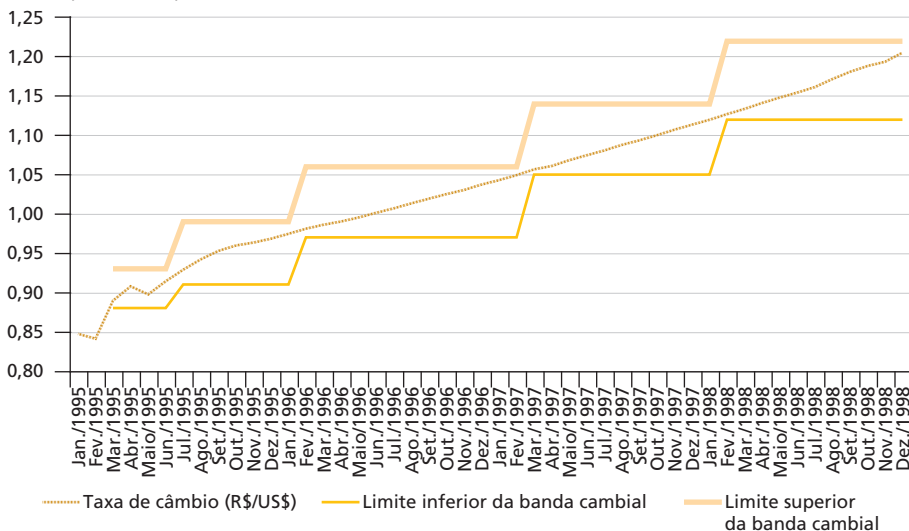
externas no Brasil induzida pelas expectativas de novas desvalorizações e estancar o movimento de saída de capitais, que foi muito forte em março.

O grupo de conjuntura avaliou que se iniciava uma nova fase quanto à orientação da política econômica. Superada a etapa inicial de quebra da inércia inflacionária, a nova etapa seria caracterizada pela busca ainda mais intensa pelo equilíbrio nos fundamentos macroeconômicos. O grande desafio gerado pelo novo ambiente internacional passou a ser enfrentar o *trade-off* entre o ajuste das contas externas, via desvalorização cambial, e a estabilidade de preços. Em junho, foi iniciada a política cambial que ficou conhecida como de minibandas, que eram definidas pelos leilões de *spread* feitos pelo BCB. No interior da banda de flutuação, eram feitas intervenções frequentes, com deslizamento suave em direção ao limite superior. Quando a cotação alcançava o limite superior da banda larga, novos limites – inferior e superior – eram estabelecidos, de modo a permitir a continuidade do deslizamento, em sequência já esperada por todos. Na prática, ninguém considerava que o Banco Central fosse defender o limite superior da banda larga: este seria elevado assim que atingido. Importavam os limites da minibanda – ou intrabanda. O gráfico 2 permite ver a desvalorização abrupta ocorrida em março de 1995 e o deslizamento suave que a política adotada a partir de junho gerou até o fim de 1998. Estas intervenções, na visão do grupo de conjuntura, sinalizavam que a economia não se encontrava presa a uma âncora cambial rígida e que não se chegaria a uma situação insustentável no balanço de pagamentos. O gráfico também mostra os deslocamentos da banda larga, cujos valores estão na tabela 4.

GRÁFICO 2

Taxa de câmbio comercial (venda): média mensal e bandas cambiais definidas pelo BCB (jan./1995-dez./1998)

(Em R\$/US\$)



Fonte: BCB e Ipeadata.

TABELA 4
Bandas cambiais (1995-1998)
(Em R\$/US\$)

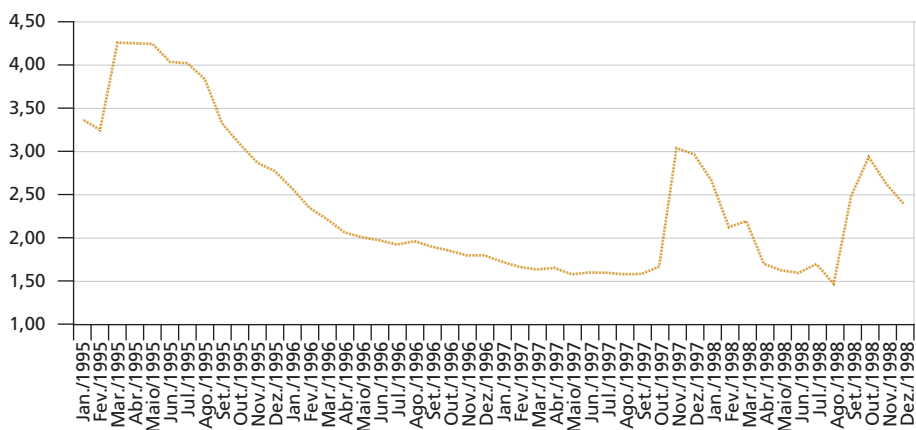
Data	Limites (R\$/US\$)		Correção do piso (%)	Correção do teto (%)
	Inferior	Superior		
6 mar./1995	0,86	0,90	-	-
10 mar./1995	0,88	0,93	2,33	3,33
22 jun./1995	0,91	0,99	3,41	6,45
30 jan./1996	0,97	1,06	6,59	7,07
18 fev./1997	1,05	1,14	8,25	7,55
20 jan./1998	1,12	1,22	6,67	7,02

Fonte: BCB.

Após a crise do México, também foi promovido um forte aumento de tarifas de importação – a níveis praticamente proibitivos – de automóveis, produtos eletroeletrônicos e eletrodomésticos, que correspondiam a cerca de 20% das importações totais. Esta era uma medida que atendia à necessidade de conter a deterioração das contas externas e sinalizar que não haveria novas desvalorizações bruscas, mas ia na contramão da estabilidade de preços e da modernização da economia, ao retroceder, parcialmente, no processo de abertura comercial.

O papel contracionista dos juros altos sobre a demanda agregada era questionado por analistas. Enquanto um efeito-substituição intertemporal agiria no sentido de contrair a demanda pelo adiamento do consumo, um efeito-renda agiria no sentido contrário, pois os detentores dos títulos públicos passavam a auferir maiores rendas a partir dos juros mais elevados. O gráfico 3 mostra a evolução da taxa Selic de 1995 a 1998. Neste, vê-se a elevação que acompanhou a introdução da nova política cambial em março de 1995, a longa redução subsequente e as reações às crises externas – comentadas na seção seguinte.

GRÁFICO 3
Taxa de juros Selic ao mês (jan./1995-dez./1998)
(Em %)



Fonte: BCB e Ipeadata.

Enquanto as políticas monetária e cambial procuravam tourear as dificuldades conjunturais, a agenda estrutural era extensa: ampliação das privatizações – o setor elétrico acabara de ser incluído no programa; desregulamentação da economia – quebra de monopólios e reservas de mercado; e reformas da Previdência Social e tributária. A partir de meados de abril, a retomada da iniciativa pelo governo no processo de condução das reformas constitucionais produziu uma sucessão de vitórias no Congresso Nacional, com enorme impacto positivo nas expectativas quanto ao futuro da estabilização. Avanços nas privatizações corroboraram o cenário em que os ajustes estruturais começavam a sair do campo das promessas para o dos fatos. Externamente, a estabilização dos juros internacionais de curto prazo e as respostas de política econômica de México e Argentina afastaram os temores de crise generalizada de insolvência das economias latino-americanas. A postura firme da política monetária, ao manter juros elevados e rigorosos controles por meio de compulsórios, também reforçava notadamente a credibilidade na determinação do governo e no compromisso do BCB com sua missão de garantir a estabilidade do poder de compra da moeda.

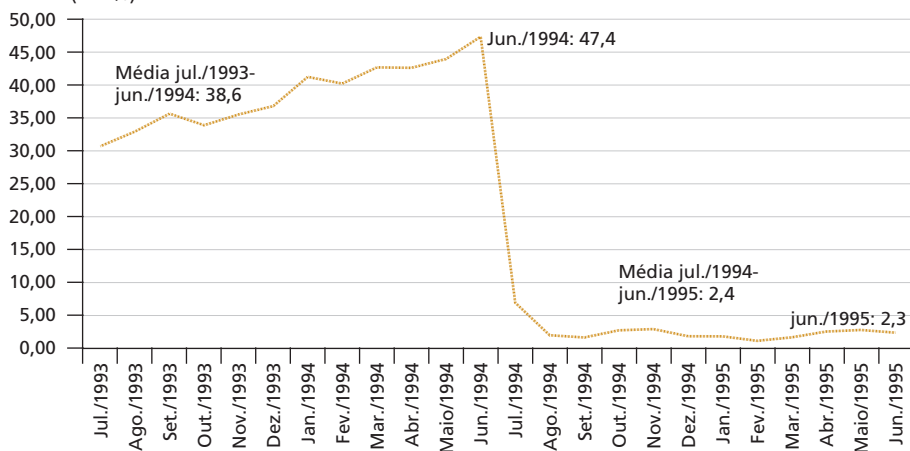
BOX 1

Balanço dos primeiros doze meses do Plano Real

Superado o crítico mês de março de 1995, ao final de junho daquele ano – quando o real completava um ano –, o grupo de conjuntura do Ipea fazia o seguinte balanço.

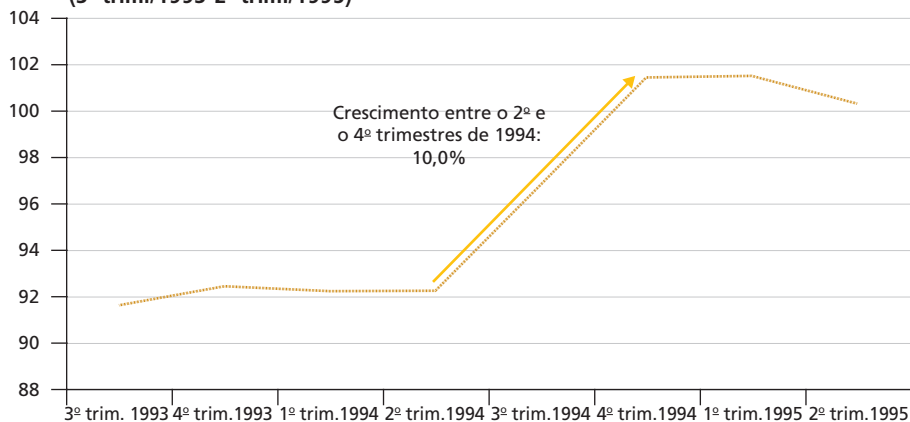
- 1) A inflação havia declinado de níveis superiores a 40% ao mês para taxas entre 1% e 2% desde o início de 1995 (gráfico 4). O custo da cesta básica, por exemplo, havia se reduzido de R\$ 106,41, em 30 de junho de 1994, para R\$ 101,48, um ano depois, em 23 de junho de 1995. E, ao contrário de tentativas anteriores de estabilização, no Plano Real não havia sido necessário recorrer a congelamentos de preços ou quebras de contratos como forma de garantir a estabilidade.
- 2) A atividade econômica tinha experimentado forte incremento (gráfico 5): o crescimento do PIB acumulado em quatro trimestres até junho de 1995 foi de 8,5%; observava-se, também, recuperação da taxa de investimento, que – de nível inferior a 16% do PIB às vésperas do plano – já havia alcançado quase 20% no primeiro trimestre de 1995.
- 3) O nível de emprego – embora tivesse apresentado comportamento menos expressivo – teve crescimento de 2,7% na indústria, e a taxa de desemprego total declinou de 5,2% para 4,6%.
- 4) Os salários reais medidos pela Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp) apresentavam crescimento de 15,3% acumulado no ano até abril de 1995; a massa salarial aumentou 16,3% naquele período e também em termos reais; nesta medida, os trabalhadores por conta própria tinham tido seus rendimentos elevados em 23,6% e os empregadores, em cerca de 15%.
- 5) O consumo – medido pelo faturamento real divulgado pela Federação do Comércio do Estado de São Paulo (FCESP) – cresceu 20% ao mês, em média, sobre o mesmo mês do ano anterior até maio; o setor de bens de consumo duráveis – exceto veículos – teve seu faturamento aumentado, em média mensal, sobre o mesmo mês do ano anterior, em percentual superior a 50%.
- 6) As finanças públicas apresentaram recuperação expressiva de arrecadação, devido ao fim do efeito Tanzi – que corroía o valor real dos impostos –, ao forte crescimento da atividade econômica e à maior eficiência da máquina arrecadadora. As receitas federais cresceram 12,8% em termos reais no acumulado até maio, a despeito do fim do Imposto Provisório sobre Movimentações Financeiras (IPMF). Ainda assim, os gastos cresceram mais e, até maio, havia *deficit* acumulado de R\$ 1,4 bilhão – a preços de maio de 1995.
- 7) A economia passou de posição externa de *superavit* comercial mensal médio da ordem de US\$ 1 bilhão, antes do Plano Real, para *deficit* mensal médio de US\$ 700 milhões, de novembro de 1994 a maio de 1995.
- 8) Do início do real até maio de 1995, o câmbio apresentou apreciação – em termos reais – de 21,5%, pelo critério da paridade real/dólar, e de 16%, pela taxa de câmbio efetiva.

GRÁFICO 4
Inflação: IPCA mensal (jul./1993-jun./1995)
(Em %)



Fonte: IBGE e Ipeadata.

GRÁFICO 5
PIB trimestral: índice encadeado com ajuste para sazonalidade – média 1995 = 100
(3º trim./1993-2º trim./1995)



Fonte: IBGE e Ipeadata.
Elaboração do autor.

No segundo semestre de 1995, a leitura dos relatórios do grupo de conjuntura mostra a continuidade da evolução favorável da inflação – inclusive das expectativas –, mesmo sob o impacto de correções em tarifas e preços públicos. O nível de atividade estava em lenta recuperação após forte desaquecimento resultante dos juros elevados e das restrições ao crédito, o que trazia questionamentos políticos, segundo os quais o plano estaria mostrando sua “verdadeira face recessiva”, especialmente quando o

mercado de trabalho passou a ser atingido. O grupo argumentava que as estatísticas de mercado de trabalho não justificavam ainda estas preocupações, especialmente se observadas as pesquisas domiciliares, que mostravam níveis de emprego ainda superiores aos do período pré-real. As pesquisas em estabelecimentos industriais tinham ainda por base o Censo Econômico de 1985, o que fazia com que mudanças ocorridas após esta data – no sentido de maior terceirização das atividades produtivas depois de 1990 – não fossem captadas por estas pesquisas. Na visão do grupo de conjuntura, as mudanças no mercado de trabalho eram parte das transformações estruturais por que passava a economia com o fim da inflação e, especialmente, a abertura comercial. Os setores em processo de contração demitem mais rapidamente que contratam os que estão em expansão, fazendo a economia passar por uma fase temporária de redução do emprego.

A conjugação da abertura com uma posição sustentável no balanço de pagamentos continuava a ser o principal desafio da estabilização. Este desafio estava sendo enfrentado com a necessária redução do nível de atividade – claramente superaquecido no início do plano – e a nova política cambial de minibandas deslizantes, sempre no sentido da desvalorização do real, que seguia em execução no segundo semestre de 1995. A combinação de desaquecimento da atividade econômica, recuperação em termos reais da taxa de câmbio e aumentos de tarifas de importação permitiu certa melhoria dos saldos da balança comercial. Mas a deterioração das variáveis fiscais apontava para a necessidade de se avançar mais nas reformas. Os compulsórios passaram a ser flexibilizados. A freada na economia havia sido proporcional aos desequilíbrios que se desenhavam no fim de 1994 e no primeiro trimestre de 1995. Mas o rigor da política monetária decorria, também, das limitações do leque de instrumentos de política econômica passíveis de serem acionados para garantir a estabilidade. O desequilíbrio nas contas públicas, em especial nos governos estaduais, era limitador da queda dos juros. Este quadro de dificuldades nas finanças públicas ocorria a despeito do impacto positivo que a estabilização produziu sobre a evolução da arrecadação para todo o setor público.

A acumulação de reservas, por um lado, foi responsável por parcela significativa do aumento da dívida pública mobiliária federal, mas, por outro lado, as reservas constituíam-se em um seguro para o plano de estabilização. Em todo caso, a dívida pública no Brasil estava longe de ser elevada pelos padrões internacionais. O desequilíbrio nas contas públicas era produto de políticas que haviam se acumulado ao longo de muitos anos. Na ordem do dia, estavam as privatizações e a renegociação das dívidas estaduais.⁵ Outro aspecto relevante era a velocidade de convergência das taxas de inflação dos bens comerciáveis e dos bens e serviços não

5. "Desde o final de 1995, o governo federal adotou um conjunto de medidas destinadas a melhorar os resultados fiscais dos governos subnacionais. Elas [incluíam] a ampla renegociação das dívidas, a reestruturação do sistema de bancos estaduais e a fixação de metas para o desempenho fiscal dos estados." (Rigolon e Giambiagi, 1999).

comerciáveis. Estes últimos tinham taxa de inflação maior, o que correspondia a uma apreciação real da taxa de câmbio, que prejudicava a competitividade do setor externo. Em última análise, isto condicionava a taxa de crescimento possível, que não comprometeria a estabilização ao não forçar excessivamente o setor externo. A desvalorização cambial era lenta, e este ritmo teria de ser compensado pelo aumento de produtividade que adviria – entre outros fatores – das reformas, como a tributária e as relacionadas à eficiência dos serviços públicos e de infraestrutura.

Ao longo de 1995, houve acentuada deterioração da posição fiscal. Embora houvesse tendência a atribuir-se esta piora ao aumento das despesas com juros, foi o *deficit* primário – principalmente por decisões passadas relativas ao gasto com pessoal – que mais contribuiu para o crescimento das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP). A questão fiscal adquiria, na visão do grupo de conjuntura, dimensão crucial para a manutenção da estabilidade e da possibilidade de serem retomadas taxas de crescimento maiores. A combinação de câmbio valorizado e juros elevados – pela qual a política econômica vinha se caracterizando – não poderia ser sustentada por muito tempo, seja por seu impacto sobre o *deficit* público, seja pelos efeitos negativos que apresentava para as decisões de investimentos e, em decorrência, para as perspectivas de crescimento a longo prazo.

O aperto nas condições de crédito naquele ano também teve forte impacto sobre a situação financeira de empresas e famílias, aumentando a inadimplência. Este quadro teve reflexos sobre um sistema financeiro que ainda vinha se adaptando à inflação baixa e levou ao fechamento de algumas instituições mais frágeis. As operações de assistência financeira de liquidez passaram de fator contracionista da base monetária para expansionista, refletindo os problemas no setor financeiro. A volta dos fluxos de capital e a sinalização positiva da balança comercial, contudo, permitiram que o BCB começasse a promover relaxamento gradual das restrições monetárias e creditícias a partir de agosto. O último trimestre de 1995 marcou uma reversão da desaceleração do nível de atividade, e um novo momento de crescimento parecia iniciar-se.

O *Boletim Conjuntural* de janeiro de 1996 fazia uma síntese do ano anterior e revelava avanços e desafios para consolidar a estabilização. Entre os avanços, enquadravam-se a manutenção da inflação em patamar reduzido – 20% no acumulado do ano pela média dos principais índices de preços –, a recuperação da política monetária enquanto instrumento eficaz para a estabilização e a aprovação das reformas relativas aos monopólios estatais e ao capital estrangeiro. Entre os desafios, destacavam-se a questão fiscal, que apresentara sensível deterioração ao longo de 1995, e as reformas que visavam a um ajuste fiscal permanente – tributária, administrativa e da Previdência Social –, além da necessidade de se aprofundar o programa de privatizações.

Em abril de 1996, o desempenho da economia brasileira no primeiro trimestre era descrito como um quadro de inflação declinante – o que surpreendia as expectativas mais otimistas –, retomada lenta do crescimento e equilíbrio ainda frágil nas contas externas – cenário que se enquadrava nos marcos de um processo de transição de uma economia cronicamente inflacionária para outra caracterizada por estabilidade. Observava-se que, nos debates que precederam o Plano Real, um dos pontos mais discutidos contrapunha as posições em favor de ajuste fiscal duro antes da estabilização àquelas que favoreciam ajuste mais suave no tempo. A tese que prevaleceu foi que seria possível estabilizar a economia via ajuste parcial das contas públicas e desindexação, criando-se assim ambiente mais favorável às reformas que conduziriam a um ajuste mais permanente. Surgia, então, a preocupação com um risco que a estabilização poderia correr: considerar-se que a guerra já estava ganha e reduzir-se a mobilização em torno de um programa de reformas e ajuste fiscal, à medida que diminuía o senso de urgência que existia no período de inflação elevada.

A esse risco vinha somar-se outro: o de que a população e os meios de comunicação formadores de opinião identificassem como resultantes da política de estabilização problemas que tinham sido gerados ao longo de trinta anos de irresponsabilidade fiscal. A imagem então corrente era de que estes problemas – o *deficit* do Banco do Brasil, o desequilíbrio do Fundo de Compensação de Variações Salariais (FCVS)⁶ e a fragilidade de algumas instituições financeiras, públicas e privadas – seriam “esqueletos”, que começavam a sair do armário, onde eram conservados pelo gelo da inflação. Quando a inflação despencou e o gelo derreteu, os esqueletos passaram a adquirir sua real dimensão.⁷

O desempenho da atividade econômica no segundo trimestre de 1996 caracterizou-se pela retomada do crescimento, estimulado por política monetária mais flexível e pela manutenção da elevação forte da massa real de rendimentos do trabalho. Registraram-se taxas de inflação superiores às do trimestre anterior, mas as projeções para o ano continuavam apontando para continuidade da tendência

6. O Fundo de Compensação de Variações Salariais é associado ao Sistema Financeiro de Habitação. Foi criado em 1967, “com o propósito de liquidar eventuais saldos devedores residuais, (mas) passou a assumir (...) responsabilidades crescentes, incompatíveis com o seu patrimônio e seu fluxo de caixa, acarretando, como consequência, o acúmulo da dívida ao longo do tempo.” “Durante a década de 1980, o governo federal concedeu sucessivos e cumulativos subsídios aos mutuários do SFH, ao permitir que as prestações previstas nos contratos habitacionais não fossem majoradas com base nas condições contratualmente pactuadas”. Em 1983, um decreto “proporcionou a redução das obrigações dos adquirentes de moradia própria e, consequentemente, imputou ao FCVS a responsabilidade pelo pagamento desses benefícios” (BCB, [s.d.]).

7. Esses “esqueletos” eram passivos até então não reconhecidos e que passaram a ser considerados, com impacto sobre o estoque da dívida. Mas – por não representarem *deficit* ocorrido no período em que foram reconhecidos – não eram considerados no fluxo das necessidades de financiamento, embora passassem a integrar o saldo da dívida líquida total. A despesa de juros relativa à incorporação destes débitos, porém, era computada. Da mesma forma, a redução do endividamento produzida pela privatização não era considerada nos fluxos das necessidades de financiamento, por não corresponder a um ajuste fiscal permanente; contudo, os efeitos em termos de fluxos de juros decorrentes de dívida menor eram considerados no *deficit* corrente como *deficit* no período considerado. O *Boletim Anual do Banco Central do Brasil: relatório 1996* ressaltava que o cálculo das necessidades de financiamento do setor público (NFSPs) já considerava os ajustes patrimoniais – o nome oficial dos “esqueletos” – e que sua publicação objetivava tornar mais transparentes estas informações. Aconteceu que, a partir de 1996, estes ajustes se tornaram muito mais relevantes que anteriormente, tendo correspondido a 1,9% do PIB (BCB, [s.d.]).

de queda. Os fluxos de comércio exterior revelavam maior dinamismo das exportações em relação ao ano anterior, e as importações caíram 9,6% no acumulado do ano até junho. O nível de reservas internacionais alcançou US\$ 60 bilhões em junho. A contrapartida dos ingressos de recursos externos foi o aumento da dívida pública, que continuou a crescer aceleradamente: entre dezembro de 1995 e junho de 1996, a dívida mobiliária federal fora da carteira do BCB aumentou 42%.

As colocações de títulos públicos foram ainda necessárias para neutralizar o impacto expansionista do Tesouro – que refletia os efeitos da capitalização do Banco do Brasil realizada em maio – e das operações de assistência financeira de liquidez, já influenciadas pelo Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer).⁸ Porém, o crescimento da dívida líquida era pequeno, de 31,6% para 33,3% do PIB entre dezembro de 1995 e maio de 1996. Isto ocorria porque estas fontes de pressão sobre o endividamento público tinham como contrapartida a aquisição de ativos pelo BCB, sob a forma de reservas internacionais ou de garantias, no caso da assistência ao sistema financeiro.

O grupo de conjuntura entendia que o quadro revelava situação de retomada de crescimento moderado e de relativa tranquilidade no *front* externo, do ponto de vista do desempenho da balança comercial ou do financiamento do *deficit* em conta corrente. Mas, apesar deste cenário favorável, acentuavam-se críticas quanto à sustentabilidade do programa, especialmente em relação à valorização real do câmbio e suas implicações em termos das restrições que impunha ao crescimento e da vulnerabilidade do balanço de pagamentos. No entender do grupo de conjuntura, a questão central do processo de ajuste continuava sendo a necessidade de se reduzir em bases permanentes o *deficit* público. Da perspectiva macroeconômica, a possibilidade de fazer as exportações crescerem a taxas mais elevadas estava estreitamente associada à redução deste *deficit* – que implicaria mais poupança doméstica para financiar o investimento –, à aprovação das reformas constitucionais e ao aprofundamento do programa de privatizações, na medida em que estes fatores determinavam a possibilidade de recuperar o investimento e, assim, tornar a produção doméstica mais competitiva.

O terceiro trimestre de 1996 caracterizou-se pela manutenção da tendência de recuperação da atividade econômica, com reflexos favoráveis no mercado de trabalho. Mantinha-se a tendência de queda na taxa de inflação acumulada em doze meses, medida pelo índice combinado – média do Índice Geral de Preços (IGP),

8. O Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional foi criado em novembro de 1995. Objetivava ordenar a fusão e a incorporação de bancos a partir de regras definidas pelo Banco Central do Brasil. Até então, desde o início do Plano Real, 22 bancos já tinham estado sob intervenção ou sofrido liquidação, e o Proer era uma forma de o governo antecipar-se a outros problemas e facilitar o processo de ajuste do Sistema Financeiro Nacional ao novo ambiente. Disponível em: <<http://goo.gl/HneQSe>>. Acesso em: 16 set. 2014.

do Instituto Brasileiro de Economia (Ibre) da Fundação Getúlio Vargas (FGV), do IPC, da Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (Fipe), e do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) do IBGE –, que caiu de 15,1%, em junho, para 12,0%, em setembro. O governo anunciou, em outubro, medidas variadas – no âmbito das despesas e das receitas – que objetivavam reduzir o *deficit* do governo federal em 1997. O grupo de conjuntura via como subjacente ao debate sobre os rumos da política econômica a ideia amplamente aceita de que o processo de estabilização, não obstante o sucesso alcançado em termos de redução da taxa de inflação, ainda carecia de sua principal base de sustentação: o ajuste fiscal. Ou melhor, a necessidade de elevar de forma significativa a poupança do setor público.

Ao longo de 1996, a economia brasileira apresentou dois períodos distintos em relação ao nível de atividade. Durante o primeiro trimestre, o desempenho foi pouco favorável em termos de crescimento. Com as medidas adicionais de flexibilização do crédito implantadas a partir de abril, a economia retomou trajetória de expansão mais acentuada. A recuperação dos níveis de demanda agregada foi feita sem prejuízo do combate à inflação, que se reduziu – na média dos principais índices: IGP do Ibre/FGV, INPC e IPC/Fipe – de 20%, em 1995, para 9,5%, em 1996. A queda da inflação esteve também associada ao processo de convergência entre as variações de preços de bens comerciáveis e não comerciáveis. Também importante para a recuperação da atividade econômica foi a continuidade do crescimento da massa de rendimentos reais das pessoas ocupadas, que decorreu tanto do aumento do rendimento médio quanto do aumento do total de pessoas empregadas.

As taxas de juros apresentaram forte redução ao longo de 1996 (gráfico 3). A taxa Selic caiu cerca de 100 pontos-base ao mês, passando de 2,78% para 1,80%, em taxa efetiva mensal. Houve avanços relevantes na institucionalização do arcabouço de política monetária, com destaque para a criação do Comitê de Política Monetária (Copom). Foram introduzidas também a Taxa Básica do Banco Central (TBC) e a Taxa de Assistência do Banco Central (TBAN). Durante 1996, avançou também a reestruturação do Sistema Financeiro Nacional, com a ocorrência de diversas fusões de instituições e a solução de casos problemáticos de grandes bancos – como o Nacional e o Econômico –, além da criação de mecanismos para o encaminhamento de soluções para os bancos estaduais, o que induziu os Estados a sanarem ou privatizarem estas instituições.

Ao final de 1996, persistiam duas fontes de preocupação com relação à conjuntura: o *deficit* comercial e o do setor público. Com efeito, no primeiro quadrimestre de 1997, o debate sobre os rumos da política macroeconômica voltou a concentrar-se em torno das questões de curto prazo, especialmente sobre o comportamento das contas externas. A necessidade de conter a taxa de crescimento

do consumo de bens duráveis – que impactava as importações – voltava a ser considerada na agenda da política econômica, mesmo os indicadores agregados mostrando, na margem, desaceleração da expansão da produção industrial e do PIB. O grupo de conjuntura avaliava que os impactos da estabilização sobre o crescimento da renda – especialmente nos estratos inferiores da distribuição – e da oferta de crédito para consumo eram de tal magnitude que – na ausência de política fiscal contracionista que neutralizasse estes efeitos – a elevação do investimento necessário para promover a modernização e a reorientação da estrutura produtiva implicava a persistência de elevados desequilíbrios pelo lado externo.

A taxa de investimento em 1996 mantivera-se praticamente constante em relação a 1995, quando medida em preços correntes, e apresentara pequena queda a preços constantes, embora, nesta medida, se tivesse observado crescimento ao longo do ano. Mas o aumento relativamente lento do investimento a preços constantes, depois de expansão acelerada nos primeiros nove meses do Plano Real, não vinha se constituindo em problema para o crescimento da economia, dada a elevada produtividade marginal que o caracterizava. A aceleração do programa de privatizações – à medida que passavam a ser incorporadas à fase de execução as transferências e as concessões dos setores portuário, elétrico e de telecomunicações – deveria, na visão do grupo de conjuntura, promover aumento da taxa de investimento.

Observava-se também melhoria da poupança pública em 1996, relativamente ao ano anterior, de cerca de 0,4% do PIB – a rigor, uma redução da poupança negativa. Em contrapartida, observava-se uma queda da poupança privada de cerca de 1% do PIB. A discussão sobre os níveis de consumo e o lento crescimento do investimento colocava em relevo os riscos de se utilizar a poupança externa para financiar o aumento de gastos do setor público – como parecia ter sido o caso em 1995 –, ou o aumento do consumo do setor privado – a exemplo do que parecia ter ocorrido em 1996. Novamente, parecia claro, na visão do grupo de conjuntura do Ipea, que – diante de distribuição de renda ainda excessivamente concentrada e de demanda reprimida por bens de consumo duráveis ainda grande – o maior esforço de recomposição da poupança doméstica continuava dependendo da elevação da poupança pública.

A evolução do bem-estar social, da pobreza e da desigualdade após a estabilização da moeda foi acompanhada pelo grupo de conjuntura. Anteriormente – por exemplo, em editorial de março de 1993, comentado em detalhe no capítulo anterior –, o grupo já afirmava que o combate à inflação é a melhor política social. Com efeito, estudos realizados por pesquisadores do Ipea e divulgados nas publicações de conjuntura mostraram a significativa redução da pobreza e da desigualdade após a queda instantânea das taxas de inflação provocada pelo Plano Real.

Do ponto de vista da evolução dos determinantes da pobreza, o plano permitiu que não apenas se mantivesse o crescimento da renda *per capita* observado nos dois anos anteriores, mas também que este crescimento fosse acompanhado por forte redistribuição de renda. Por exemplo, em 1995, os 50% mais pobres aumentaram sua participação na renda em 1,2 ponto percentual (p. p.), enquanto os 20% mais ricos perderam 2,3 p. p. Nos doze meses anteriores ao Plano Real, a remuneração do trabalho *per capita*⁹ sofrera queda em quase todos os decis de renda. As perdas foram progressivamente maiores nos decis mais pobres, chegando a ser de 20% no grupo de renda mais baixa. Por sua vez, o ganho de renda foi de 10% para o decil de renda mais elevado. Em setembro de 1995,¹⁰ os decis mais pobres da distribuição de renda ganharam até 30% de renda a mais em relação ao mesmo mês do ano anterior, enquanto as classes de renda mais alta ganharam menos, com o decil superior apresentando variação pouco inferior a 10%. Como resultado, os 20% mais ricos tiveram reduzida sua parcela da renda a menos de 5,5 vezes a participação dos 50% mais pobres. Nos doze meses anteriores ao Plano Real, esta proporção era de 6,4 vezes.

4 JULHO DE 1997 A DEZEMBRO DE 1998: CRISES, CONTÁGIO E REAÇÃO

O segundo trimestre de 1997 foi marcado pela recuperação do nível de atividade – que, no primeiro trimestre, havia apresentado queda em relação ao trimestre anterior – e por melhoria na balança comercial a partir de maio. A combinação destes fatores, aos quais se poderia acrescentar o impulso tomado pelas privatizações, abriu espaço para relativa estabilidade no cenário macroeconômico, garantindo uma trajetória com poucas oscilações para o câmbio e os juros em maio e junho. Em julho, no entanto, o quadro voltou a apresentar maior volatilidade, desta vez por conta, principalmente, de fatores externos, refletindo a instabilidade no Sudeste Asiático.

A perspectiva de reação das exportações e de certa acomodação das importações contribuía para amenizar as incertezas ligadas ao balanço de pagamentos em um momento em que, em nível internacional, estratégias de estabilização e/ou crescimento baseadas em alto grau de alavancagem de poupança externa – isto é, de elevados *deficit* em conta corrente –, passavam a ser crescentemente questionadas. O *deficit* em conta corrente previsto para 1997 no Brasil – em torno de 4,5% do PIB – não era tão elevado quanto aqueles exibidos pelos países do Sudeste Asiático, cujas moedas haviam sido alvo de ataques especulativos ao longo de julho. Além disso, a posição de reservas do Brasil o tornava menos vulnerável, embora não

9. Com base na Pesquisa Mensal de Emprego do IBGE.

10. A análise isola o período de julho a setembro de 1994 para evitar dificuldades com os deflatores da renda no período de transição de uma moeda para outra, mas a melhoria na distribuição de renda já acontecia naquela período.

totalmente imune a problemas semelhantes, na avaliação do grupo de conjuntura. O aspecto decisivo parecia ser, na visão do grupo, a capacidade que o país tinha apresentado de mobilizar recursos externos, inclusive sob a forma de investimentos diretos. O Brasil ainda dispunha de um conjunto amplo de privatizações a serem efetivadas, incluindo setores com elevado poder de atração para o investidor externo. As receitas de privatizações, por sua vez, na medida em que fossem utilizadas para abater parte da dívida pública, assegurariam, juntamente com um esforço fiscal moderado, trajetória sustentável para a dívida interna; assim, abrir-se-ia espaço para redução da taxa de juros.

Na perspectiva do ajuste fiscal, o problema – na visão do grupo de conjuntura – encontrava-se em avançar de forma mais decisiva no sentido de ampliar os *superavit* primários, a fim de dar início a um círculo virtuoso. Nos estados, a então recente crise gerada por insatisfações salariais nas polícias estaduais revelava que, na ausência de ajustes mais profundos nos quadros de pessoal – que, por sua vez, dependiam de reforma administrativa –, a situação continuaria complicada em termos de se alcançar a meta de equilíbrio no resultado primário. Assim, percebia-se que permaneciam os entraves institucionais a uma ação mais efetiva do governo na área fiscal, o que tendia a prolongar o período necessário para que se pudessem retomar, de forma sustentada, taxas de crescimento mais elevadas.

De qualquer modo, o terceiro trimestre de 1997 foi marcado por forte desaceleração das taxas de inflação após a alta provocada pelas correções de tarifas públicas no período anterior, o que reafirmou a percepção de que a desindexação havia alcançado estágio bastante avançado após três anos de estabilidade. Observou-se também melhoria da situação fiscal em relação ao terceiro trimestre de 1996, embora a maior fonte de ansiedade nesta área ainda estivesse localizada no ritmo lento com que as reformas avançavam no Congresso. Um ponto positivo eram os então recentes acordos de renegociação de dívidas estaduais, que não apenas implicavam amortização imediata de 20% do total renegociado, mas também fixavam trajetória declinante para a relação dívida/receita em cada estado.

Mas o quadro conjuntural foi se tornando mais difícil ao longo do segundo semestre de 1997, o que refletia os desdobramentos da crise financeira e cambial que vinha abalando as principais economias do Sudeste Asiático. Os maiores efeitos manifestavam-se, em nível global, sob a forma de profundo ajuste de preços de ativos e de posições em carteira nos mais importantes centros financeiros internacionais, resultando em enorme ampliação da volatilidade nestes mercados. O terremoto que havia varrido as bolsas de valores de todo o mundo nos últimos dias de outubro, teria, provavelmente, impacto sobre a liquidez internacional – na avaliação do grupo de conjuntura –, o que significava que, do ponto de vista dos países emergentes, as condições para atrair capitais externos estariam menos favoráveis que as prevalentes nos anos anteriores. O Brasil, na opinião do grupo, colocava-se em posição relativamente

vantajosa, em função do amplo programa de privatizações que apenas se iniciava nos setores elétrico e de telecomunicações. Mas, enfatizava o texto do *Boletim Conjuntural* à época, era importante ter claro que as privatizações não eliminavam a necessidade de ajuste fiscal de maior alcance que o realizado até aquele momento.

Ainda que os desdobramentos do episódio então mais recente – a forte queda da bolsa de valores de Hong Kong em outubro – pudessem vir a revelarem-se mais generalizados, o principal impacto da volatilidade no mercado financeiro internacional vinha se localizando sobre as bolsas de valores domésticas e – apenas em menor grau – sobre o mercado cambial. Para isto, contribuíam as intervenções diretas do BCB no mercado de câmbio, o aumento da oferta de *hedge* por parte do governo – sob a forma de títulos públicos indexados à taxa de câmbio –, a manutenção das taxas de juros em níveis elevados¹¹ e o desempenho da balança comercial, com *deficit* que, apesar de elevado, vinha se situando mais próximo do limite inferior das previsões do início do ano. Mas o grupo de conjuntura lembrava que ainda estavam por fazerem-se sentir as consequências negativas decorrentes das acentuadas desvalorizações cambiais que vinham ocorrendo nos países asiáticos, cujo efeito seria o de acirrar a concorrência com as exportações brasileiras nos Estados Unidos, na Europa e no Japão.

A percepção de aumento da vulnerabilidade externa acentuava-se não como decorrência de deterioração das condições internas, mas de perspectiva de mudanças no quadro internacional, que levaria a uma situação menos folgada na liquidez dos mercados financeiros mundiais. Por sua vez, era levantado de maneira recorrente por analistas o argumento de que o saldo final da crise nos países asiáticos poderia ser benéfico para o Brasil, ao permitir a atração de volume maior – e não menor – de recursos externos. Segundo este argumento, à medida que forçava uma análise mais detalhada da situação daqueles países, a crise do Sudeste Asiático tornaria também evidentes os fatores que a provocaram – em especial, aqueles relacionados à instabilidade política e à fragilidade dos sistemas financeiros nacionais, permitindo assim possibilitar a diferenciação com relação à América Latina e ao Brasil. A consistência da estratégia de estabilização, na visão do grupo de conjuntura, tornava-se fundamental para dar suporte a esta diferenciação. O aumento do investimento, o controle sobre o crédito interno, o ajuste fiscal, as privatizações e as reformas estruturais compunham um quadro em que os *deficit* em conta corrente – mantidos dentro de limites razoáveis – não encontrariam dificuldades de financiamento.

No começo de 1998, o grupo de conjuntura do Ipea considerava que 1997 havia sido marcado pela consolidação da estabilidade da economia, representada por

11. De maio a outubro de 1997, a taxa Selic esteve em torno de 20% ao ano (a.a.). Em novembro, foi aumentada para 46% a.a. Passou a cair a partir daí, mas só atingiu os níveis anteriores no segundo trimestre de 1998. A inflação, em 1997, foi de 5,2%, segundo o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo.

índices de inflação bem reduzidos – aquém, inclusive, das expectativas formadas no início do ano –, pela manutenção das linhas básicas da política econômica e pelo crescimento da economia a taxas razoáveis, com destaque para a recuperação da produção industrial. Esta havia sido negativamente afetada, porém, nos últimos meses do ano, pelo forte aperto monetário resultante das turbulências na Ásia. Esta crise havia afetado o país em momento em que o desempenho das contas externas dava sinais de melhoria. O grupo considerava que – de qualquer modo – a capacidade da economia brasileira de reagir à crise externa sem sofrer consequências mais sérias até então havia derivado, em parte, destes sinais favoráveis que vinham sendo emitidos no setor externo. Mas o aspecto crucial, na visão do grupo, parecia ter sido a forte e rápida reação do governo, que elevou as taxas de juros, no primeiro momento, e, a seguir, adotou um conjunto de medidas fiscais. Mas não havia dúvida de que os últimos acontecimentos deixavam mais evidentes os riscos associados a uma estratégia baseada na atração de poupança externa.

A evolução da inflação, entretanto, continuava benigna. Um aspecto importante do comportamento dos preços em 1997 havia sido a manutenção do processo de convergência entre preços de bens comerciáveis e não comerciáveis, de forma que, pela primeira vez, estes últimos registraram inflação anual de apenas um dígito (9,1%), que poderia ter sido ainda menor não fossem os consideráveis reajustes de preços públicos.

Toda a conjuntura econômica nos últimos meses de 1997 e, ao que tudo indicava, também no início de 1998, vinha sendo condicionada pelos problemas econômicos no Sudeste Asiático e suas repercussões sobre o mercado internacional de capitais. Mas, procurando estender o horizonte, o grupo de conjuntura ponderava que a elevação dos investimentos – especialmente em setores produtores de bens comerciáveis, juntamente com a manutenção do processo de reestruturação produtiva no setor industrial e os contínuos ganhos de produtividade da mão de obra – 34% acumulados entre 1990 e 1996, segundo dados das Contas Nacionais – era condição essencial para a retomada de taxas mais elevadas de crescimento do PIB a longo prazo, ao permitir a atualização tecnológica e maiores ganhos de eficiência na produção doméstica. A estes fatores juntavam-se o ajuste das contas públicas e outras reformas estruturais, como importantes requisitos de ordem macroeconômica que permitiriam que o crescimento dos investimentos e da renda doméstica fosse acompanhado por correspondente elevação da taxa de poupança, evitando-se o surgimento de grandes desequilíbrios do lado da inflação ou das contas externas.

No primeiro trimestre de 1998, a economia ainda refletiu os efeitos do choque de outubro de 1997. A necessidade de enfrentar ambiente externo mais volátil através da elevação da taxa de juros levou à queda da produção, à elevação do desemprego,

à redução nas vendas e ao aumento da inadimplência. Pelo lado positivo, a reação do governo foi importante para sinalizar a determinação em manter a estabilização enquanto objetivo mais importante de curto prazo, ao mesmo tempo que se reforçava a necessidade de se avançar com as transformações estruturais; entre estas, as reformas administrativa e previdenciária, das quais dependia o ajuste fiscal, na visão do grupo de conjuntura. O quadro de desaceleração da atividade econômica contrastava com a melhoria que se observava na balança comercial e nos fluxos de capital. Esta melhoria conduziu à acumulação de reservas em patamar significativamente maior que o existente antes da crise, o que abriu espaço para redução acentuada das taxas de juros; processo que se deu a uma velocidade maior que aquela que o quadro conjuntural do final de 1997 permitia prever.

O desempenho da economia no segundo trimestre de 1998 caracterizou-se pela continuidade da recuperação do nível de atividade em relação aos baixos índices observados no final do ano anterior. Uma nova onda de instabilidade no cenário internacional a partir de maio, no entanto – produzida por incertezas associadas às economias russa e japonesa –, tornou este movimento menos nítido ao introduzir elemento de alta volatilidade nos mercados financeiros. Ainda que com menor intensidade, este quadro se manteve em julho, contrabalançado apenas pelas expectativas em relação à privatização da Telecomunicações Brasileiras S.A. (Telebras)¹² e tendo como pano de fundo as operações bem-sucedidas de venda da Companhia Riograndense de Telecomunicações (CRT) e da Elektro.¹³ Paradoxalmente, em meio a este quadro externo conturbado, registraram-se ingressos recordes de investimento direto no país, apenas parcialmente explicados pelas privatizações. De modo geral, esta situação parecia consistente com a percepção de que as perspectivas de médio e longo prazos da economia brasileira – apoiadas principalmente nas transformações estruturais em curso – eram mais positivas que as perspectivas de curto prazo, ainda dependentes da consolidação de base sólida para a estabilidade, em especial, a redução do *deficit* público enquanto condição para alcançarem-se taxas de crescimento mais elevadas.

Pelo lado externo, a desaceleração do crescimento da economia mundial após a crise asiática vinha se refletindo sobre o desempenho das exportações, especialmente de produtos básicos, que tiveram quedas nos preços e nas quantidades. Mas os fluxos de capital vinham garantindo financiamento tranquilo para o equilíbrio na Conta Corrente do Balanço de Pagamentos. De qualquer modo,

12. “A privatização do Sistema Telebras ocorreu no dia 29 de julho de 1998, através de 12 leilões consecutivos na Bolsa de Valores do Rio de Janeiro – BVRJ, pela venda do controle das três *holdings* de telefonia fixa, uma de longa distância e oito de telefonia celular” (BNDES, [s.d.]).

13. “Em 1º de junho de 1998 foi criada a Elektro – Eletricidade e Serviços, subsidiária da Companhia Energética de São Paulo (Cesp). A Elektro reunia os serviços de distribuição de energia elétrica, com 1 milhão de clientes distribuídos por 228 municípios nos estados de São Paulo e Mato Grosso do Sul. A privatização da Elektro ocorreu em 16 de julho de 1998, com a venda de 90% das ações ordinárias em leilão na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa)” (Cesp, [s.d.]).

o grupo de conjuntura achava importante notar que, em função da instabilidade no cenário internacional, tinha havido piora, em junho, relativamente à situação favorável observada desde o início do ano para captação de recursos externos. Os fluxos de investimentos em portfólio e empréstimos em moeda haviam se reduzido, enquanto os capitais de curto prazo mostravam fluxos líquidos negativos em resposta aos cortes de taxa de juros, que reduziram o cupom cambial em relação aos níveis observados no início do ano. As alterações de regulamentação, ao alongarem prazos e dificultarem a aplicação em títulos públicos, tornavam as operações de arbitragem menos atraentes. Ainda assim, como a perspectiva era de que os investimentos diretos viessem a superar as projeções inicialmente feitas – inclusive pelo resultado significativamente maior que o esperado na privatização da Telebras (ágio superior a 60% em relação ao preço mínimo) –, haveria, na visão do grupo de conjuntura, acumulação expressiva de reservas naquele ano.

A política monetária, através do controle da taxa de juros, continuava sendo central para a manutenção da estabilidade. Isto não significava que o espaço para a redução dos juros tivesse se esgotado. Mas, diante dos elevados prêmios de risco observados para os papéis brasileiros no exterior, constatava-se que a situação externa ainda recomendava dose dobrada de cautela. Ao mesmo tempo, o impulso da recuperação observada nos cinco primeiros meses do ano dava sinais de menor fôlego, demandando política monetária menos apertada. A resolução do dilema passaria ou por revisão dos componentes de cunho fiscal, ou pela alteração das alíquotas de compulsórios que incidissem sobre depósitos junto ao sistema financeiro.

A questão dos juros vinha também impactando fortemente o *deficit* público. A despeito da melhoria no resultado primário, o *deficit* nominal aumentara. Um elemento complicador adicional referia-se ao fato de que o aprimoramento no resultado primário resultara exclusivamente do desempenho do governo central, que se beneficiara de um conjunto de receitas extraordinárias, tanto fiscais quanto derivadas das concessões de serviços de telecomunicações. Nas demais esferas de governo, observava-se piora do resultado primário na comparação do período janeiro-abril de 1998 com o mesmo período do ano anterior.

A partir de meados de agosto de 1998, com a decretação por parte da Rússia de reestruturação unilateral de sua dívida interna e de moratória sobre parte da dívida externa, o cenário internacional voltou a caracterizar-se por forte instabilidade, agora atingindo até mesmo os países desenvolvidos,¹⁴ ocorrendo elevada volatilidade nos mercados financeiros, contração da liquidez – especialmente para

14. A crise da Rússia levou à iminente quebra e ao resultante resgate do LTCM, grande *hedge fund* administrado por vencedores do Prêmio Nobel e renomados operadores de Wall Street. Sua altíssima alavancagem fez com suas posições chegassem a aproximadamente 5% do mercado global de renda fixa. Em 23 de setembro de 1998, um grupo de quatorze bancos e corretoras, coordenado pelo FED, investiu US\$ 3,6 bilhões no LTCM, impedindo que entrasse em colapso e gerasse uma crise sistêmica internacional (Fonte: Federal Reserve e Investopedia).

os países emergentes – e redução do crescimento esperado da economia mundial. Esta situação representava o auge do processo de deterioração das condições externas, iniciado em 1997 com a crise dos países da Ásia e acentuado em meados de 1998 com o agravamento da situação financeira no Japão. Do ponto de vista da economia brasileira, esta alteração radical no cenário internacional teve forte impacto negativo, já que a estratégia de política baseada em ajustes graduais – tanto do câmbio quanto do equilíbrio fiscal – dependia de fluxo regular de recursos externos, de modo a cobrir não apenas *deficit* em conta corrente ainda elevado, mas também as amortizações de empréstimos contratados anteriormente.

Esse quadro tornou mais explícitos os dilemas de política econômica. Em particular, a capacidade de sustentar a política cambial apenas com base na política monetária – mesmo que temporariamente – passou a esbarrar numa dívida pública em rápido crescimento, em função tanto das elevadas taxas de juros que vigoraram após a crise da Ásia – apesar de estas terem declinado sensivelmente ao longo do ano – quanto da própria deterioração do resultado primário. Frente ao novo cenário externo, a redução rápida do *deficit* público passou a ser sinônimo de sustentação da estabilidade, constituindo-se em principal suporte da credibilidade da política econômica e único fator capaz de impedir, no curto prazo, deterioração ainda mais forte das expectativas, principalmente na área cambial.

O governo respondeu ao intenso fluxo de saída de capitais do fim de agosto e de setembro – as reservas declinaram cerca de US\$ 21 bilhões apenas nesse último mês – com nova elevação das taxas de juros – para cerca de 40% ao ano (a.a.) – e com a perspectiva de implementação de programa de ajuste fiscal abrangente e profundo, associado a um pacote de apoio financeiro externo, tendo como eixo um acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI). Contando ainda com estoque razoável de privatizações – estimado em cerca de R\$ 50 bilhões – a serem realizadas ao longo dos dois anos seguintes, estabeleceram-se metas de *superavit* primário crescentes para o setor público consolidado, que permitiriam estabilizar a relação dívida líquida/PIB – em horizonte de aproximadamente três anos – em torno de 44% do PIB. Estas metas de *superavits* entre 2,6% e 3% do PIB representavam esforço fiscal significativo se comparadas ao desempenho de 1997, quando se observou *deficit* primário de 0,9% do PIB, e também em relação aos resultados exibidos em 1998 até então.

Vale destacar as medidas de ajuste nos estados, que envolviam não apenas a redução dos gastos com pessoal para os níveis determinados pela Lei Camata – que estabeleceu o limite de 60% para a relação entre despesas de pessoal e receita líquida –, mas também um esforço combinado de geração de *superavit* primário que permitisse aos estados que renegociaram suas dívidas com o governo federal atender às cláusulas que estabeleciam meta igual a 1 para a relação dívida/receita líquida. Como resultado destas renegociações, os estados passaram a servir suas dívidas

a uma taxa de juros fixada entre 6% e 7,5% a.a., mais variação do IGP, o que implicava forte subsídio diante dos níveis de taxa de juros vigentes.

Definidas as medidas mais imediatas de ajuste fiscal – e sinalizadas as perspectivas de sua aprovação pelo Congresso –, a questão crítica passava a ser, então, a redução das taxas de juros para níveis semelhantes aos vigentes antes da crise. Na medida em que a definição e a aprovação do ajuste fiscal implicassem um acordo de assistência com o FMI, abrindo assim a perspectiva de pacote de ajuda financeira externa que envolveria o próprio fundo, o Banco Mundial, o Banco Interamericano de Desenvolvimento (BID), governos do G7 e eventualmente bancos privados, as taxas poderiam cair rapidamente, tanto pelo efeito da redução do risco Brasil quanto pela redução do risco cambial. Dessa forma, seria possível induzir rápida recuperação do crescimento do produto, o que, por sua vez, contribuiria para o esforço fiscal por meio de aumento da arrecadação. A redução dos juros, no entanto, deveria ocorrer na medida da aceitação do programa fiscal do governo pelos investidores externos, sem que, no entanto, se pudesse esperar – diante do quadro de liquidez externa mais apertada – o retorno dos fluxos de capital para o Brasil nos níveis anteriores à crise. Seria necessário produzir também redução dos *deficit* na conta corrente do Balanço de Pagamentos, inclusive como forma de diminuir a percepção do risco cambial, o que abriria espaço para quedas mais acentuadas das taxas de juros.

Era importante ter claro, segundo o grupo de conjuntura, que a mudança de política – com ênfase total no ajuste fiscal – representava retomada dos fundamentos que orientaram a implantação do Plano Real. Contrariamente à prática usual de acordos de assistência financeira, o acordo com o Brasil conteria apenas metas fiscais. A disponibilização de recursos nos montantes que vinham sendo especulados pela imprensa – alcançando-se US\$ 30 bilhões – certamente afastaria o temor imediato de novas pressões sobre o câmbio, já que, combinados aos fluxos esperados de investimentos diretos – ligados ou não às privatizações – e à recomposição das linhas de financiamento ao comércio exterior, tais recursos permitiriam ao país enfrentar os compromissos externos sem ver ameaçada a posição das reservas. Este fôlego, por seu turno, abriria espaço para o aprofundamento dos ajustes estruturais sem que a atividade econômica tivesse de ser comprometida de forma exagerada. Mas era inegável que a combinação de política fiscal contracionista com taxas de juros ainda mantidas em patamares elevados certamente cobraria um preço em termos de crescimento.

Estava assim determinado – na visão do grupo de conjuntura, de forma bastante objetiva – o *mix* de políticas a ser implementado ao longo de 1999: política fiscal contracionista, política monetária gradativamente menos apertada e manutenção da política cambial. O objetivo era garantir a consistência intertemporal da política econômica e recuperar a credibilidade do país diante dos investidores internacionais, ao sinalizar dois aspectos considerados fundamentais. Em primeiro lugar, que o governo evitaria, a todo custo, a quebra das regras da política de estabilização –

o que significava a manutenção da desvalorização cambial no ritmo de então, sem movimentos inesperados, e a manutenção da abertura ao exterior, descartando-se adoção de medidas heterodoxas, como controles de fluxos de capital. Em segundo lugar, procurava-se estabelecer trajetória sustentável das contas públicas a longo prazo, com metas explícitas de geração de *superavit* primário, redução gradual das despesas com juros da dívida pública e compromisso com a aprovação de reformas estruturais que estabelecessem um novo regime fiscal no país e garantissem a solvência de longo prazo do governo, entre as quais se destacavam as reformas da previdência e tributária e a criação da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF).

O grupo de conjuntura ponderava que a fixação de metas para as políticas fiscal, monetária e cambial implicava que duas outras variáveis fundamentais tivessem seu comportamento tornado endógeno, ficando, portanto, fora do controle direto do governo, exceto pela eventual adoção de medidas discricionárias – como o controle do crédito privado e o estabelecimento de barreias não tarifárias e outras medidas de restrições às importações. Eram estas o nível da atividade econômica – e, como consequência, o nível de emprego – e o *deficit* em conta corrente.

Do lado do ajuste fiscal, no fim de outubro de 1998, o governo apresentou, de forma mais detalhada, a proposta de redução de gastos e aumento de receitas públicas, com o objetivo de promover drástica reversão na trajetória de deterioração das contas públicas, que se verificava desde 1997 e que tendia a aprofundar-se, levando a trajetória de forte elevação da dívida pública. O Programa de Estabilização Fiscal previa a geração de *superavit* primário do governo consolidado de 2,6% do PIB, em 1999, 2,8%, em 2000, e 3,0%, em 2001, permitindo manter a relação dívida/PIB em nível inferior a 45%.

Paralelamente, com o intuito de promover rápida estabilização do balanço de pagamentos, o governo negociou o pacote de ajuda internacional no valor total de US\$ 41,5 bilhões. Este pacote contava com a participação do FMI, do Banco Mundial, do BID, do Banco de Compensações Internacionais (BIS) e de diversos países desenvolvidos, em esforço de coordenação que dava a medida da importância da estabilidade do Brasil para a contenção da crise financeira internacional.

Ao final de novembro, o grupo de conjuntura considerava que o cenário para a economia brasileira em 1999 dependia da efetiva aplicação do *mix* de política descrito anteriormente. Mas, além disso, estava também fortemente vinculado ao comportamento do *deficit* externo. Em dezembro, observava que a retração nos fluxos de capital não era específica à economia brasileira, mas refletia a profunda alteração no mercado financeiro internacional observada nos meses anteriores, caracterizada por redução da liquidez e maior aversão ao risco por parte dos investidores. A situação configurava-se como um quadro bem diferente daquele que se seguira à crise da Ásia, que – apesar de muito grave – acabou circunscrita aos países da região.

Na ocasião desta crise – após a reação da política econômica, que elevou drasticamente os juros e apontou para ajuste fiscal severo –, os capitais externos voltaram a fluir em volume superior ao observado antes da crise e, em poucos meses, o país havia recomposto suas reservas, que atingiram nível 25% superior ao inicial já em abril de 1998. Após a crise da Rússia, ao contrário, a perspectiva era de fluxos de recursos externos bem mais reduzidos por período maior de tempo, o que explicava a necessidade do acordo com o FMI – que abria caminho para a mobilização de recursos adicionais através de organismos multilaterais e governos de países industrializados – e de ajuste mais profundo nas contas externas e públicas.

Uma característica que diferenciava o Brasil de vários outros países emergentes era a capacidade de atrair investimentos externos diretos. Em 1998, este tipo de investimento deveria financiar cerca de 75% do *deficit* em conta corrente e esperava-se que, em 1999, esta proporção se mantivesse elevada. Além disso, do total de ingresso de US\$ 22,9 bilhões no período janeiro-outubro de 1998, apenas US\$ 6,1 bilhões estiveram relacionados ao programa de privatizações.

O ajuste fiscal era o centro do acordo do Brasil com o FMI. As metas de desempenho para *deficit* nominal e *superavit* primário refletiam a preocupação em reverter o crescimento da dívida líquida do setor público, que vinha acelerado desde 1997. Entre os fatores determinantes deste crescimento, encontravam-se os ajustes patrimoniais (incorporações de “esqueletos”) – apenas parcialmente compensados pelas privatizações –, o peso crescente dos juros a partir da crise asiática e a piora nos resultados primários. O Congresso havia sido convocado a reunir-se extraordinariamente em janeiro de 1999 para continuar a votar as medidas na área fiscal. Mas existiam dúvidas entre os investidores quanto à possibilidade de se aprovarem em tempo hábil as medidas necessárias ao cumprimento das metas fiscais acertadas com o fundo. Isto aumentava a pressão sobre os fluxos de capitais e contribuía para comportamento também mais cauteloso do BCB na definição dos juros. Contudo, a definição da taxa de juros tinha deixado de ser totalmente exógena a partir do momento em que a trajetória da dívida líquida do setor público entrou no acordo com o FMI, por meio de metas para o *deficit* nominal. Pois o cumprimento das metas fiscais dependia, como explicitado no próprio acordo, de queda forte das taxas de juros. Ou, alternativamente, de esforço ainda maior para aumentar os *superavit* primários. No entanto, existia a percepção de que o esforço fiscal proposto no acordo, em termos de redução de gastos e aumento de arrecadação, estava próximo do limite factível.

Do ponto de vista das contas externas, a aprovação das medidas de ajuste fiscal contribuiria para restaurar a confiança dos investidores, permitindo-se a manutenção da política de ajuste gradual da taxa de câmbio. Existia uma expectativa forte de que a introdução do euro – a moeda comum europeia que seria lançada em janeiro de 1999 – levaria a uma desvalorização do dólar, o que contribuiria para aumentar a

competitividade das exportações brasileiras para esta região. Este, obviamente, era determinante de longo prazo das exportações. No curto prazo, estas vinham sendo muito afetadas pela desaceleração do crescimento da economia mundial e pela queda nos preços das *commodities*. A médio prazo, esperava-se também efeito positivo e significativo da reforma tributária, pela eliminação de impostos cumulativos, que teria impacto equivalente a uma desvalorização cambial real.

As projeções para o primeiro semestre de 1999 eram de queda de aproximadamente 3% para o PIB, em relação a igual período de 1998, em seguida à forte queda estimada para o final de 1998. Na segunda metade do ano, poderia sobrevir recuperação modesta. Na visão do grupo de conjuntura, esta recuperação – associada à implementação de ajuste fiscal em bases permanentes, a mudanças no sentido de maior flexibilidade no mercado de trabalho e à continuidade dos ajustes estruturais – poderia constituir-se no impulso inicial para um longo período de crescimento sustentado.

5 CONCLUSÃO

O grande destaque do período aqui abordado foi o controle da inflação, objetivo que vinha sendo perseguido pelo país havia muito tempo e que era fundamental para a retomada do desenvolvimento. Este sucesso foi obtido ao mesmo tempo em que a economia cresceu à taxa média de 3,8% e o PIB *per capita*, a 2,2% – de 1994 a 1997 –, antes de o nível de atividade ser mais fortemente afetado pelas crises externas, em 1998. Naquele período, o rendimento médio aferido pela Pesquisa Mensal de Emprego do IBGE elevou-se à taxa anual de 10,3%. Além disso, a redução da inflação provocou forte redução da pobreza e da desigualdade. Mas várias outras políticas foram também destaques positivos – como as privatizações, os reconhecimentos dos “esqueletos”, a criação do Copom, as intervenções e as liquidações de vários bancos – seguidas do Proer – e os acordos de renegociação de dívidas estaduais.

Por sua vez, alguns desequilíbrios ou inconsistências foram se acumulando: juros altos, câmbio valorizado, aumento do *deficit* em transações correntes e deterioração do *superavit* primário. O agravamento da situação internacional tornou estes problemas mais urgentes e levou ao desenlace que marca o fim deste capítulo e o início do seguinte: a adoção do regime de câmbio flutuante, seguida de forte desvalorização, ajuste fiscal e introdução do sistema de metas de inflação.

Ao longo do período, destaca-se na análise do grupo de conjuntura do Ipea a preocupação permanente com o reforço dos fundamentos da estabilidade: ajuste fiscal duradouro, competitividade da produção e reformas estruturais.

REFERÊNCIAS

BCB – BANCO CENTRAL DO BRASIL. **Fundo de Compensação de Variações Salariais – FCVS**. [s.d.]a. Disponível em: <www.bcb.gov.br>. Acesso em: 19 set. 2014.

_____. **Boletim do Banco Central do Brasil**: relatório 1996, seção Finanças Públicas. p. 75, [s.d.]b. Disponível em: <<http://goo.gl/HjYB0c>>. Acesso em: 19 set. 2014.

BNDES – BANCO NACIONAL DE DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO E SOCIAL. **Privatização federais**: telecomunicações. ([s.d.]). Disponível em: <<http://goo.gl/SIWWIF>>. Acesso em: 17 set. 2014.

CESP – COMPANHIA ENERGÉTICA DE SÃO PAULO. **Privatização**. [s.d.]. Disponível em: <<http://goo.gl/L2LysD>>. Acesso em: 17 set. 2014.

IPEA – INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. Panorama conjuntural do Boletim Conjuntural do Ipea. *In*: **Boletim Conjuntural Ipea**, Rio de Janeiro, n. 26, jul. 1994.

RIGOLON, F.; GIAMBIAGI, F. **A renegociação das dívidas e o regime fiscal dos estados**. Rio de Janeiro: BNDES, jul. 1999. (Texto para Discussão, n. 69).

AJUSTE INTERNO E EXTERNO E A CONSOLIDAÇÃO DE UM NOVO REGIME DE POLÍTICA ECONÔMICA (1999-2003)

Fernando J. Ribeiro¹

1 INTRODUÇÃO

O capítulo anterior detalhou o sucesso da política econômica conduzida nos primeiros anos após o Plano Real em termos de seu objetivo principal, que era reduzir a inflação para níveis civilizados – em 1998, a variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) foi de somente 1,7%. Em paralelo, obteve-se um bom crescimento do produto interno bruto (PIB) real e houve ganhos expressivos na renda real dos trabalhadores. Entretanto, ao lado das discussões referentes ao gerenciamento de curto prazo da política econômica – amplamente dominada pelo binômio câmbio-juros –, o debate macroeconômico era constantemente permeado pela preocupação com os fundamentos de longo prazo da estabilidade, centrada em duas questões: o equilíbrio das contas públicas e das contas externas.

Com efeito, a estabilidade foi acompanhada de uma deterioração de ambas as contas. O resultado primário do setor público consolidado havia passado de um *superavit* de 5,2% do PIB em 1994 para um *deficit* de 0,9% do PIB em 1997, e o saldo em transações correntes saiu de um *superavit* de 0,3% do PIB para um *deficit* de 3,5% do PIB (tabela 1 adiante). Parte desses problemas era interpretada como consequência do próprio sucesso da estabilização. Esta havia eliminado o efeito favorável que a inflação tinha sobre as despesas reais do setor público, desnudando a verdadeira situação fiscal do país. E o aumento do poder de compra da população – em reais e em dólares, em virtude da valorização cambial – levou à rápida expansão das importações. Mas reconhecia-se claramente a persistência de problemas estruturais, os quais eram recorrentemente citados nas análises de conjuntura do Ipea e de diversos outros analistas, e cujo equacionamento seria condição *sine qua non* para a consolidação da estabilidade em bases permanentes. Entre as medidas necessárias tinham destaque a reforma tributária, a reforma do regime de previdência social e a chamada “agenda microeconômica”, uma miríade de aspectos que impactavam a eficiência e a capacidade competitiva da produção doméstica em relação aos padrões internacionais.

1. Técnico de Planejamento e Pesquisa do Ipea.

Foi nesse quadro de transição incompleta e vulnerabilidade fiscal e externa que o país foi atingido pela crise asiática, em outubro de 1997, e pouco depois pela crise da Rússia, em agosto de 1998. Seguiu-se uma crescente dificuldade para obter financiamento externo, configurando uma crise cambial que colocava em risco a própria estabilidade duramente alcançada. Além do problema dos fluxos – como garantir a continuidade dos financiamentos dos *deficit* público e externo em condições saudáveis –, o país se viu também diante do desafio de administrar os estoques de dívida pública e de dívida externa. Ambas indicavam uma trajetória explosiva no longo prazo, com a taxa de juros real incidente sobre elas superando a taxa de crescimento do PIB, e sem a contribuição de saldos primários capazes de compensar esta diferença. E havia também um problema de curto prazo: porcentagem elevada da dívida pública interna era indexada ao dólar ou à própria taxa Selic, e a dívida externa era naturalmente “indexada” ao câmbio. Uma e outra, portanto, eram extremamente vulneráveis a uma desvalorização significativa do câmbio, e a dívida interna era muito sensível a eventuais aumentos da taxa Selic, que ocorriam para combater a inflação derivada da própria desvalorização do câmbio ou de outros choques.

A reação inicial da política econômica, conforme exposto no capítulo anterior, envolveu a negociação, em 1998, de um acordo com o Fundo Monetário Internacional (FMI), com o intuito de garantir os fluxos de moeda estrangeira, sob a condicionalidade da aplicação de um programa de ajuste fiscal. O programa previa metas de *superavit* primário crescentes para o setor público consolidado que permitiriam estabilizar a relação dívida líquida/PIB, num horizonte de aproximadamente três anos, em torno de 44% do PIB. O grupo de conjuntura interpretou isso como um passo na direção certa:

É importante ter claro que a mudança de política, com ênfase total no ajuste fiscal, representa uma retomada dos fundamentos que orientaram a implantação do Plano Real. Neste sentido, não há nada num eventual acordo com o FMI que se pareça mais com a proposta original do programa de estabilização do que a trajetória programada de redução do *deficit* público (Boletim Conjuntural n. 43, outubro de 1998, p. II).

Entretanto, o ajuste efetivo da economia só teria início no ano seguinte. Diante da persistência do ataque especulativo sobre a moeda brasileira e com o fracasso da tentativa de mudar a política cambial de maneira gradual,² no dia 15 de janeiro de 1999 o Banco Central deixou de intervir no mercado cambial e permitiu que a taxa flutuasse livremente, produzindo uma rápida desvalorização. A partir daí, o principal desafio da política econômica foi lidar com esta desvalorização – e também com outras dificuldades que advieram posteriormente, como o racionamento de

2. Com a introdução da chamada “banda diagonal endógena”, que previa uma flexibilização gradual do intervalo de flutuação da taxa de câmbio.

energia elétrica, a crise do sistema de conversibilidade na Argentina e as incertezas do processo eleitoral em 2002 – e evitar a volta do descontrole inflacionário.

O fato é que a sequência de crises internacionais iniciada com a crise asiática de 1997 expôs os desequilíbrios macroeconômicos acumulados nos anos anteriores, conduzindo a um longo e acidentado percurso de ajuste que se alongou por todo o período entre 1999 e 2003. Nesse período implantou-se e consolidou-se um novo regime de política macroeconômica caracterizado pelo “tripé macroeconômico”, composto por *i*) metas para o *superavit* primário do setor público, estabelecidas de forma a garantir a convergência da relação entre dívida pública e o PIB para níveis razoáveis; *ii*) câmbio flutuante, como variável de ajuste para garantir o equilíbrio do balanço de pagamentos; e *iii*) sistema de metas para a inflação, estabelecendo uma âncora para as expectativas inflacionárias (em substituição à âncora cambial) e definindo a política de juros como instrumento de controle da inflação.

A tabela 1 evidencia o tamanho do esforço fiscal conduzido já a partir de 1999, tal que o *superavit* primário médio do quinquênio ficou em 3,2% do PIB. Isso não evitou que a dívida líquida do setor público continuasse crescendo (até o máximo de 60,4% do PIB em 2002), mas evitou uma situação explosiva e, mais importante, consolidou um novo regime de controle das contas públicas – consubstanciado na Lei de Responsabilidade Fiscal, aprovada em 2000. O ajuste das contas externas ocorreu de forma mais lenta, de forma que somente em 2002 o *deficit* em transações correntes reduziu-se de maneira significativa, para transformar-se em *superavit* em 2003. Mas a mudança de preços relativos em favor dos bens comercializáveis – a taxa de câmbio real acumulou desvalorização de cerca de 60% no período – foi bem-sucedida em termos de impulsionar as exportações (o *quantum* exportado teve alta de 10,5% ao ano – a.a.) e de induzir uma substituição de importações por bens nacionais que gerou saldos comerciais cada vez maiores.

O sistema de metas foi bem-sucedido em evitar o descontrole inflacionário, mas seu funcionamento esteve longe de ser suave. A desvalorização do câmbio – de R\$ 1,20/US\$ no final de 1998 para cerca de R\$ 3,00/US\$ em 2003, tendo atingido um pico de quase R\$ 4,00/US\$ em setembro de 2002 – exerceu forte pressão sobre os preços no atacado, o que se refletiu numa inflação de 14,6% a.a., em média, do Índice Geral de Preços. O repasse do câmbio para os preços ao consumidor acabou ficando abaixo do que seria esperado com base na experiência prévia do país, mas ainda assim a inflação medida pelo IPCA esteve pressionada durante a maior parte do tempo, registrando variação anual média de 8,9%. Em diversos momentos, inclusive, o governo se viu obrigado a alterar formalmente as metas de inflação previstas originalmente, reconhecendo a impossibilidade de atingi-las em vista da magnitude dos choques e sinalizando uma trajetória futura de convergência. E o país operou com uma taxa real de juros elevada (10,7% a.a., em média),

sustentando permanentemente o debate sobre quando (e como) o país poderia operar com uma taxa de juros “normal”, assunto que já havia tido posição central nos primeiros anos do Plano Real.

Naturalmente, o ajuste teve custos em termos da atividade econômica: o crescimento médio do PIB no quinquênio foi de 1,9%, com variação mais expressiva apenas no ano 2000 (4,3%). Houve aumento do desemprego nos momentos mais duros do ajuste (em 1999 e em 2003), assim como queda contínua do rendimento médio real dos trabalhadores.

TABELA 1
Indicadores macroeconômicos selecionados (1999-2003)

Indicadores	1999	2000	2001	2002	2003	Média 1999-2003
PIB real (variação %)	0,3	4,3	1,3	2,7	1,1	1,9
Inflação ao consumidor – IPCA (variação %)	8,9	6,0	7,7	12,5	9,3	8,9
Índice Geral de Preços – IGP (variação %)	20,0	9,8	10,4	26,4	7,7	14,6
Taxa de desocupação – Pesquisa Mensal de Emprego do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (PME/IBGE) (%)	8,3	7,8	6,8	11,0	12,3	9,2
Rendimento médio real – PME (variação %)	-5,5	-0,6	-3,8	-3,8	-11,1	-4,4
Taxa Selic real, deflator IPCA (% a.a.)	15,28	10,83	8,96	5,89	12,84	10,71
Resultado primário do setor público consolidado (% do PIB)	2,9	3,2	3,4	3,2	3,3	3,2
Resultado nominal do setor público consolidado (% do PIB)	-5,3	-3,4	-3,1	-4,5	-5,2	-4,3
Dívida líquida do setor público consolidado (% do PIB)	44,5	45,5	52,0	60,4	54,8	51,5
Balança comercial (% do PIB)	-0,2	-0,1	0,5	2,6	4,5	1,4
Conta corrente (% do PIB)	-4,3	-3,8	-4,2	-1,5	0,8	-2,6
Quantum exportado (variação %)	7,7	11,1	9,5	8,6	15,7	10,5
Taxa de câmbio efetiva real – deflacionada pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor – INPC (variação %)	49,3	-5,5	21,5	11,6	2,1	14,3

Fonte: tabela B.1 do apêndice B deste volume.

As próximas seções procuram evidenciar a visão e a interpretação do grupo de conjuntura em relação ao comportamento das variáveis macroeconômicas e ao encaminhamento da política econômica durante este processo de ajuste, dividindo a análise em quatro subperíodos. O primeiro refere-se ao primeiro semestre de 1999, quando o foco das preocupações esteve na reação da economia à mudança do regime cambial e nas modificações no arcabouço macroeconômico que se seguiram. O segundo subperíodo cobre do segundo semestre de 1999 ao primeiro de 2001, o qual foi marcado pelos primeiros efeitos positivos da implantação do novo arranjo macroeconômico, com retomada da atividade econômica e reação positiva de diversos indicadores econômicos, mas que foi também pontuado por diversos episódios de instabilidade no câmbio e na inflação. O terceiro período, que vai do segundo semestre de 2001 ao segundo semestre de 2002, caracterizou-se por uma sequência de choques

negativos que levou a uma nova fase de acentuados desequilíbrios macroeconômicos. E o quarto e último período cobre o ano de 2003, em que se observou um novo processo de ajuste e recuperação da atividade econômica. O capítulo encerra com uma seção que discute os elementos centrais do debate macroeconômico brasileiro do período e procura sintetizar a visão do grupo de conjuntura sobre estes elementos.

2 FLUTUAÇÃO CAMBIAL E MUDANÇAS DO REGIME MACROECONÔMICO: 1º SEMESTRE DE 1999

A mudança do regime cambial logo no início do 1999, embora não totalmente inesperada, surpreendeu muitos analistas e também o grupo de conjuntura do Ipea. Com efeito, “A trajetória visualizada era certamente uma de pequenos ajustes, com o alargamento da banda acompanhando de perto a correção do câmbio real e a melhora nos fundamentos, em particular na política fiscal” (Boletim Conjuntural n. 44, janeiro de 1999, p. II). Mesmo antes da flutuação, as previsões do grupo já incorporavam uma retração da atividade econômica no ano, em virtude do ajuste fiscal e do aperto monetário realizado no ano anterior, mas a desvalorização cambial tornou o cenário ainda mais negativo: a previsão passou a ser de contração de 3,9% do PIB no 1º semestre, na comparação com o mesmo período de 1998 (especialmente no setor industrial, que teria retração de 6,8%), e queda no ano entre 2% e 3%. A esse quadro somava-se a incerteza quanto à política que seria adotada para reancorar as expectativas inflacionárias, após o abandono da âncora cambial. A análise do grupo destacava que “o abandono do gradualismo que vinha sendo seguido na política cambial significa que uma nova política terá de ser implementada para evitar que a inflação – após a elevação que deverá seguir-se à desvalorização da taxa de câmbio – se consolide em patamar mais elevado” (Boletim Conjuntural n. 44, janeiro de 1999, p. II).

A visão do grupo de conjuntura naquele momento enfatizava a preocupação não apenas com o impacto inflacionário imediato da desvalorização – que poderia ser mitigado com o aperto fiscal previamente contratado e com uma política monetária suficientemente apertada –, mas principalmente com o impacto da desvalorização sobre a dívida pública, tanto a dívida externa quanto a dívida interna atrelada ao câmbio. Era necessário adotar rapidamente medidas que impedissem um crescimento exacerbado das dívidas que colocasse em risco a solvência do país. Nesse sentido, o grupo destacava dois pontos fundamentais: a preservação do programa acertado com o FMI no ano anterior, de forma a garantir recursos para fechar as contas externas, e incorporando os devidos ajustes em virtude da mudança cambial; e o aprofundamento do ajuste fiscal, com revisão das metas de *superavit* primário para garantir a solvência da dívida dentro do novo cenário.

Embora a tarefa fosse reconhecidamente difícil, a visão do grupo era otimista. A ideia era que o país tinha a oportunidade de corrigir os desequilíbrios

gerados nos anos anteriores, nas áreas fiscal e do balanço de pagamentos, ainda que a custo de uma inflação temporariamente mais elevada e de uma retração momentânea da atividade econômica. Na verdade, esperava-se que, superado o momento mais agudo da crise, a recuperação da atividade fosse rápida. Tanto que o cenário considerado mais provável previa que o PIB voltaria a crescer já no segundo semestre de 1999, beneficiando-se do aumento de exportações (em resposta ao câmbio mais favorável) e da esperada queda dos juros – naturalmente, sob a hipótese de cumprimento do ajuste fiscal. Destacava-se, inclusive, um ponto forte da economia brasileira que permitiria que a crise fosse menos profunda que as ocorridas em outros países emergentes no passado, como o México ou os asiáticos: o país tinha um sistema financeiro sólido e o nível de crédito doméstico era baixo, impedindo que a crise cambial se transformasse em crise financeira.

Com efeito, após muita instabilidade nos meses de janeiro e fevereiro daquele ano, os meses seguintes foram caracterizados pela estabilização da taxa de câmbio – após desvalorização nominal da ordem de 40% –, pela obtenção de grandes *superavit* primários nas contas públicas e por uma aceleração da inflação menos intensa que a imaginada. A avaliação era que a mudança de preços relativos em favor dos bens *comercializáveis* vinha se processando com um impacto relativamente pequeno sobre o nível geral de preços. O Boletim Conjuntural de abril de 1999 resumia a melhoria do quadro econômico:

A perspectiva de um período prolongado de instabilidade e retração econômica após a desvalorização do câmbio, associada à necessidade de manter uma política monetária apertada para amortecer o seu efeito inflacionário, vem sendo gradualmente substituída pela percepção de que os dois principais problemas da política econômica até o final do ano passado – o desequilíbrio fiscal e o câmbio sobrevalorizado – começam a ser equacionados de modo a abrir espaço para uma retomada sustentada do crescimento (Boletim Conjuntural n. 45, abril de 1999, p. II).

A implantação do regime de metas para a inflação em meados do ano, em um quadro de visível arrefecimento das pressões inflacionárias, ajudou a consolidar um cenário mais favorável, no âmbito do que o grupo considerava como “um novo regime de política econômica, baseado na flutuação do câmbio e numa política monetária orientada para a obtenção de metas inflacionárias” (Boletim Conjuntural n. 46, julho de 1999, p. III). No Boletim Conjuntural de julho de 1999, destacava-se o surgimento dos primeiros sinais de recuperação da atividade econômica e do nível de emprego, e a previsão para o PIB do ano já era de queda de apenas 0,4%. Entretanto, reconhecia-se que “os principais condicionantes desse processo continuam sendo o ambiente externo (...) e os avanços no equacionamento

do problema fiscal, tanto a curto quanto a longo prazo” (Boletim Conjuntural n. 46, julho de 1999, p. III).

3 RECUPERAÇÃO E INSTABILIDADE: 2º SEMESTRE DE 1999 AO 1º SEMESTRE DE 2001

Passado o momento mais crítico, e com a relativa normalização das condições econômicas, o foco de preocupação da conjuntura passou a ser a capacidade de sustentação do crescimento da atividade econômica sem que isso implicasse novas pressões sobre a inflação, e sem prejuízo da melhoria da situação das contas externas e da situação fiscal. Já no Boletim Conjuntural de outubro de 1999, explicitavam-se preocupações quanto ao fôlego da recuperação do nível de atividade:

o processo de retomada não apenas arrefeceu entre junho e agosto, como também ingressou em uma nova etapa. Na primeira fase, logo após a alteração do regime cambial, a tônica foi dada pela expansão da produção doméstica de bens competitivos com importações, beneficiando segmentos produtores de intermediários e bens de consumo semi e não duráveis. Esse foi o perfil setorial da recuperação que durou até maio, quando, no acumulado do ano, a indústria cresceu 4,1%. Na etapa atual, a atividade industrial está sendo influenciada pelo setor de duráveis de consumo, cujos níveis de demanda tendem a responder, ainda que com alguma defasagem, à melhoria das condições observadas no mercado de crédito (Boletim Conjuntural n. 47, outubro de 1999, p. III).

O *deficit* em transações correntes permanecia elevado (fecharia o ano em 4,3% do PIB), e o cenário externo ainda se mostrava complicado. As exportações sofriam os efeitos da forte queda dos preços das *commodities* ocorrida desde a crise asiática, bem como da difícil situação econômica de importantes parceiros latino-americanos, especialmente a Argentina, cujo regime de conversibilidade estava sendo posto à prova. Por tudo isso, a taxa de câmbio ainda se mostrava bastante sensível às oscilações dos influxos de capital externo, e voltou a sofrer desvalorização no final de 1999.

Na área fiscal, a meta de *superavit* primário para o ano caminhava para ser cumprida (o resultado primário fechou o ano superavitário em 2,9% do PIB, com grande melhoria em relação ao saldo zero registrado no ano anterior), mas contando com volumosas receitas extraordinárias e à custa de uma grande contenção de despesas, o que colocava dúvidas sobre a capacidade de replicar o *superavit* nos anos vindouros.

De qualquer modo, alguns dos principais indicadores da economia apresentaram resultados melhores que o inicialmente esperado em 1999. O PIB conseguiu registrar variação positiva de 0,3%; a inflação medida pelo IPCA ficou contida em 8,9% (embora tenha chegado a 30% no atacado), dentro dos limites estabelecidos pelo sistema de metas; e as exportações líquidas de bens e serviços voltaram a dar contribuição positiva para o crescimento econômico após muitos anos, mais que compensando a relativa estabilidade do consumo privado e as quedas no consumo

público e no investimento. O *quantum* de exportação de mercadorias teve crescimento de 7,7%, mesmo diante de um cenário externo não muito favorável, indicando que a desvalorização real do câmbio começava a produzir os efeitos esperados sobre as contas externas.

O país adentrou o ano 2000 com um clima econômico bastante positivo. As expectativas de inflação estavam sob controle, com previsões de inflação próxima da meta estabelecida, de 6,0%; o PIB crescia a taxas razoavelmente elevadas, da ordem de 3% a 4%; e a ocupação voltara a crescer, inclusive com criação líquida de postos de trabalho no setor industrial. O primeiro Boletim Conjuntural do ano previa crescimento do PIB de 3,2% no ano e recuperação de todos os elementos da demanda e da oferta, especialmente a indústria e o investimento, beneficiando-se também da esperada expansão do crédito, da provável queda dos juros e da retomada do mercado de trabalho. O otimismo foi explicitado no Panorama Conjuntural deste Boletim.

Os impactos sobre a inflação e sobre a atividade econômica decorrentes dessa mudança [do regime cambial] foram muito mais suaves do que se poderia esperar, seja pelas experiências anteriores de desvalorização cambial no Brasil, seja a partir do observado em outros países que passaram por transições semelhantes. Mais importante, as mudanças nas políticas fiscal e monetária, mais ou menos simultâneas à alteração da política cambial, passaram a caracterizar, a partir de meados do ano passado, um novo regime de política econômica, com mais consistência do que o observado no período anterior. Reduziram-se assim, de forma significativa, as incertezas em relação à trajetória futura da economia, o que deve resultar em condições propícias à aceleração do crescimento (Boletim Conjuntural n. 48, janeiro de 2000).

Os números permaneceram positivos durante todo o ano 2000, mantendo inalterada a visão positiva do grupo de conjuntura sobre a situação da economia. O Boletim Conjuntural de abril destacava que

A melhoria das expectativas dos consumidores e empresários, a expansão do emprego e da massa salarial e o aumento da taxa de investimento reforçam o caráter genuíno dessa retomada que, além disso, foi acompanhada de reversão na tendência de aceleração da inflação ocorrida no final do ano passado e de melhoria das contas externas. (...) A retomada é sustentável na medida em que a continuidade da austeridade fiscal com a obtenção de expressivos *superavit* primários abre espaço para o relaxamento da política monetária que, apesar de cautelosa na redução das taxas básicas de juros, começa a mostrar resultados nas taxas de juros na ponta (Boletim Conjuntural n. 49, abril de 2000, p. III).

A visão favorável fora reforçada pela aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal, interpretada como uma mudança permanente do regime fiscal do país e que reduziu bastante as incertezas quanto à trajetória futura da política fiscal. A previsão para o crescimento do PIB, publicada no Boletim Conjuntural de abril, foi revisada para cima, para 3,9%, com grande contribuição do setor industrial (5,6%). A propósito, a partir desta edição do boletim, passaram a ser divulgadas

regularmente não apenas as previsões para o PIB total e segundo os componentes da oferta, mas também previsões para os componentes da demanda (consumo, investimento, exportações e importações), bem como para a balança comercial e para o saldo em transações correntes – neste último caso, refletindo diretamente a preocupação com a trajetória de ajuste das contas externas.

A necessidade de acompanhar mais de perto as *nuances* do comportamento da inflação e seus impactos sobre a política monetária motivou também o desenvolvimento de indicadores da tendência da inflação (*core inflation*) no país. Moreira e Carvalho (anexo 9) desenvolveram modelos para construir não apenas um indicador de tendência atual, mas também de tendência prospectiva, que passaram a ser publicados regularmente no Boletim Conjuntural.

O Boletim Conjuntural de julho de 2000 destacava a mudança da postura cautelosa do Banco Central em relação à política monetária, refletida em redução importante da taxa Selic. O texto do Panorama Conjuntural destacava que

A mudança de postura pode ser atribuída tanto à menor incerteza em relação ao comportamento da economia internacional e dos mercados financeiros (especialmente o de câmbio) quanto ao desempenho da inflação, bem mais favorável que o esperado. Abriu-se, dessa forma, a possibilidade de acelerar um pouco o crescimento da economia sem ameaçar a meta inflacionária (Boletim Conjuntural n. 50, julho de 2000, p. V).

A recuperação iniciada em 1999 ainda se sustenta, apesar da perda de fôlego do crescimento da produção industrial no primeiro semestre. Os elementos de sustentação são as exportações, a expansão do crédito e seus reflexos sobre a demanda de bens de consumo duráveis e os elevados níveis de utilização da capacidade instalada na indústria que estimulam os investimentos. Além disso, projeta-se para o segundo semestre a continuidade da recuperação do emprego e da massa salarial (*op. cit.*, p. IX).

A essa altura, a consolidação da recuperação da atividade trazia de volta ao foco a questão dos requisitos para sustentação de taxas de crescimento do PIB relativamente elevadas, o que passava pelo comportamento das taxas de investimento e de poupança. Em vista da rápida expansão do investimento que se verificava na época, ganhava importância o problema da poupança requerida para financiar os investimentos e, mais uma vez, o ajuste fiscal aparecia como elemento de destaque.

Pelo lado da poupança, o ajuste fiscal deve liberar cerca de 5% do PIB em recursos que financiavam o *deficit* operacional do setor público consolidado. O aumento da poupança pública permitirá recuperar os investimentos públicos (exclusive estatais) e compensar a redução da poupança externa que, em relação ao primeiro semestre do ano passado, já caiu de 4,5% para 3,5% do PIB, e que, para garantir uma trajetória sustentável para o passivo externo, deveria declinar talvez outro ponto de percentagem. Para conciliar a redução da poupança externa com o aumento da taxa de investimento, a taxa de poupança privada deverá aumentar. Nesse sentido, as reformas tributária e

do mercado de capitais, visando incentivar a poupança das empresas, e a consolidação de um novo modelo para a previdência social, estimulando a poupança das famílias, têm um papel importante a desempenhar (*op. cit.*, p. IX).

Nessa mesma linha, ganhavam força as discussões acerca do potencial de crescimento da economia brasileira, que havia sido deixada de lado em razão da crise de 1998-1999, mas que se tornava relevante após vários trimestres consecutivos de crescimento.

Diante dos sinais de aquecimento da economia no primeiro trimestre, a existência de restrições de capacidade produtiva para sustentar a continuidade do crescimento é uma questão legítima. Nesse sentido, duas notas técnicas neste boletim abordam a questão do produto potencial da economia brasileira. Com metodologias distintas, ambas concluem que, no curto prazo, a existência de capacidade ociosa permitiria manter taxas de crescimento no intervalo de 4 a 5 por cento ao ano, muito embora esses valores estejam acima do crescimento potencial da economia brasileira. Esses resultados corroboram as estimativas de produto potencial elaboradas pelo Banco Central (Boletim Conjuntural n. 53, abril de 2001, p. VI).

Destaca-se, em especial, a nota elaborada por Bonelli (anexo 11), que apresenta estimativas da produtividade total dos fatores (PTF) e do PIB potencial da economia brasileira com base em um modelo de duas equações de contabilidade do crescimento derivadas de uma função de produção Cobb-Douglas agregada para a economia brasileira. O trabalho estimava uma taxa de crescimento potencial entre 2,6% e 4,0%, indicando ainda que, no final de 2000, o hiato do PIB já se aproximava de zero.

O boletim publicado em outubro de 2000 projetava crescimento do PIB no ano de 4,0% e a perspectiva permanecia favorável à continuidade do crescimento, a despeito de instabilidades na economia mundial (problemas na Argentina e estouro da “bolha” das empresas de tecnologia da informação nos Estados Unidos) e de surpresas negativas no *front* doméstico (inflação elevada em alguns meses, pressões renovadas sobre a taxa de câmbio e frustração dos resultados da balança comercial). O quadro conjuntural não apresentou alterações significativas até o início de 2001.

O primeiro boletim de 2001, publicado em janeiro, previa um desempenho da economia ainda melhor que no ano anterior, com maior crescimento do PIB (projeção de 4,6%), queda da inflação e do desemprego, redução de juros e ampliação do crédito. “Os fatores de aceleração do crescimento serão o consumo doméstico, sustentado pela recuperação do emprego e dos salários, e a expansão do investimento estimulado pelo esgotamento da capacidade produtiva, redução de juros e ampliação do crédito” (Boletim Conjuntural n. 52, janeiro de 2001, p. V).

Renovavam-se, porém, as preocupações com as contas fiscais e com o *deficit* externo. A dívida pública como proporção do PIB ainda se mantinha em níveis

semelhantes aos alcançados em 1999, pois as despesas com juros nominais (aí incluído o efeito da desvalorização cambial sobre a dívida) permaneciam elevadas, contrarrestando o impacto do elevado *superavit* primário, do crescimento do PIB e da redução das taxas básicas de juros. No setor externo, o desempenho da balança comercial permanecia aquém do necessário para reduzir o *deficit* em transações correntes, a despeito da forte mudança de preços relativos em favor dos *bens comercializáveis*, operada a partir da flutuação do câmbio. Em um cenário internacional ainda instável, era recorrente a preocupação quanto aos efeitos de um possível novo ciclo de piora das condições de financiamento externo.

Esse tema motivou a elaboração de uma nota técnica que buscava identificar qual seria a trajetória da taxa real de câmbio requerida para se atingir níveis mais baixos de *deficit* em conta corrente como proporção do PIB (anexo 10). A conclusão da nota era que os aumentos requeridos não eram elevados e, principalmente, que tendiam a se concentrar no curto prazo, revertendo num prazo mais longo. Diante disso, o grupo de conjuntura entendia que a dificuldade de gerar *superavit* comerciais robustos relacionava-se ao impacto da queda dos termos de troca do país e às limitações de oferta doméstica no setor produtor de bens intermediários, que implicavam expressivo crescimento das importações em reação à expansão da produção industrial mesmo em vista do encarecimento relativo dos importados.

Nos primeiros meses de 2001, o país volta a ser abalado por ondas de instabilidade vindas do exterior – como a desaceleração mais intensa que o esperado do crescimento da economia mundial e a deterioração da situação na Argentina – e surge a crise de geração de energia elétrica que levaria ao racionamento do consumo de energia. Em um primeiro momento, as instabilidades eram vistas como transitórias e com impactos limitados sobre a economia brasileira. No Boletim Conjuntural de abril de 2001, a projeção de crescimento do PIB no ano ainda era de 4,3%. No boletim de julho, a avaliação já era menos favorável, em virtude de resultados piores que o esperado em diversos indicadores: retração forte e rápida da indústria e do consumo de duráveis, piora da confiança de empresários e consumidores, depreciação cambial (o dólar alcançou quase R\$ 2,50 em julho, com alta de cerca de 40% em relação a um ano antes), pressões inflacionárias e aumento da taxa Selic. A previsão do PIB foi revista para baixo (2,7%), mas ainda não se vislumbrava uma crise, sob o argumento de que o arcabouço da política macroeconômica era sólido.

Há um aspecto que tende a diferenciar a atual situação das demais vividas nos últimos anos: as incertezas concentram-se basicamente no curto prazo, e embora seus efeitos possam se prolongar no tempo, incluindo incertezas quanto ao custo futuro da energia

e ao próprio cenário político, não se questiona o arcabouço básico da atual política econômica. Para essa percepção foram fundamentais os avanços obtidos com a política fiscal. A consolidação institucional, o desempenho de estados e municípios e a disposição de recorrer a ajustes adicionais têm contribuído para amortecer os efeitos negativos da depreciação do câmbio e da elevação dos juros sobre a dívida pública (Boletim Conjuntural n. 54, julho de 2001, p. VII).

4 NOVOS DESEQUILÍBRIOS: 2º SEMESTRE DE 2001 AO 2º SEMESTRE DE 2002

Os primeiros meses do segundo semestre de 2001 foram marcados pela confirmação da recessão nos Estados Unidos, cujos efeitos seriam magnificados pelo atentado terrorista de 11 de setembro. Além disso, o colapso da moeda argentina era iminente. O cenário tornou-se mais difícil para o financiamento das economias emergentes, pressionando ainda mais a taxa de câmbio brasileira, que atingiu o patamar de R\$ 2,80 em setembro. O resultado foi uma renovada pressão sobre a inflação (o IPCA fechou o ano em 7,7%, bem acima da meta estabelecida, de 4%), deterioração das expectativas e desaceleração do crescimento. O Boletim de Conjuntura³ de outubro já previa expansão do PIB de apenas 1,7%.

Caminhava-se, mais uma vez, para o cumprimento estrito da meta de *superavit* primário das contas públicas, mas a relação dívida/PIB não se reduzia – na verdade, ela cresceu em relação ao ano anterior, pelo efeito do câmbio e dos juros reais ainda muito elevados. E o ajuste externo permanecia como uma tarefa pendente, de modo que o *deficit* em transações correntes voltaria a encerrar o ano no patamar de 4% do PIB.

A despeito da frustração com o desempenho econômico em 2001, a crise parecia realmente ter caráter transitório, de forma que o ano encerrou sob o efeito de alguns fatos positivos: o colapso definitivo do regime de conversibilidade na Argentina permitiu finalmente “descolar” o Brasil dos problemas naquele país; os números da economia norte-americana indicavam uma recuperação relativamente rápida da recessão; e a taxa de câmbio se apreciou, refletindo, enfim, uma melhoria sensível no desempenho da balança comercial do país e uma estratégia bem sucedida de fornecimento de *hedge* cambial por parte do Banco Central brasileiro. Além disso, os efeitos do racionamento de energia começavam a ficar para trás. O cenário estava montado para permitir uma aceleração da atividade econômica (em janeiro de 2002, a previsão era de alta do PIB de 2,5% no ano), em consonância com queda da inflação, redução do *deficit* em transações correntes e aumento do emprego.

3. Naquele momento, a publicação passou a chamar-se Boletim de Conjuntura, em lugar de Boletim Conjuntural, e ganhou novo leiaute.

Diante desse quadro, o Banco Central pôde voltar a reduzir a taxa básica de juros, e voltou a ganhar corpo o debate acerca da trajetória da política monetária ou, mais especificamente, quanto à velocidade e à intensidade com que os juros básicos poderiam (ou deveriam) cair para viabilizar o crescimento sem comprometer a estabilidade. O Boletim de Conjuntura de janeiro de 2002 abordou longamente este tema, tendo em vista seus impactos sobre atividade, inflação, câmbio, e também sobre o comportamento da dívida líquida do setor público.

A redução da taxa de juros para 18,75% a.a., na última reunião do [Comitê de Política Monetária] Copom, suscitou debate sobre o espaço existente para reduções adicionais e a velocidade com que elas podem ocorrer. A resposta a essa questão depende do comportamento esperado para a inflação nos próximos meses, bem como do grau de nervosismo demonstrado pelos fluxos de capitais externos e do mercado cambial com as eleições de outubro. A Argentina e o nível de atividade da economia internacional – com riscos ampliados em relação ao Japão – permanecem como preocupações latentes. No cenário doméstico, o crescimento do nível de produção e emprego e a estabilização da dívida pública são argumentos contundentes a favor da redução da taxa de juros. No quadro de incertezas atuais, contudo, o controle da inflação continua exigindo cautela (Boletim de Conjuntura n. 56, janeiro de 2002, p. VII).

No ano passado, os choques de oferta predominaram, e a atuação do Banco Central se deu no sentido de evitar os efeitos secundários desses choques, sem, contudo, procurar reverter seu impacto direto sobre a inflação, de modo a atingir o valor central da meta, de 4%. A recente redução da taxa de juros, de 19% para 18,75% a.a., parece sinalizar a continuidade dessa política em 2002, com o Banco Central aceitando uma taxa de inflação ligeiramente superior ao ponto central da meta, mas ainda dentro do intervalo que o envolve (*op. cit.*, p. VII).

A redução das taxas reais de juros é fundamental para determinar a trajetória da dívida pública. Na seção Política Fiscal, argumenta-se que os atuais níveis de *superavit* primário, associados ao crescimento econômico esperado e à trajetória projetada para câmbio e juros, garantiriam a estabilidade da relação dívida/PIB em 2002. No entanto, reconhece-se também que essa relação mostra-se muito sensível às flutuações de qualquer uma dessas variáveis, e que a redução da taxa real de juros teria um papel importante no sentido de abrir um espaço para acomodar eventuais choques sem pressões excessivas sobre a dívida (*op. cit.*, p. VIII).

Mais uma vez, contudo, a realidade acabou frustrando as expectativas de normalização da atividade econômica. Já no Boletim de Conjuntura de abril, identificava-se que a recuperação da atividade iniciada no final de 2001 mostrava fôlego inferior ao esperado, com comportamento fraco do investimento e do consumo, além de aceleração da inflação – em grande parte por conta de reajustes de preços administrados e de repasse da desvalorização cambial do ano anterior. A fraqueza do investimento era relacionada à queda dos rendimentos reais, por conta

de uma inflação acima do esperado. Já no caso do investimento, eles “retraíram-se diante da reversão na trajetória de queda dos juros reais, das taxas de capacidade ociosa na indústria, das incertezas do quadro político, além do esgotamento do ciclo de privatizações nos setores da infraestrutura” (Boletim de Conjuntura n. 57, abril de 2002, p. V). A projeção do PIB reduzira-se para 2,0% no ano, mas as perspectivas permaneciam positivas para o segundo semestre, com queda de inflação e juros e melhoria do quadro internacional.

Nesse momento, começa a ganhar corpo o processo de sucessão presidencial, com perspectivas concretas de vitória de um candidato de oposição. A incerteza quanto à condução da política econômica em um novo governo provocou rápida deterioração das expectativas dos agentes domésticos e externos. Seguiu-se forte contração do financiamento externo, de forma que a porcentagem de rolagem da dívida externa do país foi de apenas 30% no primeiro semestre do ano, e o dólar atingira o patamar de R\$ 3,00, com desvalorização de quase 30% em relação ao final do ano anterior. Em face de um *deficit* em transações correntes ainda elevado, o governo teve que recorrer ao socorro do FMI, obtendo a liberação de cerca de US\$ 10 bilhões no âmbito do acordo já em vigor. Algum tempo depois, no início de agosto, foi anunciada uma nova operação de financiamento, com liberação de US\$ 6 bilhões em 2002 e mais US\$ 24 bilhões em 2003, sem a imposição de condicionalidades adicionais. Além disso, o FMI reduziu o piso de reservas líquidas ajustadas em US\$ 10 bilhões, aumentando significativamente a capacidade de intervenção do Banco Central no mercado de câmbio.

Esse acordo com o FMI teve recepção favorável nos mercados financeiros por implicar aporte além dos montantes previstos, sem exigências adicionais àquelas já antecipadas pelo próprio governo no que se refere à política fiscal. Além disso, ao menos em tese, todos os candidatos à presidência aceitaram os termos do acordo, dessa forma contribuindo para reduzir os temores do mercado de uma solução compulsória para a questão da dívida (Boletim de Conjuntura n. 58, julho de 2002, p. VII).

A visão do grupo de conjuntura era que este novo episódio de crise não refletia qualquer problema nos fundamentos econômicos, destacando a solidez da política fiscal, com elevados *superavit* primários, e os resultados recentes da balança comercial, que mostravam *superavit* comerciais crescentes. Mas reconhecia os riscos associados ao aumento da relação dívida pública/PIB e dívida externa/PIB, com caráter de profecia autorrealizável, no sentido em que o aumento das dívidas ocorriam em função da própria desvalorização do câmbio e do aumento dos juros. Identificavam-se, também, os inevitáveis efeitos negativos deste episódio sobre a atividade e a inflação.

A instabilidade macroeconômica recente carece de fundamentos econômicos. Apesar disso, limitou as opções de política econômica e obrigou o recurso ao FMI. O acordo com o FMI garante os compromissos externos e uma trajetória convergente para o endividamento público. Acarretará, contudo, restrição de crescimento do PIB nos próximos anos. (...) Desde abril a economia brasileira atravessa um período de instabilidade macroeconômica crescente causada pelo pessimismo dos bancos e investidores internacionais em relação à capacidade de pagamento de nossas dívidas externa e interna. Nesse período, o risco-Brasil triplicou, passando de 718 pontos-base de spread sobre o rendimento dos títulos do Tesouro americano ao final de março para 2.314 pontos no final de julho. (...) Além disso, as metas fiscais acertadas podem ser atingidas de forma diversa por cortes nos gastos ou aumento da carga tributária. A escolha entre essas alternativas terá consequências para as trajetórias possíveis de crescimento e inflação no curto e no longo prazo (*op. cit.*, p. V).

A reação natural, em vista de experiências anteriores, seria promover um aumento temporário da taxa de juros, de forma a desestimular a especulação cambial e combater as novas pressões inflacionárias. Entretanto, havia a preocupação quanto a um possível efeito inverso desse aumento de juros, por conta de seu impacto sobre o crescimento da dívida pública.

O componente especulativo das pressões cambiais reduziu a eficácia da política monetária. Além das susceptibilidades políticas do momento, o aumento de taxa de juros implicaria aumentar a desconfiança em relação à sustentabilidade da dívida pública (*op. cit.*, p. VII).

Naquele momento, as taxas futuras (*swap* DI-Pré) já indicavam juros da ordem de 25% a 30% no intervalo de um ano. Entretanto, o Banco Central havia optado por reduzir a taxa Selic de 18,5% para 18% em julho, ao mesmo tempo em que ajustara para cima as metas de inflação para 2003 e 2004. A visão do grupo de conjuntura do Ipea era favorável a esta posição, prevendo uma reversão das pressões em futuro breve.

O principal argumento para a redução da taxa de juros em julho é que a política monetária a esta altura já estaria se orientando pela meta de inflação de 2003 que, segundo as projeções do Banco Central, ainda se encontra abaixo do ponto central do novo intervalo de tolerância (*op. cit.*, p. 37).

(...) projeções apontam, portanto, para um cenário favorável no que se refere à reversão da instabilidade cambial diante do aprofundamento do ajuste externo. A recuperação do crescimento, contudo, deve ocorrer de modo relativamente lento diante da necessidade de manter uma política monetária ainda apertada para contrabalançar as pressões inflacionárias derivadas do choque cambial, e de uma política fiscal calibrada para a obtenção de *superavit* primários elevados (*op. cit.*, p. VIII).

Mesmo após a divulgação, no mês de junho, da “Carta ao Povo Brasileiro” por parte do principal candidato de oposição à Presidência da República,⁴ as pressões sobre o câmbio persistiram, levando o dólar à cotação de quase R\$ 4,00 no final de setembro, às vésperas do primeiro turno das eleições. Diante das pressões crescentes e de seus impactos visíveis sobre a inflação – a alta dos preços no atacado já superava os 20% em doze meses e a variação do IPCA caminhava para os dois dígitos – o Banco Central acabou elevando a taxa de juros durante o mês de outubro.

Desde meados de outubro, o Banco Central elevou a taxa de juros em 4 pontos percentuais. Além disso, para amortecer o efeito expansionista que os resgates líquidos de títulos públicos exercem sobre a oferta monetária, voltou a aumentar as alíquotas de depósitos compulsórios. Por fim, para reverter as pressões no mercado de câmbio, reduziu os limites de exposição cambial das instituições financeiras e elevou a exigência de capital próprio para manter essas posições. Embora um pouco tardias, essas decisões contribuíram para arrefecer as pressões cambiais e reduzir o espaço para repasse dos aumentos do dólar para os preços (Boletim de Conjuntura n. 59, outubro de 2002, p. V).

A estabilidade econômica enfrentava, sem dúvida, seu teste mais difícil desde 1994. Diante desse quadro, o grupo de conjuntura entendia que o foco da política econômica em 2003, agora sob o comando de um novo grupo político, deveria estar no combate ao processo inflacionário, com política monetária restritiva, reforço da posição fiscal e garantia da continuidade do ajuste do balanço de pagamentos, ainda que isso pudesse implicar novas restrições ao crescimento no curto prazo.

A prioridade do próximo governo é restabelecer condições mais favoráveis de crédito externo para estancar as transferências de recursos reais. Além disso, para que a restrição externa não se reflita em acirramento de pressões inflacionárias, é preciso reduzir a absorção doméstica – a soma entre consumo, privado e público, e investimento. Para isso, além da política monetária restritiva, é preciso aprofundar o ajuste fiscal de modo a substituir a poupança externa de que se está abrindo mão, sem sacrificar ainda mais o investimento. (...) No médio prazo, a redução da vulnerabilidade externa e a manutenção de uma trajetória sustentável para a dívida pública permitirão diminuir o prêmio de risco e a taxa real de juros. A curto prazo, porém, a política monetária terá que se manter apertada para evitar que a pressão da desvalorização cambial, responsável pelo ajuste, produza o descontrole inflacionário (*op. cit.*, p. VIII).

Além das pressões inflacionárias, o ano terminava com baixo crescimento da economia, prejudicado pela retração do consumo e do investimento,

4. O documento explicitava o compromisso do candidato com o controle da inflação e com o equilíbrio das contas públicas.

e a combinação de juros elevados, expectativas deterioradas e corrosão da renda real pela inflação comprometiam a recuperação da demanda doméstica. Em termos dos fundamentos, contudo, havia duas notícias positivas: a posição fiscal permanecia sólida, com o resultado primário do setor público mantendo-se acima de 3% do PIB, e a situação do balanço de pagamentos tivera sensível melhora, com o *deficit* em transações correntes reduzindo-se para apenas 1,5% do PIB – redução de quase três pontos percentuais em relação ao ano anterior.

5 AJUSTE E CONDIÇÕES PARA A RETOMADA: 2003

A reação da política econômica no início de 2003 foi incisiva, com o objetivo de reverter as expectativas e confirmar, na prática, o compromisso assumido ainda durante a campanha eleitoral de preservar a estabilidade econômica e reforçar os fundamentos da economia. Houve aumento da taxa de juros básica, elevação da meta de *superavit* primário das contas públicas e foram anunciadas iniciativas para novas reformas econômicas. Contribuiu para o quadro uma transição bem negociada entre as equipes econômicas do antigo e do novo governo. Os resultados foram eficazes em termos de valorização do câmbio, redução das taxas de risco-país, recuperação dos fluxos de capital, redução da inflação e melhoria dos indicadores de expectativas de empresários e consumidores.

O novo governo, demonstrando na prática seu compromisso com a estabilidade de preços, austeridade fiscal e o regime de câmbio flutuante, não vacilou em utilizar medidas amargas para conter as pressões inflacionárias e reverter o quadro de deterioração das expectativas. As principais medidas nesse sentido foram aumentar a meta de *superavit* primário de 3,75% para 4,25% do PIB, subir a taxa de juros de 25% para 26,5% e elevar de 45% para 60% o compulsório sobre os depósitos à vista. Além das políticas monetária e fiscal contracionistas, o governo retomou a iniciativa dos processos de reformas previdenciária e tributária, reafirmando assim seus compromissos com a sustentabilidade fiscal, a eficiência produtiva e o crescimento da economia no longo prazo (Boletim de Conjuntura n. 60, março de 2003, p. IV).

Diante do quadro mais positivo, mas levando em conta o impacto restritivo das medidas fiscais e monetárias, o primeiro Boletim de Conjuntura de 2003, publicado em março, previa crescimento do PIB de 1,8%, estimulado por um bom desempenho da atividade agropecuária – como, aliás, já havia sido a regra nos anos anteriores – e uma recuperação gradual da produção industrial. Do lado da demanda, a maior parte do crescimento viria das exportações líquidas, com o consumo e o investimento tendo crescimento modesto.

Um aspecto importante naquele momento dizia respeito ao mercado de trabalho. A despeito da sequência de choques negativos que prejudicaram a atividade econômica e reduziram o rendimento real dos trabalhadores, o nível de ocupação nas regiões metropolitanas, conforme a Pesquisa Mensal de Emprego do Instituto

Brasileiro de Geografia e Estatística (PME/IBGE), teve crescimento de 1,7% em 2002 – um desempenho melhor que o esperado, em vista do crescimento de 1,5% do PIB (posteriormente revisado para 2,7%). É necessário recordar que, ao longo da década de 1990, a evolução do emprego foi relativamente fraca, mesmo em momentos de crescimento mais robusto da economia. Este fenômeno havia sido atribuído a um processo de ajuste estrutural que se seguiu à abertura comercial, à queda da inflação e a outras reformas econômicas que induziram as empresas a buscar ganhos de eficiência e produtividade – cuja implicação era redução da demanda por trabalho. Diante do que ocorreu em 2002, o grupo de conjuntura considerava a possibilidade de se haver superado este período de ajuste.

[Existe a] possibilidade de se estar em presença de um novo padrão de resposta do mercado de trabalho aos estímulos do nível de atividade. Nesse sentido, há que se considerar a hipótese de que o ciclo mais pesado de reestruturação produtiva, imposto pela necessidade de adaptação rápida da economia a um maior grau de exposição à concorrência externa, tenha encerrado sua fase mais aguda nos últimos anos da década passada, projetando-se hoje um novo momento, com o crescimento da produtividade em um ritmo menos intenso (*op. cit.*, p. 15).

Ao longo do ano, os números foram confirmando o sucesso das medidas de política econômica em termos de controle da inflação e de melhoria das condições fiscais e do balanço de pagamentos. A inflação medida pelo IPCA passou de taxas da ordem de 1,5% a 2% ao mês na virada de 2002 para 2003 para cerca de 0,5% ao mês no final de 2003 – no ano, a taxa ficou em 9,3%, mas com nítida tendência de queda à frente. Isso permitiu que o Banco Central reduzisse a taxa Selic ao longo do ano em dez pontos percentuais, alcançando 16,5% em dezembro. O resultado primário do setor público alcançou 4,3% do PIB, beneficiado por um grande esforço de contenção de despesas – houve redução real de 4,0% nos gastos primários do governo central. Combinado com o efeito positivo da apreciação cambial, esse resultado propiciou redução de cerca de seis pontos percentuais na dívida pública líquida, afastando as desconfianças quanto à solvência do setor público.

A balança comercial atingiu saldo de US\$ 24,8 bilhões, beneficiando-se de um crescimento de 21% das exportações. Isso permitiu que o saldo em transações correntes se tornasse positivo em 0,8% do PIB, o melhor resultado desde 1992. A taxa de câmbio apreciou-se quase 20% entre o final de 2002 e o final de 2003 e o nível de reservas internacionais fechou o ano com aumento de quase US\$ 11,5 bilhões em relação ao final do ano anterior.

O ajuste, contudo, cobrou seu preço em termos de atividade econômica, especialmente no primeiro semestre do ano. O desempenho abaixo do esperado do consumo e do investimento levou a seguidas revisões para baixo das projeções de crescimento do PIB, que acabou fechando o ano com queda de 0,2% – posteriormente revisada para alta de 1,1%. Os números também foram negativos no mercado de trabalho, com

aumento da taxa de desemprego – que alcançou 12,3%, contra 11,0% em 2012, conforme a nova série da PME que começou a ser divulgada naquele ano – e nova redução dos rendimentos reais – na verdade, o sexto ano seguido de queda neste indicador.

Nos Boletins de Conjuntura publicados em julho e em setembro, a visão do grupo de conjuntura era de que o necessário ajuste havia sido realizado, e que o país reunia excelentes condições para retomar o crescimento econômico em bases sustentadas. Com isso, a preocupação primordial voltava a ser a dinamização da atividade econômica, principalmente dos investimentos.

o aumento da confiança na economia após a aprovação das reformas da Previdência e tributária vem possibilitando a recomposição dos fluxos de financiamento externo, permitindo assim a consolidação de uma trajetória de estabilidade da taxa de câmbio. Todos esses fatores mostram que o fundo do poço já deve ter ficado para trás (Boletim de Conjuntura n. 62, setembro de 2003, p. IV).

A mudança de sinal da política econômica reflete a superação da crise de confiança do final de 2002 e a redução da inflação, cujas expectativas no início do ano apontavam para taxas superiores a 12% em 12 meses e que, no curto espaço de seis meses, caíram a cerca de metade daquele valor (*op. cit.*, p. VI).

O desafio que se coloca para a política econômica é transformar essa recuperação cíclica em um processo sustentado. Essa perspectiva é fundamental para que, à ampliação inicial do consumo, se siga o aumento do investimento (*op. cit.*, p. VI).

Àquela altura, em vista da boa situação do balanço de pagamentos, da conjuntura internacional positiva e do ajuste de preços relativos que se havia operado nos anos anteriores, considerava-se até mesmo a possibilidade de que o país pudesse voltar a registrar *deficit* em transações correntes, atraindo a poupança externa para complementar os recursos necessários ao esforço de elevação dos investimentos. Os *deficit* externos não seriam um problema, desde que fossem acompanhados por investimentos em setores produtores de bens comercializáveis.

No início do Plano Real, a política de câmbio administrado impediu a sinalização de preços relativos adequados e acabou contribuindo para que os *deficit* em conta corrente acabassem financiando ou o aumento do consumo, público e privado, ou o investimento em setores não *tradeables*, ou seja, com pouco impacto direto sobre a geração de *superavit* futuros na balança comercial. Em um regime de câmbio flutuante, o sistema de preços relativos tende a ser eficaz ao sinalizar os setores mais rentáveis, privilegiando assim a inversão nos setores que contribuem para o aumento das exportações ou substituição de importações (Boletim de Conjuntura n. 61, julho de 2003, p. VIII).

Aceitar esses *deficit*, garantindo através do sistema de preços que não irão financiar aumentos de consumo público ou privado ou investimentos em setores não *tradeables*, é o principal desafio da política econômica em uma perspectiva de retomada do crescimento (*op. cit.*, p. IX).

Contemplavam-se perspectivas muito positivas para 2004 e os anos seguintes, destacando-se a existência de capacidade ociosa que permitia uma expansão

moderada da demanda interna sem gerar pressões inflacionárias. Em paralelo, enfatizava-se a necessidade de preservar a solidez fiscal⁵ e de calibrar corretamente a política monetária, de modo a evitar que a aceleração do crescimento de curto prazo resultasse em novas pressões sobre a inflação. O fundamental era lançar as bases para um crescimento a um ritmo adequado, evitando o surgimento de novas pressões e desequilíbrios que viessem a comprometer sua sustentação em prazo mais longo.

Essa perspectiva de estabilidade do câmbio, combinada ao efeito favorável que a inflação em queda vai ter em 2004 sobre os preços administrados, à expansão moderada da demanda interna e à existência de capacidade ociosa nos setores produtores de bens finais, garante a expectativa de crescimento sem maiores pressões inflacionárias no curto prazo (Boletim de Conjuntura n. 63, dezembro de 2003, p. VII).

É preciso superar os ciclos de *stop-and-go* que caracterizaram a economia brasileira desde o lançamento do Plano Real, e que passaram a ser caracterizados como próprios de um “voo da galinha” – pois a economia não consegue “alçar voo”, limitando-se a crescer a baixa taxa média anual, inferior a 2% a.a. Nesse sentido, com base no fortalecimento do atual arcabouço de política econômica, propõe-se uma trajetória de crescimento na qual, nos próximos três anos, o país consiga crescer, a cada ano, a uma taxa superior à do ano anterior; em que se possa atingir uma média da ordem de 4% a.a.; e em que se lancem as bases para que esse processo tenha continuidade, preferencialmente com taxas ligeiramente superiores, nos anos seguintes (Boletim de Conjuntura n. 62, setembro de 2003, p. VIII).

6 ELEMENTOS CENTRAIS

Dentre os diversos temas que permearam o trabalho do grupo de conjuntura ao longo do período 1999-2003, e os indicadores econômicos a eles relacionados, alguns merecem especial menção por terem permanecido, durante praticamente todo o tempo, no foco das análises e interpretações da conjuntura. Em alguns casos, a importância dada a esses temas justificava-se por tratarem de questões entendidas como de cunho estrutural, como são tipicamente o caso da política fiscal e do equilíbrio do balanço de pagamentos. Em outros casos, tratavam-se de variáveis que apresentaram um padrão de comportamento bastante típico durante o período, como a inflação, a atividade econômica, o nível de emprego e as taxas de juros.

A questão fiscal já havia sido foco de grande atenção nos primeiros anos após o Plano Real⁶ sendo entendida como aspecto fundamental para a consolidação da estabilidade econômica. Nesse sentido, o programa de ajuste fiscal acertado com o

5. “A manutenção da política de *superavit* primários calibrados para uma redução gradual da relação dívida/PIB é o componente central do arcabouço da política econômica, na medida em que, sem ele, a política monetária perde credibilidade e, portanto, eficácia” (Boletim de Conjuntura n. 62, setembro de 2003, p. VI).

6. Ver capítulo anterior.

FMI em 1998, no âmbito do pacote de apoio financeiro para o país em resposta à crise cambial iniciada no final de 1997, já havia sido recebido como uma notícia positiva. Embora não se ignorassem os efeitos contracionistas desse programa, o entendimento do grupo de conjuntura era de que, diante da magnitude da crise e do risco que ela representava para a manutenção da estabilidade, não havia mais como adiar o ajuste. Ele era condição necessária à recuperação da credibilidade do país e, consequentemente, para a normalização das condições de financiamento externo. A flutuação cambial em janeiro de 1999 só tornou ainda mais premente o ajuste, em vista do forte impacto da desvalorização da moeda sobre a relação dívida pública/PIB.

O rigoroso cumprimento das metas fiscais ao longo do ano de 1999 foi interpretado como um avanço fundamental no sentido de retomar os fundamentos da estabilidade, reforçado pela aprovação, no ano seguinte, da Lei de Responsabilidade Fiscal. Mas as análises posteriores do grupo reforçavam continuamente a ideia de que o país dava apenas os primeiros passos na direção de uma mudança permanente de regime fiscal, que exigia persistência na geração de *superavit* primários e implicava mudanças graduais que tornassem a posição fiscal mais sólida e menos sensível a fatores extemporâneos. Por exemplo, em diversos momentos chamava-se atenção para o papel que as receitas recorrentes⁷ desempenhavam para o cumprimento das metas fiscais, ou para os impactos relevantes sobre a dívida pública – e, portanto, sobre as necessidades de financiamento do setor público – de eventuais alterações da taxa de juros básica da economia ou da taxa de câmbio.

Com efeito, o perfil da dívida pública – prazo médio reduzido, com grande parte atrelada à taxa de câmbio ou à taxa Selic – era um aspecto que causava constante preocupação, quase tanto quanto o próprio tamanho da dívida. Uma implicação importante era que o exercício da política monetária (leia-se, mudanças nos juros) acabava por gerar impacto fiscal relevante no curto prazo, o que diminuía a própria potência desta política. Analogamente, a situação fiscal piorava imediatamente em face de choques externos. Isso gerava grande incerteza quanto à trajetória da relação dívida pública/PIB e, portanto, incerteza quanto à própria solvência fiscal do governo.

Em diversos momentos durante o período analisado, especialmente quando a situação era mais calma em termos de pressão sobre o câmbio e os juros, o grupo de conjuntura reiterava diversas outras questões relacionadas à capacidade de sustentar o equilíbrio fiscal no futuro. Entre elas é possível destacar as projeções que indicavam crescimento contínuo do *deficit* da previdência social (Instituto Nacional do Seguro Social – INSS – e regime do setor público) na ausência de reformas; a grande compressão de despesas realizadas nos primeiros anos do ajuste,

7. Os principais exemplos deste tipo de receitas, à época, eram as relacionadas às privatizações e às concessões de serviços de caráter público à iniciativa privada.

que limitariam a capacidade de realizar novos cortes no futuro, caso fosse necessário; o fato de que a carga tributária já estaria se aproximando de seu limite, após ter se elevado bastante desde o início do Plano Real;⁸ e o perfil das despesas públicas, que privilegiavam gastos correntes em detrimento dos investimentos.

A questão fiscal também era recorrentemente citada nos momentos em que o debate se voltava para o crescimento da economia e, mais especificamente, para as condições necessárias a uma retomada sustentada do crescimento a taxas relativamente elevadas. Em vista da requerida elevação da taxa de investimento da economia, a melhoria da situação das contas públicas era vista pelo grupo de conjuntura como essencial, por três motivos. Primeiro, para liberar parte da poupança privada que vinha sendo usada para financiar o *deficit* público; segundo, para permitir a redução das taxas de juros; e terceiro, para reduzir a necessidade de atração de poupança externa, que era um item escasso e volátil naquela época e que implicava elevado risco para o equilíbrio do balanço de pagamentos.

A propósito, o equilíbrio das contas externas era, na visão do grupo de conjuntura, o segundo elemento considerado fundamental para a consolidação e sustentação da estabilidade macroeconômica – como já se preconizava nos primeiros anos do Plano Real e como ficou ainda mais evidente em vista dos impactos das crises externas a partir de 1997. O objetivo da política econômica deveria ser minimizar a vulnerabilidade externa do país e, consequentemente, reduzir o risco de novas crises cambiais no futuro. Embora não se preconizasse a ausência de *deficit* nas transações correntes, a ideia era que estes *deficit* não poderiam ser muito elevados, de forma a evitar um crescimento excessivo do passivo externo líquido. Em paralelo, acreditava-se que o país deveria aumentar sua capacidade de atrair investimentos estrangeiros diretos, em detrimento de outros fluxos de capital externo mais voláteis, criando um fluxo mais estável de financiamento externo.

Mas o ponto-chave do equilíbrio externo residia na dinâmica das exportações. Em uma economia aberta, na qual a expansão da atividade redundaria naturalmente em crescimento das importações, a preservação do equilíbrio externo implicava um crescimento sustentado das exportações. Este crescimento passava por maiores investimentos na produção de bens *tradables*, e tais investimentos, por sua vez, dependiam de uma estrutura de preços relativos favorável a este tipo de bens – em outras palavras, uma taxa de câmbio real mais depreciada.

8. A carga tributária bruta passou de cerca de 25% do PIB antes do Plano Real para 32% do PIB na média do triênio 2001-2003 (tabela do apêndice 2).

Nos primeiros anos do Plano Real, a utilização do câmbio como âncora da inflação moveu os preços relativos no sentido contrário, elevando sobremaneira o *deficit* em transações correntes. O sucesso da estabilização permitia vislumbrar um ajuste gradativo: “A trajetória visualizada era certamente uma de pequenos ajustes, com o alargamento da banda acompanhando de perto a correção do câmbio real e a melhora nos fundamentos, em particular na política fiscal” (Boletim de Conjuntura n. 44, janeiro de 1999, p. III). As crises externas, contudo, precipitaram e aceleraram o ajuste, forçando a flutuação da taxa cambial em janeiro de 1999. Em que pese toda a instabilidade gerada, o grupo de conjuntura interpretou a mudança da política cambial como oportunidade para efetuar o desejável ajuste de preços relativos.

Seguiram-se, então, dois pontos principais de preocupação. O mais imediato relacionava-se à necessidade de conter os impactos inflacionários do câmbio.⁹ O segundo dizia respeito à velocidade e à intensidade do ajuste das contas externas em resposta à mudança cambial, mais especificamente a reação das exportações e a esperada melhoria da balança comercial.

Após a flutuação, a efetiva implementação do ajuste fiscal e a implantação do regime de metas para a inflação foram bem-sucedidos em conter as pressões inflacionárias. Ao mesmo tempo, os indicadores mostravam que a mudança de preços relativos estava efetivamente ocorrendo – com depreciação real do câmbio, aumento dos preços domésticos de bens *comercializáveis* comparativamente aos não *comercializáveis* e redução dos salários reais, acompanhando a desaceleração da atividade e o aumento do desemprego.

O ajuste das contas externas, contudo, demorou muito a se efetivar. O *deficit* em transações correntes manteve-se elevado (da ordem de 4% do PIB) até 2001, e somente no ano seguinte a balança comercial registrou *superavit* mais expressivo (US\$ 13,2 bilhões). O grupo de conjuntura expressava constante preocupação com a permanência da vulnerabilidade externa e com as limitações que isso impunha à retomada do crescimento e à estabilidade cambial e inflacionária. Diversos motivos eram arrolados para justificar a situação: queda dos termos de troca (de fato, a perda acumulada entre 1998 e 2003 foi da ordem de 15%), instabilidade recorrente da economia mundial, inclusive nos países desenvolvidos, como os Estados Unidos; crise em parceiros comerciais importantes, como os países sul-americanos, em especial a Argentina; deficiências competitivas da indústria doméstica, com insuficiência de investimentos prévios; e mesmo uma defasagem natural de resposta das exportações ao câmbio.

9. “O abandono do gradualismo que vinha sendo seguido na política cambial significa que uma nova política terá de ser implementada para evitar que a inflação – após a elevação que deverá seguir-se à desvalorização da taxa de câmbio – se consolide em patamar mais elevado” (Boletim Conjuntural n. 44, janeiro de 1999, p. II).

De qualquer modo, ao longo do período foram se acumulando evidências de que os preços relativos estavam operando e de que o ajuste externo estava em curso, ainda que de forma mais lenta que o desejado. O *quantum* de exportações voltou a crescer de forma mais intensa já em 1999, e em todo o período 1999-2003 cresceu a uma taxa média anual da ordem de 10% (contra cerca de 3% no quinquênio anterior). O crescimento do *quantum* de importações perdeu fôlego, com claras evidências de substituição de bens importados por nacionais em diversos setores. E, finalmente, as exportações líquidas passaram a dar contribuição positiva para o crescimento do PIB, fato que se repetiu durante todo o período e que contribuiu para a dinamização da atividade, em vista do desempenho instável do consumo das famílias e do investimento. No biênio 2002-2003, o ajuste externo enfim se completou, com o saldo em transações correntes passando para terreno positivo.

Com relação ao comportamento da inflação, que obviamente tinha papel central nas análises da conjuntura, o maior foco de preocupação ao longo de todo o período era o repasse da desvalorização cambial, especialmente no ano de 1999, logo após a flutuação do câmbio, e em 2001-2002, quando o câmbio voltou a se desvalorizar. De forma geral, percebia-se que o câmbio impactava de forma intensa e rápida os preços no atacado, mas seu repasse para os preços ao consumidor era mais lento e de intensidade bem menor – um grande avanço em relação à experiência histórica do país. A despeito disso, a preocupação com os efeitos inflacionários do câmbio permeou a análise de conjuntura durante quase todo o período aqui analisado.

Além dos mecanismos tradicionais de repasse do câmbio para os preços finais, havia uma particularidade da economia brasileira que acarretava pressões adicionais: grande parte dos preços administrados (como energia elétrica e telecomunicações, por exemplo) estavam vinculados a contratos que estabeleciam reajustes periódicos com base no Índice Geral de Preços (IGP) da Fundação Getúlio Vargas. O principal componente deste indicador é o Índice de Preços no Atacado (IPA)¹⁰ que, por sua vez, mostrava grande sensibilidade às variações cambiais, muito maior que os preços ao consumidor. O resultado é que, diante de pressões cambiais, o IGP subia bem mais que o IPCA¹¹ e, algum tempo depois, essa pressão era repassada aos preços administrados, puxando o IPCA para cima mesmo que as pressões cambiais já tivessem sido superadas. Não por acaso, a seção de Inflação dos Boletins de Conjuntura dava sempre grande ênfase à diferença de comportamento dos preços livres e administrados no IPCA, e acompanhava de perto a evolução do IGP e seus possíveis impactos na inflação futura do IPCA.

10. O IPA tem peso de 60% na composição do IGP.

11. Entre 1999 e 2002, o IGP acumulou variação de 84%, contra 40% do IPCA.

Mais além do câmbio, a discussão sobre inflação remetia frequentemente ao manejo da política econômica de forma a controlar o ritmo de expansão da demanda agregada para adequá-lo à capacidade de oferta – ou seja, à prática de controle da inflação em tempos “normais” da economia. Esse ponto foi especialmente importante entre o ano 2000 e o primeiro semestre de 2001, quando a economia se recuperava da crise anterior e engrenou alguns semestres consecutivos de expansão a taxas relativamente elevadas. Em vista da taxa de investimento relativamente baixa, havia preocupações quanto a pressões de demanda no setor industrial, considerando-se ainda os estímulos em termos de aumento das exportações.

No novo arranjo macroeconômico estabelecido em 1999, a tarefa de controlar a inflação recaía basicamente sobre a política monetária. A política fiscal passara a ter um viés permanentemente contracionista, em vista das metas para o *superavit* primário estabelecidas com o objetivo de garantir a solvência de longo prazo das contas públicas. O câmbio flutuante seria a variável de ajuste do balanço de pagamentos, liberando os juros da tarefa de atrair capitais e garantir o fechamento das contas externas, como havia sido no regime de câmbio administrado que vigorava anteriormente a 1999. No âmbito do sistema de metas para a inflação, a taxa de juros seria calibrada de forma a garantir a convergência da inflação do IPCA para a meta estabelecida para cada ano, funcionando como instrumento por excelência de administração da demanda agregada e estabelecendo uma âncora para as expectativas inflacionárias.

A avaliação geral do grupo de conjuntura foi que o sistema de metas funcionou adequadamente durante o período considerado, ainda que a inflação tenha permanecido acima da meta durante a maior parte do tempo e as metas anuais não tenham sido cumpridas – ou tenham sido alteradas para cima – nos anos de 2001 a 2003. O sistema foi bem-sucedido em trazer a inflação para baixo após choques de oferta de grande magnitude, como a desvalorização cambial de 1999, a crise de energia elétrica de 2001 e a nova desvalorização de 2001-2002.

Mas seu funcionamento esteve longe de ser suave, com a política de juros sendo foco permanente de polêmica, especialmente quanto à magnitude dos juros reais praticados.¹² Além de debates eminentemente técnicos acerca de por que a economia brasileira necessitaria de juros tão elevados para manter a estabilidade, havia preocupações mais pragmáticas: quanto ao desestímulo que isso gerava aos investimentos, em vista da necessidade premente de elevar a taxa de investimento da economia; quanto às limitações que isso trazia à expansão do crédito; e quanto ao volume de despesas com juros da dívida pública. Na verdade, os juros reais elevados

12. É importante destacar que havia diferenças importantes entre os juros reais *ex-ante* e *ex-post*, dado que, em muitos momentos, a inflação observada ficou distante da inflação esperada. De qualquer modo, o juro real mantinha-se, frequentemente, acima de 10% a.a.

implicavam maior esforço de geração de *superavit* primários de forma a garantir a sustentabilidade de longo prazo das contas públicas. As análises do grupo de conjuntura não revelavam um diagnóstico claro para a questão dos juros, mas limitavam-se a reconhecer que, diante do objetivo principal de manter a inflação sob controle, a taxa deveria ser colocada no nível que fosse necessário. Os eventuais efeitos sobre a dívida pública deveriam ser compensados por esforço fiscal adicional, caso necessário.

Por fim, a questão da atividade econômica esteve condicionada, durante a maior parte do período analisado, por restrições de curto prazo associadas à necessidade de garantir a estabilidade da economia. Os principais instrumentos de política econômica estavam devotados a objetivos específicos nesse sentido: a taxa de juros para controlar a inflação, a política fiscal para estabilizar a relação dívida/PIB, e a taxa de câmbio para ajustar o balanço de pagamentos. Diante de choques que produzissem desequilíbrios nas variáveis mencionadas – o que foi mais regra que exceção entre 1999 e 2003 –, o crescimento do PIB acabava por ser uma variável de ajuste. Não surpreende, assim, que o crescimento médio do PIB tenha sido baixo no período (1,9% a.a.) e que o mercado de trabalho tenha tido desempenho desfavorável, com o desemprego se mantendo relativamente elevado e com queda contínua do rendimento real do trabalho.

Mesmo em momentos de normalização das condições econômicas, o grupo de conjuntura sempre expressava preocupação quanto à calibragem do ritmo de crescimento, de modo a evitar uma aceleração exagerada da demanda que pudesse provocar pressões inflacionárias. Subjacente a isso, estava a ideia de que a economia brasileira enfrentava importantes restrições pelo lado da oferta, resultantes de uma baixa taxa de investimento e de diversos problemas de ordem microeconômica que reduziam a eficiência e a competitividade da produção doméstica. Portanto, um crescimento muito acelerado redundaria em maior inflação e/ou deterioração do saldo comercial.

Coerentemente com esta visão, os boletins de conjuntura enfatizavam, sempre que possível, a importância de elevar os investimentos, especialmente na produção de bens comercializáveis, para proporcionar resultados positivos na balança comercial no médio e longo prazos. Os investimentos exerceriam, a um só tempo, o papel de dinamizadores da atividade no curto prazo e de geradores de maior capacidade de crescimento no futuro. Concomitantemente, era necessário elevar a poupança doméstica, pública e privada, para evitar que maior taxa de investimento implicasse grande atração de poupança externa, com riscos para o equilíbrio do balanço de pagamentos.

DA RETOMADA DO CRESCIMENTO À CRISE FINANCEIRA INTERNACIONAL (2004-2008)

Maria Andréia Parente Lameiras¹

1 INTRODUÇÃO

Após encerrar o período anterior (1999-2003) com uma taxa média de crescimento de 1,9%, decorrente, em grande parte, do forte ajuste pelo qual o país passou, a economia brasileira acelerou o seu ritmo de expansão nos anos seguintes. No quinquênio 2004-2008, o produto interno bruto (PIB) brasileiro apresentou incremento médio de 4,8% ao ano, o ritmo mais elevado dos últimos 25 anos (gráfico 1).

A conjunção de um cenário externo favorável, marcado pela alta liquidez internacional com um ambiente de maior rigor fiscal e monetário, gerou um ambiente propício para a retomada dos investimentos. Adicionalmente, o aquecimento do mercado de trabalho e a ampliação dos programas de redistribuição de renda imputavam à demanda interna um importante papel neste novo ciclo de crescimento econômico.

TABELA 1
Indicadores macroeconômicos selecionados (2004-2008)

	2004	2005	2006	2007	2008	Média
PIB real (var. %)	5,7	3,2	4,0	6,1	5,2	4,8
Produção Industrial (var. %)	8,3	3,1	2,8	6,0	3,1	4,7
Taxa de investimentos líquida – e preços correntes (% do PIB)	16,1	16,0	16,4	17,4	19,1	17,0
Taxa de poupança bruta – preços correntes (% do PIB)	19,0	17,8	18,0	18,4	19,2	18,5
Inflação ao consumidor – IPCA (var. %)	7,6	5,7	3,1	4,5	5,9	5,4
Taxa Selic real – deflator IPCA (% a.a.)	8,0	12,6	11,6	7,1	6,2	9,1
Taxa de desocupação – PME (%)	11,5	9,8	10,0	9,3	7,9	9,7
Rendimento médio real – PME (var. %)	-1,1	1,6	4,0	3,1	3,3	2,2
Resultado nominal do setor público consolidado (% do PIB)	2,9	3,6	3,6	2,8	2,0	3,0
Dívida bruta do governo geral (% do PIB)	68,6	67,7	56,4	58,0	57,4	61,6
Balança comercial (% do PIB)	4,9	5,0	4,6	3,7	2,0	4,0
Conta corrente (% do PIB)	1,8	1,6	1,3	0,1	-1,7	0,6

Fonte: Apêndice 2.

Obs.: Índice de preços ao consumidor amplo (IPCA); Pesquisa Mensal de Emprego (PME).

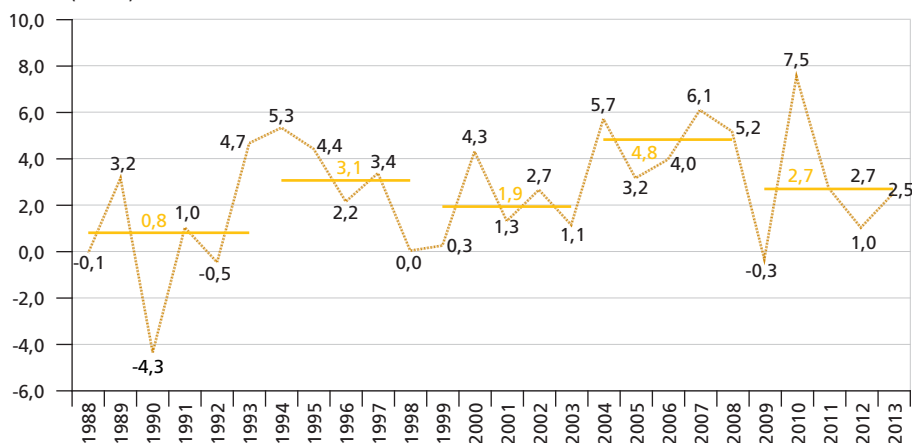
1. Técnica de Planejamento e Pesquisa do Ipea.

Apesar dessa expressiva melhora no desempenho da economia, o período 2004-2008 foi marcado pelo surgimento de novos desafios que ditariam o perfil do crescimento brasileiro nos períodos subsequentes. As discussões a respeito da sustentabilidade das taxas de expansão do PIB ganharam ainda mais relevância no fim do período, com a eclosão da crise financeira internacional em 2008.

O capítulo está dividido em três seções, além desta introdução. A seção 2, que compreende o período 2004-2006, irá retratar os três últimos anos do primeiro mandato do presidente Lula, destacando a retomada do crescimento econômico brasileiro após o forte ajuste pelo qual o país passou durante o ano de 2003. Na seção 3 serão analisados os dois primeiros anos do segundo mandato de Lula, ressaltando-se a adoção do Plano de Aceleração do Crescimento (PAC) como o principal instrumento para a manutenção da trajetória ascendente do nível de atividade, além do aumento dos gastos sociais do governo, gerando uma expansão da demanda agregada. No fim desta seção, encontra-se o box 1, que pretende, resumidamente, explicar a eclosão da crise financeira internacional, que viria a afetar o crescimento econômico mundial nos anos vindouros. A última seção traz um resumo do período, pontuando não só os tópicos mais importantes, como também alguns estudos feitos por membros e colaboradores do Grupo de Acompanhamento Conjuntural (GAC) do Ipea sobre diversas questões relevantes da conjuntura da época que eram publicadas nos boletins sob a forma de notas técnicas. Por fim, deve-se ressaltar que durante todo o capítulo será retratado não apenas o ambiente econômico brasileiro, como também a percepção que o GAC tinha sobre os diversos temas conjunturais do período.

GRÁFICO 1

Taxa de crescimento real
(Em %)



Fonte: Apêndice 1.

BOX 1

A crise econômica global e seus reflexos sobre a economia brasileira

1) Cronologia da crise

No dia 17 de março de 2008, o J. P. Morgan anunciou a compra do gigante Bear Stearns. Pelo acordo, o J. P. Morgan desembolsou US\$ 1 bilhão e o Federal Reserve (FED) assumiu US\$ 29 bilhões em ativos “tóxicos”. Chegava ao fim, desse modo, um dos maiores bancos de investimento dos Estados Unidos, atingido pela crise do mercado de derivativos baseados em financiamentos imobiliários. Alguns dias depois, o New Century Financial, uma das maiores instituições de crédito hipotecário da Califórnia, entrou com um pedido preventivo de falência devido ao agravamento da inadimplência dos empréstimos imobiliários no segmento conhecido como *subprime*, de mutuários de alto risco. Ao longo de julho e agosto, a crise foi se agravando, atingindo até mesmo instituições especializadas no mercado *prime*, isto é, de mutuários de baixo risco, e se espalhando por diversos países da Europa, da Ásia e do Pacífico.

Entretanto, o pior estava por vir em setembro. No dia 7, o governo norte-americano anunciou, na prática, a estatização do Freddie Mac e da Fannie Mae, duas instituições apoiadas pelo governo e que garantiam cerca de três quartos das hipotecas nos Estados Unidos. A situação tornou-se ainda mais grave quando, no dia 10 de setembro, o Lehman Brothers anunciou um prejuízo recorde de US\$ 3,9 bilhões no trimestre, desencadeando o pedido de falência no dia 14. Este, provavelmente, foi o mais importante evento isolado no quadro da crise financeira global, pois sinalizou ao mercado que o governo americano e o FED não iriam socorrer os bancos com problemas de liquidez.

O impacto sobre os mercados financeiros foi devastador. Entre janeiro e outubro de 2008, o índice Dow Jones IA e o Nasdaq *composite* tiveram queda de quase 30%. Na Europa, os principais índices caíram aproximadamente 28% no mesmo período. A onda de falências e incorporações no setor financeiro começou a amainar em outubro, após a aprovação pelo Congresso norte-americano, no dia 3, do Emergency Economic Stabilization Act, com uma ajuda total de US\$ 700 bilhões, para a compra de ações de instituições financeiras. Além disso, o Federal Deposit Insurance Corporation (FDIC), órgão garantidor dos depósitos bancários norte-americanos, estendeu a garantia plena à totalidade dos depósitos à vista. Num movimento complementar, os bancos centrais dos Estados Unidos, da Inglaterra, do Canadá, da Suécia, e o Banco Central Europeu (BCE) cortaram as taxas de juros em 0,5 ponto no dia 7 de outubro e, no final do mês, o FED voltou a cortar a taxa de juros básica em mais 0,5 ponto.

No entanto, a estrutura do sistema financeiro internacional já havia mudado de maneira permanente. Primeiro, o peso dos bancos de investimento independentes diminuiu consideravelmente, com o desaparecimento do Lehman Bros e do Bear Stearns, a venda do Merrill Lynch ao Bank of America, e a transformação do Morgan Stanley e do Goldman Sachs em bancos comerciais. Em segundo lugar, o principal insumo do sistema financeiro – a confiança nas instituições – desapareceu temporariamente do mercado.

Essa situação obrigou os governos e mesmo algumas instituições privadas a recapitalizarem os bancos e demais instituições financeiras.

2) Origens da crise

Quais as causas para esta que vem sendo apontada como a mais séria crise financeira global desde 1929? Como em toda grande tragédia, não se pode apontar um fator isolado, mas um conjunto de causas que se encadearam ao longo do tempo.

Em *primeiro* lugar, suas origens remontam ao início de 2002, quando a demanda por imóveis nos Estados Unidos passou a crescer a um ritmo mais veloz, levando os preços dos imóveis a aumentarem a uma velocidade cada vez maior, e os gastos em construção a crescerem mais fortemente. Em *segundo* lugar, a taxa de juros real entrou em território negativo no mesmo ano, no qual permanecerá até o final de 2005.¹ Em *terceiro* lugar, deve-se apontar uma característica do sistema financeiro imobiliário, que contribuiu decisivamente para a elevação da demanda e dos preços. Os contratos de financiamento nos Estados Unidos permitiam que os empréstimos comessem a ser amortizados somente a partir de três a cinco anos, pagando-se apenas os juros no início. Além disso, ao contrário do Brasil, as taxas de juros, em boa parte dos casos, são flutuantes e menores nos primeiros anos. Com taxas de juros reais negativas e expectativa de elevação dos preços, os mutuários se viram estimulados a contratar financiamentos acima da sua capacidade efetiva de pagamento, na certeza de que, após certo período, o imóvel financiado já teria um valor de mercado mais elevado. Dessa forma, era possível refinarar o imóvel, quitando o empréstimo antigo e contratando um novo por um valor superior. Portanto, o mutuário recebia um valor adicional, que podia ser destinado a despesas de consumo pessoal, e continuar a pagar uma prestação inferior à média esperada ao longo da vida do contrato. Por essa razão, a demanda por imóveis cresceu cada vez mais, contribuindo para a elevação dos preços e para a sustentabilidade desse mecanismo, que, por sua vez, foi um importante fator para a expansão do consumo pessoal nos Estados Unidos ao longo do período 2002-2007. Enquanto entre 1992 e 2001 o crédito hipotecário cresceu a uma taxa média anual de 7%, entre 2002 e 2007 o crescimento saltou para mais de 12%.

Em *quarto* lugar, a partir de 2003 começou a aumentar a participação do segmento denominado *subprime* no total de empréstimos imobiliários, isto é, financiamentos concedidos a mutuários sem comprovação de renda ou com histórico de crédito duvidoso. Há notícias de que até mesmo imigrantes ilegais se enquadravam nos critérios para recebimento desses financiamentos. Portanto, quando em 2006 o FED elevou a taxa de juros bem acima da inflação, a inadimplência desses empréstimos subiu violentamente. A taxa de inadimplência, que oscilou em torno de 10,8% entre 2004 e 2005, passou para 15,5% em 2007. Contudo, até esse momento, o impacto sobre a inadimplência total não foi muito elevado, passando de 4,5% para 5,3% nos mesmos períodos. Em *quinto* lugar, boa parte dos contratos de financiamento imobiliário apresentou como colateral apenas o valor do imóvel. Portanto, na hipótese de o valor de mercado (em razão da queda dos preços) ficar abaixo do saldo devedor, o mutuário seria estimulado a entregar o imóvel ao credor, aumentando a quantidade de imóveis à venda e contribuindo ainda mais para a queda dos preços. As retomadas de imóveis na categoria *subprime* passaram de 3,4% em 2005 para 11,8% no segundo trimestre de 2008.

(Continua)

(Continuação)

Em sexto lugar, faltou regulação dos mercados financeiros. Para compreender esse ponto é preciso analisar o seu funcionamento. As instituições financeiras concedem empréstimos imobiliários e emitem títulos lastreados por essas hipotecas, os chamados *mortgage backed securities*, juntando operações *prime* e *subprime*. Esses ativos, por sua vez, são comprados por investidores privados e são negociados no mercado secundário sem que se conheça a composição original, ou seja, qual a sua estrutura de riscos. O mesmo acontecia com diversos outros títulos estruturados. Como apontado em recente relatório do Institute of International Finance (IIF), os processos de avaliação de risco por parte das instituições financeiras globais vinham sendo bastante precários, aumentando fortemente o apetite para o risco, o que representa um problema de informação assimétrica. A diversificação dos riscos em grande número de ativos e investidores levou também à convicção, por parte do mercado financeiro e dos reguladores, de que o sistema estava mais apto a absorver choques. Adicionalmente, diversas instituições, como bancos de investimento, não eram obrigadas a adotar práticas prudenciais recomendadas pelo Acordo de Basileia II, apresentando índices de alavancagem extremamente elevados. Boa parte de suas operações era realizada nos mercados de derivativos que cresceram substancialmente nos anos recentes.

Em sétimo lugar, essas práticas eram incentivadas pela estrutura de remuneração dos principais executivos financeiros, vinculada aos lucros de curto prazo, e não levavam em consideração os riscos de longo prazo. Adicionalmente, esses executivos costumavam receber grandes compensações em caso de demissão ("paraquedas dourados"). Ou seja, os incentivos eram no sentido de aceitar riscos excessivos a curto prazo tendo em vista a expectativa de lucros elevados – confirmada num cenário de crescimento econômico e estabilidade. Caso algo desse errado, o executivo era demitido e recebia uma grande compensação. Isso levava a um desprezo pelo risco excessivo e pelo lucro a longo prazo, problema esse também apontado pelo relatório do IIF.

Todos esses fatores, em conjunto, favoreceram o surgimento de uma bolha nos preços dos ativos em geral e dos imóveis em particular. Nenhum deles, em especial, pode ser apontado como causador da crise, uma vez que esse processo funcionou a contento, contribuindo para o crescimento econômico norte-americano e, em menor grau, da Europa, durante alguns anos. Essa estrutura começou a se romper em 2005, quando a elevação da inflação levou o FED a aumentar a taxa básica de juros. Contudo, a taxa real só voltou a ser positiva em 2006. Nesse momento, a quantidade de novas hipotecas começou a diminuir rapidamente, os preços dos imóveis iniciaram um longo período de queda e o nível de inadimplência das hipotecas *subprime*, que estava razoavelmente estabilizado em torno de 10,8% em 2004 e 2005, conforme apontado, subiu para 13,3% no final de 2006, chegando a 18,5% no final de 2008.

Em meados de 2007, ficou mais claro que os prejuízos potenciais com o mercado de *subprime* eram muito maiores do que os imaginados inicialmente. As agências de risco, que haviam avaliado muito favoravelmente as operações estruturadas até então, começaram a reduzir as notas de bilhões de dólares em títulos dessa natureza, provocando uma queda dos preços. Com os preços em queda, os detentores desses títulos tentaram se desfazer deles o mais rapidamente possível, levando os preços a cair ainda mais. A prática de marcação de preços a mercado (*mark-to-market*) potencializou os prejuízos, levando os fundos de investimento a engrossar a oferta de títulos, contribuindo ainda mais para a queda dos preços. O grau de estresse dos mercados financeiros, medido pelo chamado *Ted spread*, que havia subido fortemente em agosto de 2007, saltou para mais de 4% em setembro de 2008, chegando a 5,7% no início de outubro, patamares esses jamais observados nas crises financeiras anteriores, mesmo as mais graves, como foi o caso de 1987.

Entretanto, no início de outubro de 2008, com a aprovação do pacote de US\$ 700 bilhões do Tesouro e os dois cortes nas taxas de juros realizados pelo FED, a crise se amainou.

3) Impactos sobre a atividade econômica mundial

Como não poderia ser diferente, a crise financeira desencadeou impactos fortes sobre o nível de atividade econômica, tanto nos países desenvolvidos como nos emergentes. Inicialmente, ocorreu uma retração muito intensa do crédito em todos os mercados. Na quase impossibilidade de se avaliar corretamente os riscos envolvidos nas operações financeiras, as operações de crédito ficaram paralisadas e, mesmo depois de retomadas, permaneceram em níveis bastante inferiores aos habituais. As quedas dos principais índices das bolsas no mundo inteiro entre maio e novembro de 2008 provocaram também um forte abalo nas poupanças de empresas e famílias, com impactos sobre o consumo e o investimento. Some-se a isso o receio do aumento do desemprego e seus efeitos sobre o consumo.

Fonte: Carta de Conjuntura, n. 5, p. 5-9, dez. 2008.

Nota: ¹ Na época, o Fed julgou acertada essa política, pois a economia vinha de um período de baixo crescimento em 2000 e 2001 e a taxa de inflação permitia a adoção de uma política monetária expansionista.

2 2004-2006: O PRIMEIRO GOVERNO LULA – O RETORNO DO CRESCIMENTO

O ano de 2004 iniciou-se sob os efeitos do forte ajuste fiscal cujos desdobramentos indicavam que, pela primeira vez, havia claros indícios de que o *deficit* nominal do setor público brasileiro pudesse se situar em patamar próximo a 3%.² Mais que isso, a percepção de que a política fiscal estava bem ajustada gerava expectativas

2. Este patamar de 3% era considerado um "parâmetro internacional de qualificação da política fiscal", pois foi o nível estabelecido pelo Tratado de Maastricht, que tornava possível a entrada dos países europeus na zona do euro.

de desaceleração da inflação, queda de juros reais, expansão gradual da atividade econômica e inflexão na trajetória da relação dívida/PIB para os anos seguintes.

Até meados de 2004, no entanto, ainda que os resultados dos dois primeiros trimestres tenham surpreendido positivamente, havia, por parte de alguns analistas, uma desconfiança de que a política econômica herdada do governo anterior, e até então mantida pelo governo Lula, poderia ser um limitador à obtenção de taxas de crescimento mais elevadas que as atuais sem gerar novos desequilíbrios. Alegava-se que o fraco desempenho da economia brasileira após 1998 estaria diretamente associado às políticas monetária e fiscal excessivamente conservadoras.

Na contramão deste diagnóstico, o Grupo de Conjuntura do Ipea pontuava que:

o trinômio flutuação cambial/metabolismo/inflação/austeridade fiscal não pode ser considerado, *per se*, um obstáculo ao crescimento, uma vez que, em circunstâncias normais, ele pode ser perfeitamente consistente com um crescimento de 3,5% a 4% a.a. que, embora possa não ser considerado o ideal, está longe de ser pífio (Boletim de Conjuntura n. 65, junho de 2004, p. VII).

Adicionalmente, o GAC argumentava que:

Para acelerar essas taxas de crescimento do PIB, portanto, é preciso aumentar a taxa de crescimento do produto potencial da economia através da implementação de um amplo conjunto de políticas para assegurar um horizonte de longo prazo às decisões de investimento. Dentre elas, destacam-se: a ampliação da reforma da Previdência, visando ao equilíbrio de longo prazo das contas públicas; a continuação da reforma tributária; a reforma trabalhista; e a definição clara dos marcos regulatórios nos setores de infraestrutura, de modo a incentivar o investimento privado e as mudanças na Lei de Falências e nas que regulam a execução de garantias de crédito para estimular a oferta de crédito de longo prazo (Boletim de Conjuntura n. 64, junho de 2004, p. VIII).

Outro ponto recorrente nas análises do grupo nesse período era não apenas a necessidade da expansão da taxa de investimento na economia, mas também a melhor forma de financiá-la. Na percepção do grupo de conjuntura, para obter um crescimento sustentável da economia a uma taxa de 5% a.a. era fundamental acelerar a taxa de investimento para patamar próximo a 25% do PIB, o que, em última instância, significava aumentar a taxa de poupança na economia.

Sendo assim, a escolha da melhor forma de financiar o investimento na economia passou a permear o debate conjuntural à época. Havia praticamente um consenso de que o problema das contas externas vinha sendo enfrentado de forma apropriada nos últimos anos e, levando em conta os percalços que o alto endividamento externo acarretou no passado, seria desejável manter tal política para diminuir a vulnerabilidade da economia brasileira às oscilações do câmbio e à instabilidade financeira internacional. Desta forma, caberia à política econômica desenvolver um ambiente favorável que pudesse permitir o aumento da poupança

doméstica no país, por meio do compromisso com a estabilidade monetária e com a manutenção da austeridade fiscal.

Os dados ao longo de 2004 vieram corroborar esse cenário de recuperação da economia brasileira, ajudado, em parte, pelo aumento da liquidez no mercado internacional. Em que pese a desaceleração na margem ocorrida no último semestre do ano, resultante de um ajuste gradual da economia, o PIB registrou, em 2004, expansão de 5,7%, refletindo o excelente comportamento dos diversos setores produtivos da economia. Destaca-se o expressivo crescimento da indústria de transformação (8,5%), cuja taxa apresentada fora a mais elevada em dez anos, e o bom desempenho da construção civil (6,6%) e dos serviços (5%). Pelo lado da demanda, o consumo privado (3,8%) e o investimento (9,1%) foram os principais determinantes da expansão do PIB. Desta forma, o ano de 2004 marcou a retomada da absorção doméstica como principal fonte de crescimento econômico, ainda que a demanda externa também tenha tido uma participação relevante.

Como determinante da expansão do consumo, merecem destaque as contribuições da massa salarial e do crédito. Apesar da estabilidade dos rendimentos reais, a expansão do nível de ocupação permitiu a elevação da massa salarial em 3,5%, segundo dados da Pesquisa Mensal de Emprego do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). No que diz respeito à política creditícia, as concessões aumentaram 9,6%, respondendo positivamente ao surgimento de novas modalidades de crédito, que não só ampliaram o leque de opções, como também reduziram o custo das operações. No caso dos investimentos, o aumento da participação da formação bruta de capital fixo (FBCF) no crescimento total da economia foi resultado da maior aquisição de máquinas e equipamentos e do avanço da construção civil.

Em que pese a desaceleração em relação a 2003, o IPCA encerrou o ano de 2004 acima da meta de inflação, de 5,5%, porém dentro do limite superior da banda (8%). A alta de 7,6% refletiu os choques de preços de *commodities* industriais, com destaque para os reajustes da gasolina e dos preços da cadeia de aço. A despeito de os núcleos de inflação terem terminado o ano relativamente elevados para a trajetória de metas, o recuo das expectativas de inflação para 2005 dava indícios que a política monetária começava a gerar os resultados desejados pelo Banco Central do Brasil (BCB). De fato, desde setembro de 2004 o Comitê de Política Monetária (Copom) vinha elevando a Selic com o objetivo principal de promover a convergência da inflação para a meta ajustada de 5,1%.³

De qualquer modo, a evolução da economia em 2004 foi marcada por uma composição excepcionalmente favorável de indicadores: forte expansão do nível

3. Inicialmente, a meta de inflação estipulada para 2005 era de 4,5%.

de atividade, queda da inflação, elevado *superavit* primário do setor público e melhoria do saldo nas transações correntes do balanço de pagamentos. Esses números alimentaram a expectativa de que alguma mudança estrutural havia ocorrido na economia brasileira e que se iniciava um novo ciclo de crescimento a taxas mais elevadas do que as que vinham sendo observadas. No entanto, o recuo da taxa de crescimento do PIB para 3,2% em 2005 reacendeu, mais uma vez, o debate sobre o que estaria faltando para o Brasil crescer de forma sustentável. Ainda que a alta das taxas de juros utilizada para combater a inflação tenha se mantido no foco da discussão, era evidente que havia uma série de outras causas. A crescente carga tributária, o aumento das despesas públicas, que não se traduziam em elevação do investimento, e a ausência de reformas que aumentassem o nível de eficiência da economia também eram utilizados para explicar a pouca solidez das bases de crescimento da economia. Logo, a questão principal que se colocava à época era de que forma a política econômica poderia mitigar os efeitos da desaceleração e revigorar o processo de retomada sem comprometer o objetivo de manter a inflação em trajetória declinante consistente com a meta estabelecida.

De acordo com a análise do Grupo de Conjuntura do Ipea, no médio prazo a retomada de um crescimento sustentável estaria condicionada a quatro pontos importantes.

Em primeiro lugar, era necessário que o país fizesse um maior esforço de poupança, para não depender, no futuro, apenas do financiamento através da poupança externa. A elevação da taxa de investimento requeria um esforço, tanto do setor privado como do governo, no sentido de aumentar os níveis de poupança doméstica. Em particular, a preocupante elevação das despesas correntes do governo, tanto em 2004 como em 2005, representa um movimento em sentido contrário ao do aumento da poupança pública, restringindo assim o espaço para o necessário incremento do investimento público em áreas-chave. Reformas que abram espaço para o aumento da poupança do governo, limitando o crescimento da despesa corrente, deveriam figurar entre as prioridades da agenda nos próximos anos.

A segunda condição importante a ser respeitada para que a perspectiva de crescimento não fosse frustrada seria o equacionamento das questões pendentes para a definição de um marco regulatório estável que viabilizasse os investimentos necessários para superar os gargalos nas áreas críticas da infraestrutura. Sem essa solução será impossível crescer a taxas maiores, em face da impossibilidade física de suprir com importações a insuficiência de oferta em certas áreas dos serviços. De particular importância, nesse campo, destacam-se questões como: a) o aumento do investimento público nas áreas de transporte e logística; b) o deslanche do processo de regulamentação e montagem da engenharia financeira das parcerias público-privadas (PPP); c) a melhoria do sistema portuário; d) a agilização da concessão de licenças ambientais, para a construção de novas usinas hidroelétricas; e e) o aperfeiçoamento do modelo do setor elétrico, visando atrair um montante maior de investimentos privados dispostos a assumir

riscos de longo prazo. A terceira condição importante para alavancar um processo de crescimento sustentado deve ser a melhoria do sistema tributário.

Por fim, o quarto objetivo que deveria ser perseguido pelo país é o aumento da produtividade. Em um contexto em que o país consiga ter taxas de crescimento da ordem de 4,5% a 5% no futuro e o crescimento da mão de obra ocupada se der a um ritmo da ordem de 2,5% a 3%, o Brasil teria de ter um crescimento da produtividade da população ocupada entre 1,5% e 2,5% a.a., bastante acima do que se verificou nos últimos anos. Em conclusão deveriam estar na ordem do dia questões como a necessidade de: a) maior qualificação da mão de obra; b) melhoria educacional; e c) uma nova rodada de abertura da economia, para aumentar o grau de concorrência e de eficiência. Esses são pontos fundamentais para uma agenda que permita ao país enfrentar com êxito os desafios dos próximos anos (Boletim de Conjuntura n. 69, junho de 2005, p. VII-IX).

Esse conjunto de reformas necessárias à consolidação de um ambiente propício para a retomada de um ciclo de crescimento econômico sustentável foi objeto não só de diversos panoramas que constituíam a parte introdutória dos boletins de conjuntura do Ipea, como também de algumas notas técnicas que eram incorporadas a esta publicação.

De fato, no decorrer do primeiro semestre de 2005, acentuaram-se os sinais de arrefecimento do processo de expansão da economia. Em contrapartida, o desempenho do setor externo surpreendeu positivamente e, mesmo ante a perspectiva de que os constantes aumentos no saldo da balança comercial estariam próximos do ponto de reversão, não havia evidências de que os resultados em conta corrente seriam os responsáveis por ameaçar o crescimento econômico no curto ou no médio prazo.

Na desagregação dos dados do PIB em 2005 verifica-se que todos os setores produtivos fecharam o ano com resultado positivo, porém bem aquém do observado no ano anterior. A indústria de transformação registrou alta de apenas 1,2% enquanto a construção civil e os serviços apresentaram um comportamento melhor com taxas de crescimento de 9,3% e 3,7%, respectivamente. A modesta expansão da agropecuária (0,8%), bem abaixo da média dos anos anteriores, se deu em decorrência das adversidades climáticas e da apreciação cambial. Por fim, o modesto resultado da formação bruta de capital fixo (3,6%) veio associado a um desempenho aquém do esperado da atividade econômica, o que teria levado ao adiamento de grandes planos de investimento, além da alta da Selic iniciada no terceiro trimestre de 2004.

No caso do mercado de trabalho, os destaques do ano foram o crescimento do emprego formal, a redução da taxa de desemprego e a elevação dos salários reais. O primeiro fenômeno estava relacionado ao dinamismo dos setores exportadores, além do aumento da fiscalização. No que diz respeito à taxa de desemprego, verifica-se

que, após cair de maneira rápida no segundo trimestre de 2005, esta se manteve estável em quase todo segundo semestre, combinando um ritmo mais moderado de criação de vagas com a desaceleração da taxa de crescimento da população economicamente ativa (PEA), o que impediu que a geração mais lenta de postos de trabalho resultasse em aumentos do nível de desocupação. Já os rendimentos médios reais habitualmente recebidos registraram variação de 1,6%, encerrando um período de sete anos consecutivos de perdas. Esta melhora dos rendimentos se constitui em um dos fatores explicativos do bom desempenho das vendas do comércio varejista em 2005. Apesar do crescimento (4,8%) ter sido bem inferior ao de 2004 (9,2%), pode-se considerá-lo bastante positivo, levando-se em conta a base de comparação maior e a performance passada desse indicador.

Assim como aconteceu com o mercado de trabalho, a inflação também mostrou, em 2005, um comportamento mais favorável quando comparado ao ano anterior (5,7% contra 7,6%). Na análise do IPCA ao longo do ano, verifica-se que a queda de preços dos alimentos, aliada à valorização do câmbio, fizeram com que a taxa de variação dos preços livres desacelerasse significativamente. Este recuo só não foi maior devido ao comportamento dos serviços, cujos preços apresentaram movimento oposto. Da mesma forma que os preços ao consumidor, os preços no atacado também desaceleraram ao longo de 2005, porém com muito mais intensidade. Depois de fechar 2004 com alta de 14,7%, o índice de preços por atacado (IPA) foi recuando ao longo dos meses, e registrou, em 2005, deflação de 0,96%, influenciada pelo recuo tanto dos produtos agrícolas quanto dos industriais.

Essa melhora do cenário inflacionário proporcionou o fim do ciclo de alta de juros que vinda sendo implementado pelo BCB desde setembro de 2004. Adicionalmente, esperava-se que o fim do aperto monetário reverterse, em parte, a significativa desaceleração, ao longo do ano, da taxa de expansão do crédito pessoal e das concessões do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).

No que diz respeito à política fiscal, verifica-se que a elevação da carga tributária em aproximadamente 1,8 ponto percentual (p.p.) do PIB foi o principal responsável pelo *superavit* primário de 4,8% do setor público consolidado, mesmo em um contexto de forte elevação da despesa real. Assim, a despeito de superar a meta prevista inicialmente, a política fiscal em 2005 não se caracterizou necessariamente pela austeridade fiscal.

Mantendo a mesma trajetória de anos anteriores, as contas externas brasileiras preservando um bom desempenho. Em 2005, o *superavit* comercial alcançou a marca de US\$ 44,8 bilhões, bem acima dos US\$ 33,7 bilhões registrados no ano anterior, enquanto o saldo em conta corrente apontou o montante de US\$ 14,2 bilhões, mantendo-se em patamar superior ao observado em 2004 (US\$ 11,7 bilhões).

Os investimentos estrangeiros em carteira tiveram expressiva melhora em 2005, atingindo um *superavit* de US\$ 6,7 bilhões, ante um *deficit* de US\$ 4 bilhões em 2004, refletindo um melhor desempenho tanto dos investimentos em ações, quanto dos títulos de renda fixa. Por conseguinte, a manutenção do cenário internacional e a melhora do perfil da dívida externa e dos demais fundamentos da economia brasileira já permitiam antever uma breve reclassificação do Brasil por parte das agências de classificação de risco, fazendo com que o chamado grau de investimento estivesse cada vez mais próximo.

Em meio a essa situação internacional favorável – reflexo da abundância de liquidez nos mercados financeiros, do baixo grau de aversão ao risco entre os investidores e da dinâmica de crescimento que vinha sendo sustentada pelo desempenho de países emergentes como China e Índia –, a atividade econômica brasileira iniciava o ano de 2006 em aceleração, e a expectativa à época era de um crescimento vigoroso, dado não só o cenário externo, mas o fato de que o país produzira um ajuste expressivo na conta corrente do seu balanço de pagamentos nos últimos anos e que avançara na construção de um arcabouço de política macroeconômica que tinha garantido taxas de inflação baixas e *deficit* fiscais consistentes com uma trajetória declinante para a dívida pública medida como proporção do PIB.

Na visão do grupo de conjuntura, a aceleração do crescimento deveria ocorrer de maneira gradual para ser sustentável. Isto não impediria que a demanda interna, em particular o consumo das famílias, pudesse crescer mais rapidamente, principalmente por conta dos sucessivos saldos da balança comercial e seus reflexos em termos de evolução do resultado das transações correntes. No entanto, o aumento da demanda interna e a sua sustentação no tempo dependeria de que ela fosse consistente com a continuidade da ampliação dos investimentos e das exportações, que, por sua vez, dependeriam da existência de um ambiente de negócios que estimulasse os aumentos de produtividade. Dessa forma, o desafio que se colocava era como retomar o crescimento e como fazê-lo a um ritmo mais intenso nos próximos dez a quinze anos. Como o crescimento tende a refletir o comportamento de outras variáveis fundamentais, a evolução de certos indicadores inspirava algumas preocupações.

Uma dessas preocupações estava relacionada à composição dos gastos públicos, que nos últimos anos vinha privilegiando cada vez mais as transferências às famílias, em detrimento dos investimentos. Desta forma, se o consumo continuasse a se expandir à velocidade verificada no passado mais recente, o país correria o risco de que o aumento da poupança externa fosse canalizado para o consumo, sem grandes benefícios em termos de aumento do investimento e de ampliação da capacidade produtiva.

Em resumo, o padrão de crescimento observado nos últimos anos, baseado em significativas transferências diretas de renda por parte do governo, financiadas pela combinação de uma carga tributária crescente e de níveis de investimento público deprimidos, embora tenha se revelado eficiente para reduzir em parte a desigualdade, dá sinais de estar em processo de esgotamento. O país terá de optar nos próximos anos entre um perfil de atuação do Estado que se baseie na combinação de elevado gasto público com alta carga tributária e escasso investimento, ou um perfil alternativo, que combine menor presença do Estado com redução de impostos, porém, com elevação do investimento público (Anexo 15).

O PIB de 2006 fechou com uma performance dentro do esperado: positiva e superior à de 2005. O crescimento de 4% foi decorrente do consumo doméstico e dos investimentos. O resultado da formação bruta de capital fixo (9,8%) refletiu o crescimento de todos os seus componentes, com destaque para a dinâmica do segmento de máquinas. A contribuição negativa das exportações líquidas no crescimento econômico retrata a forte expansão do volume de importações (18,1%), com um resultado mais modesto das exportações (5%). Este expressivo crescimento das importações explicou a discrepância entre o comportamento do consumo das famílias, com alta de 5,2%, e da produção industrial, com expansão de 2,8%, ratificando o fato de que boa parte da demanda doméstica estava sendo suprida pelas importações.

Apesar do bom desempenho da economia em 2006, esse não surtiu efeitos benéficos sobre a taxa de desemprego, uma vez que foi interrompida a trajetória de queda verificada nos dois anos anteriores. A expansão crescente da PEA e o baixo ritmo de criação de empregos foram os responsáveis pelo aumento da desocupação em 2006. No entanto, a média de rendimentos reais habitualmente recebidos cresceu 4% em 2006, atingindo uma variação duas vezes e meia maior que a observada no ano anterior. A inflação bem comportada, aliada ao crescimento do emprego com carteira, que oferecem rendimentos superiores aos auferidos nos demais contingentes informais, foram os propulsores do crescimento dos rendimentos reais.

De fato, em 2006, a inflação recuou pela quarta vez consecutiva, de modo que a alta de 3,1% do IPCA manteve-se, com folga, abaixo do centro da meta estabelecida pelo Conselho Monetário Nacional (4,5%) e teve a variação mais baixa desde 1998. Esta queda na variação do IPCA no último ano refletiu um movimento conjunto de desaceleração tanto de preços administrados quanto dos livres. No caso dos preços administrados, a variação de 4,3% em 2006, ante 9% em 2005, é explicada pelos aumentos menores nas tarifas públicas, além da ausência de reajustes nos preços da gasolina. Pelo lado dos preços livres, o maior fator de alívio inflacionário foi, mais uma vez, o comportamento da taxa de câmbio, gerando nova desaceleração nos preços de comercializáveis, que acumularam alta de apenas 1,3% em 2006. Ainda que de modo bem menos intenso, os preços de

não comercializáveis também reduziram seu ritmo de crescimento no ano (4%), quando comparados a 2005 (6,3%), beneficiados pelo recuo generalizado dos preços dos alimentos no varejo em 2006.

3 2007-2008: O SEGUNDO GOVERNO LULA – DO PAC À CRISE

No início do segundo mandato do presidente Lula, o governo se propôs a flexibilizar a meta de *superavit* primário para o setor público consolidado, que passaria de 4,25% do PIB para 3,75% – incluindo-se no cálculo os investimentos enquadrados no Projeto Piloto de Investimentos (PPI),⁴ ou 4,25%, caso estes investimentos sejam excluídos do gasto primário. Esta redução permitiria manter a trajetória de queda do estoque de dívida e, simultaneamente, aumentar o investimento público – uma das condições necessárias para que o país crescesse a taxas mais elevadas que aquelas observadas no primeiro mandato.

Com o intuito de aumentar ainda mais o dinamismo da economia, o governo lançou, em janeiro de 2007, o PAC, que constituía um conjunto de medidas com vistas ao estímulo dos investimentos público e privado em infraestrutura, além de objetivar a melhora da qualidade e o controle da expansão dos gastos públicos.

Sendo assim, o sucesso do PAC estava diretamente associado ao compromisso futuro do governo em assegurar espaço nas contas públicas para elevar o investimento público federal sem comprometer o equilíbrio fiscal de médio e longo prazo, e à capacidade de se lidar com o atual arcabouço institucional e administrativo de modo a permitir uma efetiva implementação dos projetos considerados prioritários (Boletim de Conjuntura n. 76, março de 2007, p. 63).

Em 2007, a economia brasileira apresentou resultados bastante significativos. O crescimento real do PIB foi de 6,1%, o que se configurava como a maior taxa dos últimos vinte anos. Boa parte desta aceleração da atividade econômica veio do excelente comportamento da demanda interna, refletindo a forte expansão do consumo das famílias e do investimento. No caso do consumo privado, a alta registrada de 6,1% foi possibilitada pelo aumento do emprego, dos salários, do crédito pessoal, do salário mínimo e de programas, como o Programa Bolsa Família (PBF). Já o crescimento

4. Segundo descrição feita pelo Tesouro Nacional, o Projeto Piloto de Investimentos (PPI) foi lançado em 2005, com objetivo principal de melhorar a qualidade e eficiência do gasto público, por meio do rigoroso processo seletivo dos projetos, planejamento detalhado das ações, garantia do fluxo de recursos necessários ao seu andamento e monitoramento da execução física e financeira.

de 13,9% da formação bruta de capital fixo elevou a taxa de investimento para 17,6% do PIB.

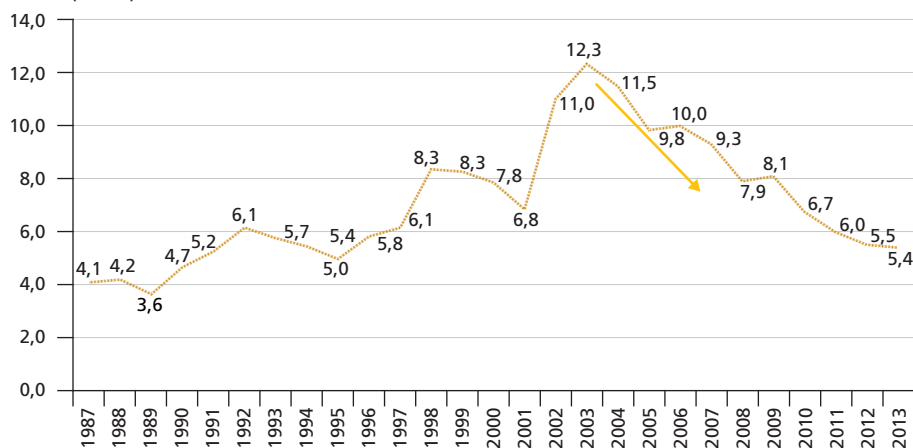
Deve-se destacar que o forte crescimento da demanda interna foi um dos responsáveis pelo resultado apresentado pelo investimento em 2007. A elevação do consumo das famílias contribuiu para diminuir o nível de ociosidade da indústria, gerando estímulos ao investimento, a fim de aumentar a capacidade produtiva da economia. Adicionalmente, estas decisões foram favorecidas por um ambiente de estabilidade de preços, que prevaleceu durante boa parte do ano, junto com uma política monetária expansionista. Vale ressaltar, no entanto, que esse segundo fator durou até meados de outubro de 2007, quando, pressionado pelo choque de oferta dos preços dos alimentos, o BCB interrompeu a trajetória de queda da taxa de juros.

Outro fator responsável pelo bom desempenho do investimento em 2007 foi a conjuntura internacional. O crescimento da demanda externa, associado à elevação dos preços das *commodities*, gerou um forte impulso no setor da indústria voltado para a exportação. Isto, de certa maneira, amenizou a perda de competitividade dessas empresas em função da apreciação cambial. Além disso, este cenário de alta liquidez internacional facilitou a captação de recursos no exterior. Por fim, deve-se destacar também a atuação do BNDES, que exerceu um importante papel no financiamento do setor produtivo, sendo responsável pela concessão de R\$ 65,78 bilhões em linhas de crédito.

Em que pese a forte expansão dos investimentos, o nível de utilização da capacidade instalada atingiu, no fim de 2007, patamares acima do pico histórico da série, o que poderia indicar um fator de pressão inflacionária. No entanto, seu efeito foi pouco expressivo e a aceleração de 4,5% do IPCA foi decorrente, sobretudo, da alta dos preços dos alimentos, que subiram 10,8% no ano.

A forte expansão do nível de atividade dinamizou o mercado de trabalho brasileiro em 2007 (gráfico 2), com aumento de 7,4% do nível de ocupação. Não obstante a esta melhora quantitativa do emprego, houve também uma melhora qualitativa nas condições do mercado de trabalho, seja pela maior formalização, com aumento de 5,2% na participação dos trabalhadores com carteira assinada, seja pela elevação de 3,2% dos rendimentos reais recebidos. Este cenário que conjugava aumentos de emprego e renda possibilitou uma elevação de 6,3% da massa salarial. Apesar de se manter em patamar bem próximo ao observado no ano anterior (6,4%), deve-se ressaltar que em 2006 o maior responsável pelo aumento de massa salarial foi o crescimento do salário real, enquanto em 2007 o fator preponderante foi o aumento do número de ocupados.

GRÁFICO 2
Taxa de desocupação – PME
(Em %)



Fonte: PME/IBGE.
Elaboração: Ipea.

Além da expansão da massa salarial, o consumo das famílias também se beneficiava da maior oferta de crédito disponível na economia. De fato, as operações totais de crédito aumentaram cerca de 4 p. p. em proporção do PIB entre 2006 e 2007. Esse aumento foi puxado, principalmente, pelas concessões de crédito pessoal, que cresceram 27,3% em doze meses, com um incremento de 32,2% nas operações de crédito consignado.

Assim como o crédito, as finanças públicas também apresentaram um cenário favorável, graças à manutenção de elevados *superavit* primários e ao forte crescimento da economia. Consequentemente, a relação entre a dívida líquida do setor público e o PIB caiu de 44,7% em dezembro de 2006 para 42,8% em dezembro de 2007, ao mesmo tempo, em que o *deficit* nominal como proporção do PIB recuou de 3% em 2006 para 2,3% em 2007.

Pelo lado externo da economia brasileira, entretanto, sinais de mudança tornavam-se cada vez mais evidentes. O crescimento das importações em ritmo superior ao das exportações reduzia rapidamente o *superavit* comercial, e, ao mesmo tempo, o saldo em conta corrente, que vinha sendo fortemente positivo até meados de 2007, começava a caminhar para território negativo.

O ano de 2008 se iniciou com a economia brasileira crescendo a taxas consideráveis. Nos três primeiros trimestres do ano, o PIB apresentou um crescimento médio dessazonalizado da ordem de 1,6%, com forte expansão dos investimentos, com taxa média de 4,6%. Esse movimento foi interrompido em setembro, quando a

economia mundial foi abalada pelo agravamento da crise financeira. O aumento da aversão global ao risco foi acompanhado pela queda dos preços das *commodities* e da demanda mundial. No Brasil, os primeiros reflexos da crise se manifestaram por meio da diminuição das linhas de crédito externo e do fluxo de capitais em geral, dificultando as operações de financiamento para as atividades exportadoras. Adicionalmente, o sistema bancário também restringiu suas operações na medida em que os bancos, com receio de não serem capazes de honrar os depósitos dos clientes, assumiram uma posição mais avessa ao risco, reduzindo a concessão de crédito.

Com a eclosão da crise financeira internacional (box 1), que impactou fortemente o nível de atividade econômica tanto nos países desenvolvidos como nos emergentes, a economia brasileira desacelerou fortemente e registrou queda de 3,9% no quarto trimestre de 2008, atingindo o pior desempenho da série histórica do PIB, iniciada em 1996. Com este resultado, o PIB brasileiro registrou expansão de 5,2%, o que, apesar de estar longe de ser considerado ruim, ficou abaixo do esperado (6,5%), caso a economia repetisse, no último trimestre, as mesmas taxas observadas nos três trimestres anteriores. Na verdade, o ambiente econômico interno já dava indícios de que a trajetória de crescimento até então vigente sofreria algum tipo de ajustamento. A este respeito, dois fatores em particular devem ser destacados: os efeitos defasados da política monetária contracionista, iniciada em abril pelo BCB e a busca de ajustamento a um nível reprimido da demanda, em vista do acúmulo muito elevado de estoques em vários setores da economia.

Conforme o ajuste se intensificava, teve início o processo de cortes na força de trabalho empregada e a possibilidade de perda do emprego, junto com a escassez de crédito, reduziu ainda mais o nível de confiança dos consumidores. Com a perspectiva de um nível de demanda em queda, as expectativas dos empresários também se deterioraram, fazendo com que os projetos de ampliação da capacidade fossem adiados ou até cancelados.

Dessa forma, apesar de apresentar um crescimento médio anual próximo a 5%, o quinquênio 2003-2008 se encerrou com a perspectiva de forte desaceleração da economia brasileira decorrente da crise financeira internacional. Adicionalmente, com o fim da liquidez no mercado externo, caberia ao governo gerar os estímulos necessários para evitar uma retração ainda maior do nível de atividade nos próximos anos.

4 ELEMENTOS CENTRAIS

De um modo geral, a economia brasileira mostrou resultados bastante favoráveis no período 2004-2008. Após atravessar o ano de 2003 sob forte ajuste, a manutenção da política econômica baseado no tripé *câmbio flutuante – metas de inflação – metas fiscais* fez com que o nível de atividade voltasse a acelerar nos anos subsequentes.

Com o ajuste das contas públicas e a desaceleração da inflação, foi-se construindo um ambiente propício ao retorno dos investimentos, que ainda contavam com a forte liquidez do mercado internacional.

Como contrapartida da expansão da economia, o mercado de trabalho iniciou um processo de dinamização marcado pelo crescimento da ocupação, sobretudo no mercado formal, pela queda significativa da taxa de desemprego e pela aceleração dos reajustes reais. Adicionalmente, o aumento dos gastos sociais, via programas de transferência de renda, e as novas formas de concessão de crédito pessoal geraram um cenário no qual a demanda interna passou a desempenhar um papel fundamental para o crescimento do nível de atividade. Em paralelo, os ajustes nos sados em transações correntes e a melhora nos termos de troca diminuíram a vulnerabilidade da economia brasileira frente aos choques externos. Esta conjunção de fatores positivos fez com que, em 2008, o Brasil obtivesse o *grau de investimento* de duas das três maiores agências de classificação de riscos.

No entanto, em que pese o bom desenvolvimento da economia durante esse período, várias questões relativas à sustentabilidade de um crescimento de longo prazo mantiveram-se presentes no debate econômico. Nesta perspectiva, o GAC, ao longo deste período, realizou uma série de estudos que procuravam não só identificar possíveis gargalos ao crescimento brasileiro, como também indicavam algumas agendas de discussão. De fato, eram temas recorrentes nas análises do grupo de conjuntura: a necessidade da expansão da taxa de investimento na economia; a implementação de reformas importantes, como a previdenciária e a tributária; e a regulação dos mercados ligados aos setores de infraestrutura.

Os resultados das discussões e dos estudos feitos pelo grupo de conjuntura e por vários colaboradores eram incorporados ao boletim sob a forma de panoramas conjunturais e de notas técnicas. Ao longo do período 2004-2008, foram publicadas 32 notas técnicas que contribuíram para o entendimento da conjuntura à época além de destacar pontos importantes que ainda estão presentes nos debates atuais de política econômica. Nos anexos deste livro, estão republicadas quatro destas notas: *O Brasil precisa de uma agenda de consenso*, de Fábio Giambiagi e Antônio Delfim Neto; *Dívida pública, rigidez fiscal e dinâmica macroeconômica*, de Felipe Pinheiro e Ajax Moreira; *A efetividade do salário mínimo como instrumento para reduzir a pobreza no Brasil*, de Ricardo Paes e Barros, Mirela de Carvalho e Samuel Franco; e *Estimativa do produto potencial para a economia brasileira: atualização utilizando o Sistema de Contas Nacionais referência 2000*, de José Ronaldo de Castro Souza Júnior.

O PAPEL DAS POLÍTICAS ANTICÍCLICAS E O AGRAVAMENTO DOS DESEQUILÍBRIOS MACROECONÔMICOS (2009-2013)

Leonardo Mello de Carvalho¹

1 INTRODUÇÃO

A economia brasileira apresentou comportamento bastante irregular durante o período abordado neste capítulo, tendo sido afetada por uma série de fatores, tanto de ordem interna quanto de ordem externa. Refletindo este cenário, o debate econômico foi bastante profícuo ao longo destes anos, sugerindo importantes temas e impondo desafios, não somente para os formuladores de políticas públicas, como também para os analistas de conjuntura. Mais que entender as restrições que se colocavam no curto prazo, o grupo de conjuntura do Ipea procurou identificar sua relação com as questões mais estruturais e contribuir, desta forma, para o encaminhamento de soluções que favoreçam crescimento sustentável ao país.

Como dito anteriormente, a trajetória apresentada pelas principais variáveis econômicas foi bastante desigual, o que revelou um caráter heterogêneo e volátil. O produto interno bruto (PIB) sofreu grande oscilação, tendo apresentado taxa média de crescimento de 2,7% ao ano – a.a. (tabela 1). Grande parte deste resultado esteve associada ao comportamento da formação bruta de capital fixo (FBCF), historicamente o componente mais volátil pela ótica da demanda. Sua importância enquanto condição necessária para crescimento sustentável da economia esteve entre os temas mais recorrentes na análise do grupo de conjuntura. A este respeito, o papel do Estado também é destacado, na medida em que – através do investimento público – contribuiria para suavizar os ciclos econômicos e estimular o investimento do setor privado por meio dos efeitos de *crowding-in*.

1. Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

TABELA 1
Variáveis macroeconômicas selecionadas (2009-2013)
(Em %)

	2009	2010	2011	2012	2013	Média
PIB real	-0,3	7,5	2,7	1,0	2,5	2,7
PIB real <i>per capita</i>	-1,5	6,2	1,9	0,2	1,6	1,7
Consumo das famílias	4,4	6,9	4,1	3,2	2,6	4,3
FBCF	-6,7	21,3	4,7	-4,0	5,2	4,1
Produção industrial	-7,4	10,5	0,4	-2,5	1,2	0,4
Taxa de investimentos líquida – preços correntes (PIB)	18,1	19,5	19,3	18,2	18,2	18,6
Taxa de poupança bruta – preços correntes (PIB)	15,9	17,5	17,2	14,6	13,8	15,8
Inflação ao consumidor – IPCA ¹	4,3	5,9	6,5	5,8	5,9	5,7
Taxa Selic real – deflator IPCA (a.a.)	5,4	3,7	4,8	2,5	2,2	3,7
Taxa de desocupação – PME ²	8,1	6,7	6,0	5,5	5,4	6,3
Saldo de operações de crédito (PIB)	42,1	44,1	46,6	51,0	54,7	47,7
Rendimento médio real – PME	3,3	3,7	2,7	4,1	1,9	3,1
Conta corrente (PIB)	-1,5	-2,2	-2,1	-2,4	-3,6	-2,4

Fonte: Tabela do apêndice B.

Notas: ¹ Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo.

² Pesquisa Mensal de Emprego.

A conjuntura externa exerceu influência relevante para o comportamento errático apresentado pela economia brasileira. Sofrendo os efeitos da crise financeira internacional – iniciada ao final de 2008 –, a grande maioria dos indicadores de atividade econômica registrou fraco desempenho no ano seguinte, o que se refletiu na queda de 0,3% do PIB em 2009. No entanto, apesar do resultado negativo, a economia recuperou-se relativamente rápido da recessão técnica vivida no início desse ano. Este fato se deu – em grande medida – pela implementação de políticas de incentivo à demanda por parte do governo, que, ao longo de todo o período em questão, contribuíram para a manutenção de bons fundamentos para o consumo interno, sustentados no tripé emprego-renda-crédito. Estes mesmos fundamentos se refletiram na contínua queda das taxas de desocupação, que passaram de 8,1%, em 2009, para 5,4%, em 2013. Este processo de forte absorção de mão de obra ocorrida no período, inclusive, foi tratado pelo grupo de conjuntura como questão de grande relevância, reconhecendo as dificuldades que uma situação de pleno emprego poderia acarretar para a manutenção de taxas de crescimento significativas.

As medidas de estímulo adotadas pelo governo, associadas a um cenário externo com alta liquidez e preços de *commodities* em elevação, permitiu à economia acelerar fortemente seu ritmo de crescimento em 2010 e encerrar o ano com alta de 7,5%. Este resultado, porém, veio acompanhado da elevação dos índices de preço, o que obrigou o governo a adotar – ainda no final desse ano – política monetária

restritiva, que acabou tirando fôlego da atividade econômica. Nos anos seguintes, embora os indicadores de atividade pelo lado da demanda ainda apresentassem bom desempenho, a economia iniciou um ciclo de baixo crescimento, influenciada, em grande medida, pelo mau desempenho da indústria, que – após se recuperar da forte queda provocada pela crise financeira internacional – se manteve estagnada a partir do segundo semestre de 2010.

No segundo semestre de 2011, houve nova deterioração do cenário externo, provocada pela crise da dívida pública dos países europeus, evidenciando que a crise internacional ainda não havia sido superada – na verdade, apenas entrava em nova fase, marcada por grande instabilidade, baixo crescimento nos países desenvolvidos e desaceleração nos emergentes, inclusive a China. Entre outras consequências, a economia brasileira deparou-se com uma demanda mundial deprimida, o que derrubou novamente os preços das *commodities* nos mercados internacionais. Com isso, os termos de troca sofreram sensível queda, o que reduziu o saldo da balança comercial e – como resultado – levou a um aumento do *deficit* em transações correntes.

Embora o risco de desequilíbrios mais sérios tenha se mantido controlado – em virtude da contínua entrada de capital estrangeiro no Brasil, especialmente os investimentos diretos –, o novo cenário diminuiu ainda mais os graus de liberdade dos formuladores de políticas públicas, o que tornou o caminho relativamente estreito, de forma a compatibilizar três objetivos principais: impulsionar o ritmo de crescimento econômico, especialmente no que tange aos investimentos; mitigar os riscos associados à inflação; e preservar a robustez do mercado de trabalho. Isto num contexto em que o governo procurava preservar o equilíbrio fiscal, ainda que com níveis mais baixos de *superavit* primário, e evitar aumento mais expressivo do *deficit* externo.

As seções a seguir abordarão com mais detalhes todos os desafios enfrentados pela economia brasileira no período 2009-2013, bem como a forma como o grupo de análise de conjuntura do Ipea tratou estas questões. A primeira seção trata do período 2009-2010, marcado pelos impactos da crise internacional e pelo movimento de recuperação que se seguiu a esta, culminando com forte aceleração da atividade econômica. A segunda seção aborda o período 2011-2013, caracterizado por um ritmo de crescimento mais modesto, reflexo de um cenário externo ainda pouco benevolente e do agravamento de uma série de desequilíbrios internos à economia brasileira. Por fim, a última seção apresenta uma breve análise dos principais elementos que marcaram a evolução da conjuntura econômica do período e que pautaram os principais debates da época.

2 CRISE E RECUPERAÇÃO: 2009-2010

Com o agravamento da crise financeira internacional – a partir da quebra do banco Lehman Brothers, ocorrida em setembro de 2008 –, a conjuntura internacional sofreu forte abalo. O risco de uma crise sistêmica acarretou queda abrupta de liquidez nos mercados financeiros, acompanhada de forte aumento da aversão ao risco dos investidores. Com isso, a demanda mundial também se retraiu, o que causou forte impacto negativo nos preços de *commodities*. No primeiro momento, a crise atingiu a economia brasileira através de dois mecanismos, a saber: a interrupção das fontes de financiamento e a queda da demanda mundial pelos nossos produtos exportados. Estes dois fatores, associados a uma conjuntura interna em que o nível de estoques refletia expectativa de demanda crescente, ocasionaram forte redução no nível de produção industrial. Pelo lado da demanda, tanto os investimentos quanto as quantidades exportadas e importadas também foram bastante afetados pela crise, o que refletiu não só a queda da produção, mas também o aumento de incerteza e a retração da demanda externa.

Os efeitos da crise foram mais severos no quarto trimestre de 2008 e no primeiro de 2009, quando o PIB acumulou queda de 4,3%. Apesar desse período de recessão técnica, a economia não tardou a apresentar indícios de recuperação. Respondendo a uma série de medidas de política adotadas pelo governo – redução do nível de juros e do compulsório, diminuição de impostos, ampliação dos programas de transferência de renda, aumento do salário mínimo etc. –, o consumo das famílias voltou a avançar já no primeiro trimestre de 2009, o que fez com que a economia interrompesse o círculo vicioso que ameaçava instaurar-se. Com a manutenção do crescimento da massa salarial, da recuperação do crédito e da posterior estabilização do mercado de trabalho, os índices de confiança dos consumidores voltaram a crescer.

O excelente desempenho do consumo privado – que registrou crescimento médio, em 2009, de 1,9% na margem – acabou estimulando a recuperação dos investimentos. Impulsionados por uma demanda aquecida, e também pelos programas de incentivo à construção civil por parte do governo – Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) e Minha Casa Minha Vida –, a FBCF apresentou forte trajetória de crescimento a partir do segundo trimestre de 2009, com expansão média de 5,2%, na margem, nos últimos três trimestres do ano. Finalmente, o setor industrial, que havia sofrido o maior impacto da crise, passou também a apresentar taxas positivas de crescimento a partir do segundo trimestre do ano, refletindo não só o bom desempenho da demanda interna, como também o final de processo de ajuste dos níveis de estoques.

Dada a gravidade dos efeitos desencadeados pela crise financeira internacional, a economia brasileira em 2009 demonstrou grande capacidade de recuperação,

além de sensível redução da vulnerabilidade a choques externos. Ao contrário de outras crises, o súbito aumento da volatilidade cambial – a taxa real/dólar depreciou quase 40% entre os meses de setembro e outubro de 2008 – não gerou maiores problemas sobre a dívida externa, uma vez que o país havia passado à condição de credor líquido do mundo. Além disso, a redução dos títulos indexados ao câmbio na composição da dívida interna, assim como o expressivo volume acumulado de reservas internacionais, fez com que a percepção de risco por parte dos investidores em relação ao Brasil diminuísse. Este fator foi preponderante para a rápida normalização da entrada de capitais estrangeiros, que havia sofrido expressiva deterioração no último trimestre de 2008. Esta melhoria nos fundamentos macroeconômicos – associada à adoção, por parte do governo, de uma série de políticas anticíclicas – foi responsável pelo bom comportamento da economia brasileira durante a crise internacional. A política monetária expansiva, combinada com uma política fiscal baseada em desonerações e programas de transferências de renda, foi fundamental ao garantir as condições necessárias para que o mercado interno sustentasse o nível da demanda na economia, suavizando os efeitos negativos da retração externa. Com isso, apesar da queda de 0,3% em 2009, o PIB brasileiro já se encontrava em patamar superior àquele atingido no terceiro trimestre de 2008, período imediatamente anterior ao agravamento da crise.

Além dos fatores citados anteriormente, o grupo de conjuntura deu ênfase à participação do investimento público como elemento importante para a rápida recuperação da economia brasileira ante a recessão ocorrida no início de 2009. Na publicação *Conjuntura em Foco* nº 7, de abril de 2010, esta questão foi tema central da análise e revela que o investimento público tivera papel excepcionalmente diferente nos últimos cinco anos na composição da FBCF da economia, assim como na fase de crise econômica e na retomada da economia. De acordo com a análise, constatava-se que, mesmo na fase de crise e forte restrição do lado da arrecadação federal – como o foram o quarto trimestre de 2008 e o primeiro semestre de 2009 –, os investimentos da União se mantiveram em elevados patamares. Além disso, chamava atenção para o fato de este desempenho diferir da tradicional reação federal diante de crises internacionais – quando os cortes no orçamento federal eram tidos como instrumentos básicos de ajuste e os investimentos públicos considerados a rubrica prioritária para a compressão de despesas –, inaugurando o que seria uma nova fase de postura fiscal anticíclica apoiada na defesa da produção e do emprego, radicalmente diferente de períodos anteriores. Com base em Gobetti (2010), notava-se que a taxa de investimento do setor público brasileiro fora crescente e atingira em 2009 seu maior nível, em proporção do PIB, desde o primeiro trimestre de 1995. O grupo de conjuntura concluía o estudo argumentando sobre a importância de manutenção e ampliação desta política.

É de extrema importância que os investimentos públicos continuem a crescer, não apenas por seu papel fundamental na oferta de bens e serviços públicos – o que já é em si mesmo bastante meritório, dadas as ainda enormes carências da sociedade brasileira –, mas de modo a continuar estimulando o dinamismo interno e, assim, evitar possíveis pressões negativas que podem vir de novas crises externas, como é o caso, particularmente, do momento de fragilidade da economia europeia. Para além das circunstâncias conjunturais, é condição essencial para uma sociedade desenvolver-se a persistência do crescimento da FBCF, favorecedora da incorporação de inovações tecnológicas e do aumento de produtividade. É, sobretudo, a única maneira de produzir mudanças estruturais na organização da produção, as quais, por sua vez, constituem condição básica para o crescimento da renda e a redução da pobreza e da desigualdade social. A economia brasileira tem demonstrado que a intervenção estatal, através do investimento público, continua sendo o grande pilar de sustentação de uma estratégia de superação dos entraves ao desenvolvimento (Ipea, 2010).

A trajetória de crescimento na margem verificada ao longo de 2009 acabou deixando um forte efeito de carregamento estatístico para 2010. Dentro deste contexto, o excelente resultado do PIB no primeiro trimestre – quando cresceu a uma taxa anualizada de 9,0% – ainda foi bastante influenciado pelos efeitos das políticas anticíclicas do governo. Segundo destacou a *Carta de Conjuntura* nº 12, de março de 2011, em ambiente econômico já aquecido pela expansão do mercado de trabalho e pelo crescimento do crédito, tanto as isenções fiscais quanto os programas de transferências de renda deram impulso ainda maior ao consumo privado. Além disso, já antevendo a retirada de alguns destes estímulos, os agentes acabaram antecipando algumas decisões de consumo para o primeiro trimestre, o que serviu para aumentar ainda mais a demanda nesse período. No trimestre seguinte – que foi identificado pelo grupo de conjuntura como o final do ciclo de expansão pós-crise financeira internacional –, a retirada dos estímulos governamentais, associada ao início de aperto monetário, acabou desacelerando a taxa de crescimento do PIB no segundo semestre. Ainda assim, registrou, ao final do ano de 2010, expansão de 7,5%, a maior em toda a série histórica do IBGE, iniciada em 1996.

Embora a demanda interna ainda apresentasse algum dinamismo, refletido no bom desempenho do comércio varejista e do mercado de trabalho, a produção industrial interrompeu a forte recuperação verificada no pós-crise e permaneceu estagnada durante todo o segundo semestre desse ano. Além disso – no quarto trimestre, especificamente –, a composição do crescimento do PIB sofreu sensível deterioração, uma vez que, associada a uma forte aceleração do consumo privado, a taxa de expansão da FBCF sofreu forte desaceleração na margem. Na época, a conjunção destes fatos, associada ao descolamento das expectativas de inflação futura em relação ao centro da meta, levou a autoridade monetária a endurecer novamente a política monetária, ao retomar a alta de juros e adotar um conjunto

de medidas visando reduzir a liquidez interna e refrear o ritmo de crescimento do crédito. Com isso, em dezembro de 2010, o Banco Central do Brasil (BCB) anunciou aumento nas alíquotas de compulsório sobre depósitos a prazo – de 15% para 20% –, no adicional de compulsório para depósitos a prazo e à vista – de 8% para 12%) e no fator de ponderação de risco nas operações de crédito para pessoa física com prazo superior a 24 meses – de 100% para 150%.

Esse tema foi abordado mais detalhadamente na publicação *Conjuntura em Foco* nº 13, de maio de 2011.² No primeiro momento, estas medidas foram associadas ao objetivo de assegurar a estabilidade das finanças – isto é, tornar as taxas de crescimento do crédito mais compatíveis com o equilíbrio de longo prazo da economia. Por esta razão, foram naturalmente denominadas medidas de caráter macroprudencial. Sendo o crédito um canal de transmissão reconhecidamente importante para a inflação, é natural que expansão mais moderada de suas taxas de crescimento fosse considerada positiva no sentido de conter eventuais pressões inflacionárias. No texto, destaca-se ainda que o aumento ocorrido nos anos anteriores na participação do crédito em relação ao PIB ampliou ainda mais a influência deste canal sobre o comportamento da inflação.

De acordo com a análise, todavia, havia consenso que a atuação da política monetária através das variações na taxa básica de juros era mais ampla, em função de abranger seus variados mecanismos de transmissão, como o nível da taxa de câmbio, o volume de crédito e a formação de expectativas sobre os níveis de preços. Além disso, seu impacto era mais uniforme sobre os diferentes setores da economia, evitando a criação de distorções ou assimetrias. Isto não impedia, porém, que o BCB considerasse em seus modelos os efeitos secundários do emprego dos demais instrumentos sobre a inflação, como foi o caso das medidas prudenciais. De fato, estes sempre estiveram à disposição da autoridade monetária e foram utilizados em diferentes momentos da economia, com objetivos diversos. O mais importante é que têm a vantagem de não gerar alguns dos efeitos adversos derivados da elevação da taxa básica de juros, como os aumentos dos custos de financiamento e oportunidade dos investimentos produtivos, da dívida pública e do carregamento das reservas cambiais.

Além do risco de descontrole das taxas de inflação – associadas a um crescimento acelerado do mercado de crédito –, o governo preocupava-se na época com o nível considerado excessivamente apreciado da taxa de câmbio, o que contribuía para reduzir a competitividade da indústria brasileira. Em virtude disto, em outubro de 2010, o Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) foi elevado de 2% para 6% – no caso de aplicações em renda fixa e empréstimos externos de até dois anos – e para 2% – no caso das ações. Embora as boas perspectivas de

2. Política monetária e a evolução da inflação no Brasil. *Conjuntura em Foco*, Ano 3, n. 13, maio 2011.

crescimento da economia brasileira relativamente às das economias avançadas – ainda em recuperação da crise financeira de 2008 – estimulassem a entrada de investimento estrangeiro direto (IED) no país, isto não parecia esgotar a explicação para o acentuado influxo destes recursos verificado nesse período. O elevado diferencial entre juros internos e externos e a consequente valorização da moeda doméstica – apesar das medidas tributárias citadas anteriormente para restringir a entrada de investimentos em carteira – constituíam indício de eventual entrada de capitais especulativos sob a rubrica de IED. Na ausência de fiscalização do destino destes recursos após seu registro de entrada, havia a possibilidade de abertura de novas sociedades anônimas pelos investidores estrangeiros seguida de aplicação, através de operações de tesouraria, em fundos de investimentos financeiros. Tais aplicações ficariam isentas, portanto, da tributação de 6% incidente sobre os ingressos dos investimentos em carteira. Com esta motivação, o grupo publicou, na *Conjuntura em Foco* nº 15, de agosto de 2011,³ uma análise detalhada sobre este tema, que investigava a possibilidade de que parte significativa dos fluxos de IED estivesse sendo direcionada, na verdade, para a obtenção de ganhos de natureza especulativa com movimentos nos mercados de ações. O estudo – baseado em modelos econométricos utilizados para aferir volatilidade –, após verificar que a série de IED é historicamente menos volátil que a de investimentos em carteira, em função da natureza dos movimentos especulativos destinados à obtenção de ganhos financeiros de curto prazo, constata deslocamento para cima dos indicadores de volatilidade da primeira, aproximando-se dos níveis apresentados por esta última.

3 BAIXO CRESCIMENTO E DESEQUILÍBRIOS: 2011-2013

O ritmo da economia brasileira em 2011 apresentou sensível desaceleração, em reação às medidas restritivas adotadas em 2010, o que resultou em expansão do PIB de apenas 2,7%. Na época, a análise de conjuntura buscou detalhar os principais fatores por trás deste resultado. O primeiro ponto abordado dizia respeito ao crescimento “herdado” pelo PIB no início de 2011. A forte expansão verificada em 2010, quando o PIB registrou alta de 7,5%, foi construída a partir de trajetória caracterizada por taxas decrescentes ao longo desse ano. Sendo assim – e pelo fato de a taxa de variação real do PIB ser calculada com base na comparação entre o nível médio de um ano e o do ano anterior –, esta combinação acabou provocando redução do carregamento estatístico para 2011, que passou de 3,7% para 1,7%.

Dito isso, embora a trajetória de crescimento do PIB em 2010 tenha sido mais suave a partir do segundo trimestre, o ritmo de expansão do consumo das famílias voltou a acelerar nos dois últimos períodos desse ano. Além disso, a economia brasileira foi afetada no segundo semestre por um choque altista dos

3. Investimento direto (ID): estrangeiro ou nacional. *Conjuntura em Foco*, ano 3, n. 15, ago. 2011.

preços internacionais das *commodities*, que – ao pressionar os itens relacionados ao grupo alimentos – provocou o aumento das taxas de inflação. Como colocado anteriormente, a combinação entre ritmo ainda acelerado de consumo e choque exógeno de preços fez com que o governo optasse por colocar um freio na atividade econômica. Na época, inclusive, esta decisão também contou com a participação da política fiscal, refletida em reforço do comprometimento com a chamada meta “cheia” de *superavit* primário – ou seja, sem descontar os investimentos relacionados ao PAC. Todavia, o dinamismo ainda presente no mercado de trabalho e os ganhos reais da massa salarial acabaram conferindo certa resiliência à demanda, que se refletia no desempenho das vendas no comércio e do dinamismo presente no setor de serviços.

Desse modo, como os fundamentos da demanda ainda se mostravam relativamente sólidos, grande parte da desaceleração ocorrida na economia brasileira em 2011 esteve associada aos setores ligados à oferta; mais precisamente, à indústria, que já vinha perdendo fôlego desde o segundo trimestre de 2010. Pela sua importância, este tema foi objeto de análise do grupo de conjuntura em diversas oportunidades. Na época, a estagnação da indústria estava inserida em debate acerca da queda da sua participação em relação aos demais setores produtivos, em cenário onde a demanda interna estaria crescendo mais rapidamente que a produção doméstica de bens industriais. Este excesso de demanda poderia ser suprido – no curto prazo – por desacúmulo de estoques, mas em períodos mais longos de tempo tal diferença levaria necessariamente a um crescimento das importações e/ou a uma contração das exportações – em outras palavras, a uma redução das exportações líquidas. Dentro deste contexto, a nota técnica de Carvalho e Ribeiro⁴ – presente na *Carta de Conjuntura* nº 17, de dezembro de 2012 – apresentava metodologia para o cálculo dos chamados indicadores de consumo aparente, definidos como o total da produção de um bem, adicionada das importações e subtraída das exportações. Com base em dados de alta frequência, estes indicadores foram calculados para a indústria geral e de transformação, bem como para os bens classificados segundo categorias de uso: de capital, intermediários e de consumo – duráveis, semiduráveis e não duráveis. Posteriormente, esta mesma metodologia foi aplicada no nível setorial, conforme a Classificação Nacional de Atividades Econômicas (Cnae), do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).⁵ Entre outros resultados, o estudo permitiu evidenciar que, embora a produção doméstica ainda mantivesse participação amplamente dominante no consumo aparente, as importações vinham ganhando espaço na demanda doméstica por estes bens, o que era corroborado, por

4. CARVALHO, L. M.; RIBEIRO F. J. Indicadores de consumo aparente de bens industriais. *Carta de Conjuntura*, n. 17, dez. 2012. Republicada no anexo 18 deste livro.

5. CARVALHO, L. M.; RIBEIRO, F. J. Indicadores de consumo aparente de bens industriais por setor de atividade. *Carta de Conjuntura*, n. 19, jun. 2013.

exemplo, pelos coeficientes de penetração de importações calculados por instituições como a Confederação Nacional da Indústria (CNI) e a Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp). Ainda sobre este tema, a metodologia de cálculo dos indicadores de consumo aparente permitiu a construção de indicador mensal para a FBCF, estimado por meio da soma ponderada do consumo aparente de máquinas e equipamentos (bens de capital) com um indicador de construção civil, obtido a partir da produção física de insumos para este setor.

O mau desempenho da indústria ganharia ainda mais importância no debate econômico em meados do terceiro trimestre de 2011, quando o governo reconheceu a existência de restrições pelo lado da oferta como parte do diagnóstico para o cenário de crescimento modesto apresentado pela economia nesta ocasião. Este tema foi amplamente comentado na *Carta de Conjuntura* nº 18, de março de 2013, que buscava entendimento sobre quais seriam os fatores que estariam restringindo o crescimento da indústria. Entre estes, destacaram-se o aumento do custo unitário do trabalho – pela combinação de queda de produtividade com aumento dos salários reais; o mau desempenho da FBCF; e um conjunto de fatores estruturais que estariam prejudicando a competitividade sistêmica do país, em geral reunidos no termo “custo Brasil”.

Com relação ao custo unitário do trabalho, o aumento observado nos últimos anos resultava da combinação de queda de produtividade com aumento de salários reais. Dado que os repasses de custos a preços, no setor manufatureiro, encontravam-se limitados pela competição dos produtos importados, havia uma consequente redução da margem de lucro na indústria. Este aumento de custo se tornava ainda mais problemático em contexto de valorização da taxa de câmbio real. Até mesmo tendo sofrido alguma desvalorização a partir de meados de 2011, esta taxa permanecia em patamar considerado excessivamente apreciado, o que teria reduzido a competitividade dos produtos nacionais no mercado externo, além de acirrar a concorrência entre a produção voltada para o mercado doméstico e os similares importados.

Com efeito, após se recuperar da forte queda causada pela crise financeira internacional de 2008 – que interrompeu um longo período de crescimento –, os níveis de produtividade do trabalho na indústria passaram a declinar, acompanhando a trajetória da produção. Grande parte deste comportamento esteve associada à resiliência apresentada pelo emprego industrial, a despeito da queda da produção. Dois fatores ajudam a explicar este fenômeno, denominado de retenção de trabalho (*labor hoarding*). Um destes foi o crescimento da formalização, que – ao elevar os custos associados a possíveis demissões – conferia inércia maior aos movimentos da população ocupada. O segundo fator estaria ligado à escassez de mão de obra qualificada em vários setores da indústria, o que teria levado as empresas a investir

mais no treinamento dos novos funcionários e aumentar, assim, sua importância no processo produtivo. Paralelamente, os rendimentos auferidos pelos trabalhadores mantiveram trajetória ascendente, em ambiente caracterizado por taxa de desemprego historicamente baixa, com a pressão proveniente dos aumentos salariais em outros setores – especialmente comércio e serviços – espalhando-se para os demais ramos da economia.

Quanto à formação bruta de capital fixo, é fato que a taxa de investimento do país permanecia em nível considerado insuficiente não só para promover aumento mais expressivo da capacidade produtiva, mas também para permitir ganhos mais consistentes de produtividade. Adicionalmente, verificava-se também baixo investimento das empresas privadas em projetos de pesquisa e desenvolvimento (P&D), o que limitou o desenvolvimento de novas atividades. Quanto aos fatores estruturais que estariam prejudicando a competitividade sistêmica do país, o grupo de conjuntura destacava: *i)* os gargalos associados a uma infraestrutura precária, caracterizada pela má conservação das estradas, baixa eficiência dos portos e tributação excessiva da energia; *ii)* a alta carga tributária, eleita nas sondagens industriais como um dos principais fatores restritivos para o desempenho da produção industrial; *iii)* o elevado grau de burocracia existente na economia, que representa sério entrave para o crescimento, em particular, das empresas de menor porte; e *iv)* o baixo nível de escolaridade e capacitação da população, tendo como consequência um contingente de capital humano com baixa produtividade.

A análise também destacava que parte das explicações para a fraca *performance* da indústria também poderia estar associada a fatores de demanda. Suspeitava-se que parte relevante do aumento do consumo das famílias no país tenha recaído sobre os serviços, e não sobre os bens industriais, o que estaria de acordo com o que se verificava nos índices de preços, que mostravam inflação persistentemente mais elevada nos serviços – da ordem de 8% a.a. a 9% a.a. no IPCA. Enquanto os bens de consumo duráveis registravam deflação em vários momentos, os bens semi e não duráveis apresentavam taxas de inflação razoavelmente estáveis e inferiores ao IPCA total. A demanda de bens industriais também poderia estar sendo limitada pelos desdobramentos do mercado de crédito a partir do final de 2012 e, mais nitidamente, em 2013, com a desaceleração das novas concessões e o nível já relativamente elevado de endividamento das famílias, que já comprometiam, na época, mais de 20% de sua renda com o serviço destas dívidas.

Por fim, discutiam-se, também, os possíveis efeitos do cenário externo sobre a economia, de modo geral, e a indústria, especificamente. Além dos fatores já citados, o agravamento da conjuntura internacional – provocado pelo rebaixamento da dívida pública dos Estados Unidos no início de agosto de 2011, seguido por uma longa negociação pela elevação do teto de endividamento do país junto ao

Congresso americano –, assim como a deterioração da situação fiscal e financeira dos países da União Europeia, teria contribuído para deprimir ainda mais a confiança dos empresários, o que afetou negativamente as decisões sobre nível de produção e investimento. Havia, no grupo de conjuntura, a percepção de que o mundo ainda não se recuperara plenamente da crise financeira do período 2008-2009, com inúmeras incertezas pairando sobre o quadro econômico internacional, associadas ao agravamento da crise dos países europeus, à desaceleração da economia chinesa, aos problemas fiscais nos Estados Unidos e à capacidade de sustentação do crescimento em diversas regiões de economia emergente. Em termos práticos, o mundo vinha crescendo a taxas significativamente inferiores às observadas antes de 2008, com impactos negativos sobre os fluxos de comércio mundial e outras variáveis relevantes. No caso brasileiro, a despeito de as exportações representarem menos de 10% do PIB e apenas 18% do faturamento do setor industrial, parecia haver correlação bastante forte entre a produção industrial doméstica e o comércio mundial, mais especificamente o *quantum* das importações mundiais. Se, por um lado, a lenta recuperação da economia mundial – refletida em fraco desempenho das importações mundiais – retraía a demanda externa pelos nossos produtos, por outro, tornava o país um dos alvos preferenciais para a entrada de produtos estrangeiros, dado o potencial do mercado interno brasileiro.

Diante desse quadro, após crescer apenas 0,4% em 2011 – na média do ano –, a produção da indústria brasileira fechou 2012 com queda de 2,5%. Buscando melhor entendimento sobre este processo, a nota de Cavalcanti⁶ apresentava um exercício econométrico, tendo como objetivo identificar os principais determinantes das flutuações da produção industrial brasileira no período 2002-2012 e estimar a contribuição de cada um destes para explicar os níveis relativamente baixos de produção nos últimos anos. De acordo com os resultados apresentados, as variáveis cujos choques parecem ter sido mais relevantes na determinação do comportamento da indústria no período foram as variáveis externas, a taxa Selic e a inflação esperada; sendo que, em uma das especificações do modelo estimado, choques nos estoques e no custo do trabalho também exerceram impacto negativo relevante sobre a produção industrial. A análise destaca a importância dos choques externos na determinação das flutuações da produção industrial, principalmente se considerarmos que o Brasil ainda é um país relativamente fechado. Este resultado pode indicar a relevância de estudos visando entender em mais detalhes os mecanismos de transmissão dos choques externos à atividade doméstica.

A percepção de que o ritmo de crescimento da economia brasileira estava sendo negativamente afetado por um grupo diverso de fatores – tanto do lado da

6. CAVALCANTI, M. C. Uma análise econométrica da evolução da indústria de transformação brasileira no período 2002-2012. *Carta de Conjuntura*, n. 18, mar. 2013. Republicada no anexo 19 deste livro.

oferta quanto do lado da demanda – provocou mudança de direção na política monetária conduzida pelo BCB e deu início a um forte ciclo de redução da taxa de juros ao final de agosto de 2011, assim como à reversão de algumas das medidas macroprudenciais adotadas em dezembro de 2010. Esta reorientação na política do governo, que incluía um conjunto de outras medidas visando estimular tanto o consumo quanto a produção industrial, tinha como principal objetivo evitar que a atividade econômica entrasse em círculo vicioso, uma vez que a manutenção dos níveis de incerteza em patamares elevados tenderia a paralisar as decisões sobre novos endividamentos por parte das famílias e sobre novos projetos de investimento por parte dos empresários, o que poderia – a partir de algum momento – contaminar de maneira mais acentuada o mercado de trabalho e reduzir ainda mais a demanda.

Apesar do esforço do governo, a crescimento do PIB em 2012 desacelerou de 2,7% para 1,0%. Apesar de apresentar trajetória caracterizada por gradual e moderada aceleração ao longo desse ano, o resultado apontava para taxa de crescimento médio de 0,5% por trimestre, apenas 0,2 ponto percentual (p.p.) superior à registrado em 2011. Pelo lado da oferta, o mau desempenho deveu-se basicamente ao setor industrial, que registrou queda de 2,5%. Pelo lado da demanda, o destaque negativo foi o recuo de 4,0% da FBCF. Este cenário não sofreu alteração relevante no ano seguinte e, embora o PIB tenha apresentado alta de 2,5% em 2013 – com desempenho mais favorável no primeiro semestre –, o quadro geral continuava apontando para acomodação da atividade econômica, ao destacar o caráter volátil dos indicadores, especialmente os relacionados à indústria. Esta volatilidade indicava comportamento bastante sensível a fatores pontuais, entre os quais eram destacados pelo grupo de conjuntura: o excepcional crescimento da safra agrícola; os incentivos à aquisição de bens de capital, no âmbito do Programa de Sustentação do Investimento (PSI); e as desonerações tributárias a setores produtores de bens de consumo duráveis – por exemplo, a indústria automobilística.

Esses fatores ajudavam a explicar – pelo lado da demanda – o forte crescimento exibido pela FBCF em 2013, que, após recuar 4,0% no ano anterior, registrou alta de 5,2%. Este resultado, no entanto, não foi suficiente para provocar melhoria substantiva na taxa de investimentos a preços correntes, que aumentou em apenas 0,2 p.p., passando de 18,2% para 18,4%. Além disso, a taxa de poupança doméstica caiu para 13,8% em 2013, de 14,6% em 2012, sendo esta sua pior marca desde 2001. O forte avanço da poupança externa, que passou de 3,0% do PIB, em 2012, para 4,1% do PIB, em 2013, cobriu a diferença entre investimentos e poupança doméstica. Na prática, a maior parte do crescimento da demanda por bens industriais havia sido, mais uma vez, suprida por importações – especialmente de bens intermediários e de consumo. Considerando-se a economia como um todo, a demanda doméstica voltava a crescer a um ritmo superior ao da oferta em 2013 (3,1% contra 2,5%), o que implicou contribuição negativa do setor externo para

a economia – em outros termos, aumento do *deficit* em transações correntes do balanço de pagamentos. O fato de isto ocorrer até mesmo em contexto de demanda mais fraca reforçava a percepção sobre a existência de restrições pelo lado da oferta.

Embora ainda fosse o principal sustentáculo da atividade econômica, respondendo por 61,9% da variação do PIB em 2013, o consumo das famílias já começava a apresentar sinais de perda de fôlego. Destacavam-se na época como possíveis razões para este fenômeno: a acomodação do mercado de trabalho, com desaceleração dos rendimentos e dos níveis de ocupação; a desaceleração das concessões de crédito ao consumo, negativamente influenciadas pelo aumento das taxas de juros; e a inflação persistentemente acima da meta, aumentando a incerteza quanto à evolução futura do poder de compra real. Como reflexo, as pesquisas qualitativas seguiam captando quedas recorrentes dos índices de confiança do consumidor. Pelo lado da oferta, a queda de desempenho – antes concentrada na indústria –, já parecia atingir também o setor de serviços, que vinha registrando quadro de baixo crescimento acompanhado de forte aumento de postos de trabalho, o que refletia problemas de produtividade – e cuja inflação vinha se mantendo persistentemente acima da média da economia. Com efeito, a alta dos serviços no PIB em 2013 havia sido de apenas 2,0%, semelhante à de 2012 e inferior à dos anos anteriores.

Segundo destacava o grupo de conjuntura, ao contrário de outros períodos de baixo crescimento, este ciclo apresentava algumas peculiaridades. Em primeiro lugar, não se originou de crises externas severas e/ou de fortes medidas de aperto monetário. Em segundo lugar, o mercado de trabalho não sofreu impactos significativos. Na verdade, como já citado em passagem anterior, a taxa de desemprego manteve-se em queda contínua e alcançou seu mínimo histórico em 2012 (5,5%), com forte geração de empregos formais. Em terceiro, a inflação manteve-se sempre acima da meta oficial, ao passo que, em outros momentos de desaceleração, registrou reduções importantes. E, por último, a atividade não reagiu da maneira esperada às reduções de taxas de juros e a um amplo conjunto de estímulos fiscais. Pelo contrário, verificou-se desaceleração do consumo. A este respeito, no âmbito das questões tratadas pelo grupo de conjuntura ao longo do período, era frequente a busca por melhor entendimento sobre as variáveis consideradas relevantes para a economia. Com esta motivação, a nota técnica elaborada por Santos – publicada na *Carta de Conjuntura* nº 17, de dezembro de 2012⁷ – propunha-se a revisitar as estimativas propostas por Schettini *et al.* (2010) sobre a dinâmica trimestral do consumo das famílias, medindo como este se correlacionava com alguns dos seus principais fatores condicionantes. Dentre os principais resultados do trabalho, que se mostraram robustos à implementação de várias técnicas econométricas, o consumo

7. DOS SANTOS, C. H. M.; TEIXEIRA, T. H. Revisitando a dinâmica trimestral do consumo das famílias. *Carta de Conjuntura*, n. 17, dez. 2012. Republicada no anexo 17 deste livro.

das famílias mostrou-se positivamente correlacionado com as variáveis crédito às pessoas físicas – em proporção do PIB – e renda disponível do setor privado, as quais explicam parte da desaceleração verificada no consumo nesse período. Por sua vez, como seria esperado, a taxa real de juros apresentou correlação negativa com o consumo.

4 ELEMENTOS CENTRAIS

Como pôde ser notado nas seções anteriores, o debate econômico foi bastante rico ao longo do período tratado neste capítulo, sugerindo importantes temas e impondo desafios, não somente para os formuladores de políticas públicas, como também para os analistas de conjuntura. Dentro deste contexto, algumas questões mereceram maior atenção e estão presentes de forma recorrente nas análises. Além das variáveis cujas trajetórias são mais influenciadas pelos movimentos de curto prazo – como é o caso da atividade econômica, da inflação, do nível de emprego, entre outros exemplos –, o grupo de conjuntura do Ipea procurou identificar sua relação com as restrições de cunho mais estrutural, contribuindo, desta forma, para o encaminhamento de soluções que favoreçam retomada do crescimento sem acirrar os desequilíbrios presentes na economia brasileira. Assim sendo, o grupo destacou ao longo do período 2009-2013 algumas questões – por exemplo: a participação do governo enquanto instrumento de fomento ao investimento privado; os determinantes para a desaceleração da economia a partir de 2011; o debate sobre as restrições pelo lado da oferta, *vis-à-vis* a política de estímulos à demanda; as mudanças no mercado de crédito; a dinâmica do consumo privado; a persistência da inflação; a resiliência do mercado de trabalho; e o aumento do *deficit* em transações correntes.

Após a rápida recuperação da recessão técnica ocorrida no início de 2009 – provocada pela crise financeira internacional –, a economia respondeu positivamente à política de estímulos à demanda adotada pelo governo, culminando com crescimento de 7,5% do PIB ao final de 2010. Ao longo do ano seguinte, porém, a atividade econômica foi perdendo força. A desaceleração da economia, provocada – no primeiro momento – pelo fraco desempenho do setor manufatureiro, foi um dos temas mais abordados nas análises do grupo. Esta questão ganhou ainda mais importância no debate econômico em meados do terceiro trimestre de 2011, quando o governo reconheceu a existência de restrições pelo lado da oferta como parte do diagnóstico para o crescimento modesto da economia até então. Na época, já era destacada nas análises a existência de possível descompasso entre demanda e oferta, que se refletia nas trajetórias discrepantes registradas pela produção industrial e pelo comércio varejista. Tendo como motivação a ausência de instrumental adequado para melhor entendimento desta questão, foi desenvolvida pelo grupo de conjuntura uma metodologia para a construção de indicadores de consumo aparente para bens

industriais, que – entre outros objetivos – visavam medir a influência do vazamento externo na oferta efetiva destes bens. Acreditando ser condição necessária para análise mais fidedigna dos fenômenos econômicos, este esforço voltado para a ampliação do conjunto de informações à disposição da sociedade sempre esteve presente entre os principais objetivos do grupo de conjuntura.

Ainda com relação ao mau desempenho da indústria, foi atribuída grande ênfase por parte do grupo ao descolamento verificado entre a produtividade e os salários pagos no setor manufatureiro, o que elevou, desta forma, o custo unitário do trabalho. Este fenômeno – associado às restrições impostas por taxa de câmbio excessivamente apreciada – vinha contribuindo para o encolhimento das margens de lucro dos empresários, notadamente nos setores produtores de bens comercializáveis, que sofrem a concorrência dos importados. Além destes fatores de ordem conjuntural, chamava-se atenção também para as questões estruturais, que – com os gargalos de infraestrutura, a carga tributária elevada, o alto grau de burocracia e a insuficiência de mão de obra especializada – compunham, entre outros problemas, o chamado “custo Brasil”. A busca por melhor entendimento sobre como superar esta letargia apresentada pela produção industrial – que, aparentemente, começava a contaminar os outros setores da economia – contribuiu para o surgimento de debate mais amplo acerca da percepção de que o modelo de crescimento com base nos estímulos à demanda já não seria suficiente para promover o crescimento da economia.

A estagnação da indústria contrastava, de certa forma, com o bom desempenho que setores ligados à demanda ainda sustentavam. Além do mercado de trabalho aquecido e da contínua elevação dos níveis de renda, o mercado de crédito teve grande importância para estimular o consumo interno. O crescimento da participação do crédito na economia brasileira foi um dos pontos em destaque no período analisado neste capítulo. Entre 2009 e 2013, o saldo das operações de crédito como proporção do PIB elevou-se de 42,1% para 54,7%. Este fato representou importante instrumento de inserção, na medida em que possibilitou a uma parcela importante da sociedade o acesso ao mercado de bens. Por sua vez, implicou também aumento dos níveis de inadimplência e endividamento por parte dos consumidores. Este debate suscitou acompanhamento criterioso destas variáveis pelo grupo de conjuntura, e o tema aparece na publicação *Conjuntura em Foco* nº 20, de agosto de 2012.⁸ No texto, o grupo avalia se o movimento recente destas séries no Brasil se assemelha ao ocorrido em determinados países – por exemplo, os Estados Unidos – onde a expansão irresponsável do crédito resultou na formação da chamada “bolha imobiliária”, examinando de forma comparada o recente fenômeno do avanço do crédito e da inadimplência na economia brasileira. Neste contexto, a

8. Crédito às pessoas físicas, inadimplência e a crise internacional. *Conjuntura em Foco*, Ano 4, n. 20, ago. 2012.

análise destaca que, embora o crédito já viesse crescendo a taxas elevadas há alguns anos, o endividamento das famílias brasileiras com o sistema financeiro ainda era baixo comparativamente ao nível alcançado nos países em crise. Até mesmo o crédito imobiliário, que cresceu bem acima da média das demais modalidades nos últimos anos (4,5% do PIB no final de 2011), ainda se encontrava em patamar muito inferior ao apresentado pelos Estados Unidos (65% do PIB) e, inclusive, por países emergentes, como a África do Sul (27% do PIB). Na verdade, o dado que suscita maior preocupação é o de comprometimento de renda das famílias com o serviço das dívidas (juros e amortizações) junto ao sistema financeiro, o qual, não obstante, se mantém em torno de 22% desde o segundo semestre de 2011. De acordo com o *Relatório nº 12/191* do Fundo Monetário Internacional (FMI) sobre o Brasil, de julho de 2012, o nível de comprometimento da renda no Brasil estava alto na comparação com outros países emergentes da América Latina – por exemplo, em relação ao México (em torno de 5%) e ao Chile (algo como 15%) –, enquanto no caso dos Estados Unidos o nível de comprometimento da renda estava em 11% no primeiro trimestre desse ano.

Como colocado anteriormente, o forte crescimento dos níveis de ocupação foi um dos sustentáculos para o bom desempenho da demanda. As questões envolvendo a dinâmica do mercado de trabalho estiveram sempre presentes no debate econômico, sendo tema de vários estudos realizados pelo grupo de conjuntura no período coberto por este capítulo. O ciclo de crescimento econômico ocorrido durante o interregno anterior (2004-2008) apresentou como uma de suas principais características forte incorporação de mão de obra. Com trajetória bastante regular, o processo de redução das taxas de desocupação iniciou-se em meados de 2003 e – entre outros aspectos – veio acompanhado de aumento do grau de formalização da economia. Tomando-se a formalização pelo critério da participação do emprego com carteira de trabalho no conjunto da ocupação, pode-se verificar que jamais se esteve em patamar tão elevado desde a mudança na metodologia da Pesquisa Mensal de Emprego, do IBGE, ocorrida em março de 2002. Disto, surgiam duas implicações importantes associadas às questões que desafiavam os analistas e os formuladores de políticas públicas. Embora o ciclo anterior tenha acabado com o advento da crise financeira global em 2008, a economia brasileira continuou a gerar empregos, que – mesmo em ritmo menor – levaram as taxas de desocupação a sucessivos mínimos históricos. Com isto, começaram a ocorrer gargalos em alguns setores produtivos, o que sugeria que poderíamos estar próximos a uma situação de pleno emprego. Na época, a publicação *Conjuntura em Foco* nº 16, de setembro de 2011,⁹ lançou alguma luz sobre este tema, ao discutir – entre outras coisas – a adequação dos indicadores disponíveis, o que envolvia questões amostrais, como

9. A dinâmica do mercado de trabalho e suas possíveis implicações sobre o pleno emprego na economia brasileira: uma análise preliminar. *Conjuntura em Foco*, Ano 3, n. 16, set. 2011.

a necessidade de abrangência representativa e conceitual, bem como a urgência de inclusão de outras categorias de emprego envolvendo questões amostrais, como a necessidade de uma abrangência representativa, e conceitual, como a necessidade de inclusão de outras categorias de emprego. Outra implicação importante decorre do fato de que, embora o aumento da formalização – anteriormente citado – estivesse ocorrendo em praticamente todos os principais setores da economia, foi no setor terciário que este se fez mais presente. E sendo este um setor onde a produtividade é mais baixa, os ganhos reais de salários auferidos durante todo o período passaram a pressionar a inflação, uma vez que os repasses para eventuais elevações de custos não sofriam as restrições que existiam nos setores produtores de bens. Esta relação entre a dinâmica do mercado de trabalho e a inflação foi abordada na publicação *Conjuntura em Foco* nº 14, de junho de 2011.¹⁰ O estudo destacava que a disparidade entre ganhos salariais e produtividade parecia ser uma das causas da aceleração da inflação no setor de serviços no Brasil. O fato de que o crescimento econômico vivido pelo país tenha proporcionado forte estímulo ao consumo potencializaria as pressões inflacionárias decorrentes das restrições do lado da oferta no mercado de serviços.

O aprofundamento dos desequilíbrios presentes na economia explicavam as baixas taxas de crescimento registradas pelo PIB na segunda metade do período abordado neste capítulo. A este respeito, muito tem se debatido sobre a possibilidade de esgotamento do modelo de crescimento baseado na expansão do consumo, que, de fato, vem desacelerando ao longo dos últimos anos. Embora as análises do grupo de conjuntura tenham sempre destacado a importância de enfrentar as chamadas restrições pelo lado da oferta, a demanda proveniente do consumo continuou exercendo papel relevante para estimular a economia até o final do período tratado neste capítulo, sempre baseada nos seus principais fundamentos de sustentação, quais sejam: baixo desemprego, aumento de renda real e expansão de crédito. Este quadro foi reforçado pelo crescimento dos gastos do governo, especialmente aqueles classificados como transferências de assistência e previdência social (Taps), que – em última instância – serão incorporadas à renda das famílias para financiar o consumo. Sobre as Taps, a nota elaborada por Santos – publicada na *Carta de Conjuntura* nº 20, de setembro de 2013¹¹ – descreve os procedimentos adotados para estimar uma série anual compatível com a publicação *Sistemas de Contas Nacionais: referência 2000*, do IBGE, para o período 1995-2012. Destacando a importância destas transferências – tanto em nível macroeconômico quanto em nível político –, o trabalho constata seu crescimento gradual e contínuo ao longo

10. As mudanças no mercado de trabalho e o impacto sobre a inflação no setor de serviços. *Conjuntura em Foco*, Ano 3, n. 14, jun. 2011.

11. DOS SANTOS, C. H. M. A dinâmica das transferências públicas de assistência e previdência (1995-2012). *Carta de Conjuntura*, n. 20, set. 2013. Republicada no anexo 20 deste livro.

de todo o período, tendo sido puxado pelos componentes que afetam mais diretamente o bem-estar dos extratos mais vulneráveis da população brasileira. Por sua vez, esta discussão também ensejava no grupo de conjuntura preocupações com a evolução das contas fiscais do governo, que já vinham apresentando alguma deterioração desde 2012.

Esse tema, entre tantos outros, tem sido fonte inesgotável de estímulo para debate que vem se tornando cada vez mais amplo e enriquecedor, tendo como pano de fundo objetivo que é comum a todos: a busca por um país mais justo e inclusivo. Longe de almejar esgotar qualquer assunto ou argumento, a contribuição do grupo de conjuntura ao longo de todos estes anos tem sido no sentido de fornecer mais instrumentos para que a sociedade se sinta estimulada a participar cada vez mais desta troca de ideias e opiniões. Além disso, de maneira isenta e objetiva, temos procurado avaliar caminhos e apontar alternativas para que os formuladores de política consigam superar os desafios que se colocam desfavoráveis ao alcance desta trajetória de crescimento sustentável e robusto para a economia brasileira.

REFERÊNCIAS

FMI – FUNDO MONETÁRIO INTERNACIONAL. **Brazil:** 2012 article IV consultation – staff report; public information notice on the executive board discussion; and statement by the executive director for Brazil. Washington: FMI, jul. 2012. (Relatório de País do FMI, n. 12/191).

GOBETTI, S. **Qual é a real taxa de investimento público no Brasil?** Ipea, 2010. Mimeografado.

IPEA – INSTITUTO DE PESQUISA ECONÔMICA APLICADA. Formação bruta de capital fixo e investimento público no novo ciclo de crescimento do Brasil. **Conjuntura em Foco**, Ano 2, abr. 2010.

SCHETTINI, B. P. *et al.* **Novas evidências empíricas sobre a dinâmica trimestral do consumo agregado das famílias brasileiras no período 1995-2009.** Brasília: Ipea, 2010. (Texto para Discussão, n. 1614).

CRONOLOGIA DA ECONOMIA BRASILEIRA: PRINCIPAIS FATOS DO PERÍODO 1987-2013

- 16/06/1987 – Dois meses após assumir o Ministério da Fazenda, Luiz Carlos Bresser-Pereira anuncia um novo plano de estabilização de cunho heterodoxo, conhecido como “Plano Bresser”.
- 06/01/1988 – Com o fracasso do Plano Bresser, o presidente José Sarney nomeia como seu ministro da Fazenda Maílson Ferreira de Nóbrega, que inaugura uma política econômica que se propunha ser ortodoxa e gradualista (Giambiagi *et al.*, 2011, p. 117), com o objetivo de estabilizar a inflação no patamar de 15% ao mês e reduzir o *deficit* público. A nova política econômica ficou conhecida como “política do feijão com arroz”.
- 02/06/1988 – A Assembleia Constituinte aprova o mandato de cinco anos do presidente José Sarney.
- 09/1988 – Assinado o acordo que decretava o fim da moratória do pagamento dos juros da dívida externa.
- 05/10/1988 – É promulgada a Constituição brasileira, batizada de “Constituição Cidadã”.
- 14/01/1989 – Anúncio de um novo plano de combate à inflação, chamado de “Plano Verão”, que estabelecia mais um congelamento de preços e salários e preconizava a redução do *deficit* público. Uma nova moeda é criada, o cruzado novo, que correspondia a mil cruzados.
- 11/1989 – O economista americano John Williamson formula uma lista de reformas que os países emergentes deveriam adotar para atingirem uma trajetória de crescimento sustentado. A lista ficaria conhecida como “Consenso de Washington”.
- 09/11/1989 – Queda do Muro de Berlim.
- 17/12/1989 – Em uma eleição acirrada, Fernando Collor de Mello é eleito presidente da República, derrotando, no segundo turno, Luiz Inácio Lula da Silva.
- 15/03/1990 – Fernando Collor de Mello assume a Presidência da República e nomeia a economista Zélia Cardoso de Mello como ministra da Fazenda.

- 16/03/1990 – É lançado o Plano Collor, que objetivava resolver o problema da inflação por meio da desindexação da economia e de medidas drásticas de controle da liquidez – todas as aplicações financeiras acima de 50 mil cruzados novos foram bloqueadas, inclusive contas-correntes e cadernetas de poupança (Carvalho, 2003, p. 288). O plano reintroduz o cruzeiro como unidade monetária, em substituição ao cruzado novo.
- 12/04/1990 – O Plano Nacional de Desestatização é criado com o objetivo de “reordenar a posição estratégica do Estado na economia, transferindo à iniciativa privada atividades indevidamente exploradas pelo setor público” (Brasil, 1997).
- 03/11/1990 – Reunificação da Alemanha.
- 31/01/1991 – É lançado o Plano Collor II, nova tentativa de reduzir a inflação, com foco no corte de despesas públicas, na modernização do parque industrial brasileiro e na desindexação da economia.
- 26/03/1991 – Brasil, Argentina, Uruguai e Paraguai assinam o Tratado de Assunção, dando origem ao Mercado Comum do Sul (Mercosul).
- 10/05/1991 – Marcílio Marques Moreira assume o Ministério da Fazenda.
- 31/12/1991 – Fim da União Soviética.
- 01/1992 – Assinado acordo com o Clube de Paris, com o objetivo de reestruturar parcela da dívida do setor público. O acordo não teve o aval do Fundo Monetário Internacional (FMI).
- 12/08/1992 – É criado o Nafta, zona de livre comércio entre Canadá, Estados Unidos e México.
- 29/09/1992 – Após denúncias de corrupção, a Câmara dos Deputados aprova o pedido de *impeachment* e o presidente Fernando Collor de Mello é afastado. Seu vice, Itamar Franco, assume o cargo de presidente da República.
- 02/10/1992 – Marcílio Marques Moreira é substituído por Gustavo Krause Sobrinho no Ministério da Fazenda.
- 16/12/1992 – Após um curto período de tempo, Gustavo Krause Sobrinho deixa a pasta da Fazenda, sendo substituído por Paulo Haddad.
- 29/12/1992 – Fernando Collor de Mello renuncia ao cargo de presidente da República.
- 01/03/1993 – Eliseu Resende é anunciado como novo ministro da Fazenda.
- 04/1993 – Privatização da Companhia Siderúrgica Nacional (CSN).

- 21/04/1993 – A população vota a favor do regime republicano e do sistema presidencialista, em plebiscito previsto por emenda da Constituição Federal de 1988.
- 19/05/1993 – Fernando Henrique Cardoso assume o Ministério da Fazenda, em substituição a Eliseu Resende.
- 14/06/1993 – É lançado o Programa de Ação Imediata (PAI), que previa uma série de medidas destinadas a ajustar as contas públicas, como corte de gastos, aumento de receita, diminuição da inadimplência de estados e municípios frente à União, fiscalização dos bancos estaduais, saneamento dos bancos federais e privatizações (Ianoni, 2009).
- 01/08/1993 – O cruzeiro real (CR\$) substitui o cruzeiro (Cr\$) como unidade monetária do Brasil, na equivalência de CR\$ 1,00 para Cr\$ 1 mil.
- 09/09/1993 – Pedro Sampaio Malan assume a presidência do Banco Central.
- 01/11/1993 – Entra em vigor o Tratado de Maastricht, criando a União Europeia.
- 28/02/1994 – É aprovado o Fundo Social de Emergência, com objetivo de sanear as contas públicas e financiar programas sociais. Junto com o PAI, o fundo teria como objetivo cumprir a primeira fase do Plano Real, a do ajuste fiscal (Giambiagi *et al.*, 2011, p. 143).
- 01/03/1994 – Entra em vigor a Unidade Real de Valor (URV) como padrão de valor monetário, com paridade de 1:1 em relação ao dólar norte-americano. Inicia-se a segunda fase do Plano Real, a desindexação (Giambiagi *et al.*, 2011, p. 147).
- 30/03/1994 – Fernando Henrique Cardoso deixa o Ministério da Fazenda para se candidatar à Presidência. Rubens Ricupero assume a pasta.
- 04/1994 – O Brasil adere ao Plano Brady, assinando um acordo de reestruturação de sua dívida externa. Por meio da substituição da dívida velha por bônus (os chamados *Brady Bonds*), o país obteve redução no valor de sua dívida externa, mediante a redução do principal ou das taxas de juros, bem como a extensão dos prazos de pagamento e a substituição de obrigações com taxas de juros flutuantes por títulos com taxas fixas. Representou o fim da “crise da dívida” iniciada no início dos anos 1980.
- 01/07/1994 – O real é lançado como a nova moeda (na razão de R\$ 1,00 para CR\$ 2.750,00 e R\$ 1,00 para 1 URV) e a URV é extinta.
- 06/09/1994 – Ciro Ferreira Gomes torna-se ministro da Fazenda, substituindo Rubens Ricupero.

- 07/12/1994 – A Empresa Brasileira de Aeronáutica S.A. (Embraer) é privatizada em leilão realizado na Bolsa de Valores de São Paulo (Bovespa).
- 12/1994 – O México começa a enfrentar uma crise ocasionada por grande saída de capitais e forte desvalorização cambial.
- 30/12/1994 – O Banco Central decreta intervenção no Banco do Estado de São Paulo (Banespa) e no Banco do Estado do Rio de Janeiro (Banerj).
- 31/12/1994 – Com o sucesso do Plano Real, a inflação do mês de dezembro foi de 0,57%.
- 01/01/1995 – Após vencer a eleição em primeiro turno, Fernando Henrique Cardoso assume a Presidência da República. Pedro Malan assume a pasta da Fazenda e Persio Arida torna-se presidente do Banco Central.
- 03/1995 – O contágio da crise mexicana leva o real a passar pelo seu primeiro momento de dificuldades, enfrentadas com ajuste da política cambial e elevação dos juros.
- 13/06/1995 – Gustavo Loyola assume a presidência do Banco Central no lugar de Persio Arida.
- 03/11/1995 – Implantação do Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer), que tinha por objetivo ordenar a fusão e incorporação de bancos a partir de regras ditadas pelo Banco Central.
- 08/11/1995 – O Senado Federal extingue o monopólio estatal do petróleo.
- 20/06/1996 – Criação do Comitê de Política Monetária (Copom) como o órgão decisório da política monetária do Banco Central do Brasil.
- 07/08/1996 – É lançado o Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (Proes), com o objetivo de privatizar, extinguir ou transformar em instituição não financeira (ou agência de fomento) os bancos estaduais (Brasil, 1996).
- 26/12/1966 – É criada a Agência Nacional de Energia Elétrica (Aneel).
- 04/04/1997 – É aprovada a Emenda Constitucional nº 16, que possibilita a reeleição de prefeitos, governadores e presidente.
- 06/05/1997 – Privatização da Vale do Rio Doce.
- 16/07/1997 – É criada a Agência Nacional de Telecomunicações (Anatel).
- 20/08/1997 – Gustavo Franco assume a presidência do Banco Central no lugar de Gustavo Loyola.

- 23/10/1997 – A Bolsa de Valores de Hong Kong fecha em queda de 10,4% por conta da crise financeira que se alastrava pelos países asiáticos (Tailândia, Malásia, Indonésia, Filipinas e Coreia do Sul).
- 29/07/1998 – Privatização das empresas do Sistema Telebrás.
- 17/08/1998 – A Rússia declara moratória de sua dívida externa.
- 23/09/1998 – A crise da Rússia leva à iminente quebra e resultante resgate do *Long Term Capital Management* (LTCM) –, um grande *hedge fund* administrado por vencedores do Prêmio Nobel e renomados operadores de Wall Street. Um grupo de quatorze bancos e corretoras, coordenado pelo FED, investiu US\$ 3,6 bilhões no LTCM, impedindo que entrasse em colapso e gerasse uma crise sistêmica internacional.
- 13/11/1998 – Diante de crescentes dificuldades para financiar seu *deficit* externo, o Brasil firma acordo com o FMI para receber um pacote de ajuda externa no valor de US\$ 41,5 bilhões.
- 15/12/1998 – Aprovada a reforma do sistema previdenciário brasileiro, por meio da Emenda Constitucional nº 20, que estabeleceu limites para as aposentadorias integrais, tais como idade mínima de 60 anos para homens e de 55 anos para mulheres, além da exigência de dez anos de serviço público e cinco anos no cargo em que se der a aposentadoria. Também extinguiu a aposentadoria proporcional para os servidores que ingressaram no serviço público após sua promulgação e transformou tempo de serviço em tempo de contribuição. Também extinguiu as aposentadorias especiais, exceto aquelas que prejudiquem a saúde ou a integridade física, bem como a do professor no exercício das funções de magistério na educação infantil e no ensino fundamental e médio.
- 01/01/1999 – Após reeleição, Fernando Henrique Cardoso assume seu segundo mandato de presidente da República.
- 01/01/1999 – Entrada em vigor do euro como novo padrão monetário dos países pertencentes à União Europeia.
- 13/01/1999 – Francisco Lopes assume a presidência do Banco Central com a saída de Gustavo Franco.
- 18/01/1999 – Diante da contínua saída de recursos para o exterior e a perda de reservas, o Brasil abandona a taxa cambial administrada e adota o regime de câmbio flutuante. O real sofre forte desvalorização.
- 02/02/1999 – O diretor de Assuntos Internacionais do Banco Central, Demóstenes Madureira de Pinho Neto, assume interinamente a presidência do banco no lugar de Francisco Lopes.

- 04/03/1999 – Armínio Fraga torna-se presidente do Banco Central.
- 21/06/1999 – O Brasil adota formalmente o regime de metas de inflação como diretriz da política monetária.
- 26/11/1999 – Aprovada a Lei nº 9.876, que criava o “fator previdenciário” para as aposentadorias concedidas pelo Instituto Nacional do Seguro Social (INSS).
- 10/03/2000 – Estoura a bolha das empresas de internet nos Estados Unidos.
- 04/05/2000 – É aprovada a Lei Complementar nº 101, conhecida como Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), que estabelecia tetos para as despesas e para o endividamento em cada um dos poderes nas três esferas da Federação.
- 01/07/2001 – Início do racionamento de energia, que duraria até fevereiro de 2002.
- 11/09/2001 – Os Estados Unidos sofrem atentados terroristas. O World Trade Center, em Nova York, é destruído quando dois aviões sequestrados atingem as torres gêmeas. Outro atinge o Pentágono, em Washington, e um quarto cai na Pensilvânia.
- 14/09/2001 – O governo brasileiro assina novo acordo *stand-by* com o FMI no valor de US\$ 15,6 bilhões, com validade até dezembro de 2002.
- 23/12/2001 – A Argentina declara moratória unilateral de sua dívida, no montante total de US\$ 132 bilhões.
- 06/01/2002 – A Argentina abandona o sistema de conversibilidade de sua moeda, eliminando a paridade de 1:1 do peso com o dólar. A moeda do país sofre forte desvalorização.
- 22/06/2002 – Luiz Inácio Lula da Silva, candidato à Presidência da República pelo Partido dos Trabalhadores (PT), apresenta a “Carta ao Povo Brasileiro”, em que busca afastar a especulação de um possível calote no pagamento das dívidas do governo e sinalizar a manutenção de políticas macroeconômicas: “Premissa dessa transição será naturalmente o respeito aos contratos e obrigações do País. (...) A estabilidade, o controle das contas públicas e da inflação são hoje um patrimônio de todos os brasileiros” (LEIA..., 2002).
- 07/08/2002 – O Brasil firma novo acordo *stand-by* com o FMI, por quinze meses, no montante de US\$ 30 bilhões.
- 10/10/2002 – Após meses de especulação acerca dos efeitos sobre a política econômica de uma provável vitória de Luiz Inácio Lula da Silva, do PT, o dólar atingiria sua cotação máxima de R\$ 4,00 ao longo do pregão, tendo fechado o dia sendo cotado a R\$ 3,92.

- 27/10/2002 – Luiz Inácio Lula da Silva é eleito presidente da República, em segundo turno.
- 01/01/2003 – Luiz Inácio Lula da Silva assume a Presidência da República e nomeia Henrique Meirelles para o cargo de presidente do Banco Central, Antônio Palocci Filho para ministro da Fazenda e Guido Mantega para ministro do Planejamento.
- 28/02/2003 – O novo governo aumenta a projeção de *superavit* fiscal de 3,75% para 4,25% do produto interno bruto (PIB), em carta de intenção para o FMI, reafirmando o compromisso de austeridade.
- 01/05/2004 – A União Europeia é ampliada com a entrada de Polônia, República Checa, Hungria, Eslováquia, Eslovênia, Lituânia, Letônia, Estônia, e das ilhas de Chipre e Malta, acrescentando 75 milhões de habitantes à população do bloco e aumentando em um terço seu território.
- 14/12/2005 – O Brasil anuncia pagamento antecipado ao FMI (US\$ 15 bilhões), liquidando as operações de empréstimo com a instituição.
- 27/03/2006 – Guido Mantega é nomeado ministro da Fazenda substituindo Antônio Palocci.
- 29/10/2006 – Luiz Inácio Lula da Silva é reeleito presidente da República em segundo turno.
- 21/12/2006 – É anunciada uma nova regra de reajuste para o salário mínimo para o período 2007-2011, com base no Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) do ano imediatamente anterior e taxa de crescimento real do PIB de dois anos antes. No ano t , o salário é reajustado pela inflação do ano $t-1$ e crescimento do PIB de $t-2$. Essa regra constava de protocolo de intenções assinado entre o governo e centrais sindicais. A fixação anual do salário mínimo era realizada por meio de lei ordinária a cada reajuste.
- 28/01/2007 – Lançamento do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), com previsão de investimentos de R\$ 503,9 bilhões até 2010 em obras de infraestrutura, incluindo orçamentos públicos, de empresas estatais e investimentos privados.
- 08/11/2007 – É oficialmente divulgada pela Petrobras a descoberta do campo petrolífero de Tupi (denominado posteriormente “Campo Lula”), o primeiro campo descoberto do pré-sal. Suas reservas foram estimadas entre 5 e 8 bilhões de barris de petróleo do tipo leve, além de gás natural.

- 13/12/2007 – É rejeitada pelo Senado Federal a prorrogação da Contribuição Provisória sobre a Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira (CPMF) até 2011. Com isso, haveria perda de receita estimada para 2008 em R\$ 40 bilhões.
- 02/01/2008 – O preço do petróleo atinge US\$ 100 por barril pela primeira vez na história.
- 17/03/2008 – O banco de investimentos J. P. Morgan Chase se dispõe a resgatar o rival Bear Stearns. O FMI alerta para a crise de crédito.
- 07/09/2008 – O governo dos Estados Unidos anuncia o resgate das empresas hipotecárias Fannie Mae e Freddie Mac, para evitar o colapso do mercado imobiliário americano.
- 15/09/2008 – O banco de investimentos americano Lehman Brothers anuncia a concordata depois da recusa do governo dos Estados Unidos em resgatar a instituição. Esse momento é considerado o marco inicial da crise financeira internacional.
- 16/09/2008 – A seguradora AIG, que emitiu garantias de crédito para empréstimos *subprime*, é resgatada com um pacote de US\$ 85 bilhões do Tesouro dos Estados Unidos. O pacote consistia na compra de ativos lastreados em hipotecas detidos pelo sistema financeiro americano na época. Até junho de 2010, o FED compraria cerca de US\$ 2,1 trilhões em ativos, sendo esta política denominada, posteriormente, como Quantitative Easing 1 (QE1).
- 19/09/2008 – O Tesouro americano anuncia pacote de resgate do sistema financeiro no montante de US\$ 700 bilhões, que seria aprovado em outubro do mesmo ano.
- 04/11/2008 – Barack Obama é eleito presidente dos Estados Unidos.
- 02/04/2009 – Em encontro em Londres, como forma de conter a crise mundial, o G20 anuncia injeção de US\$ 1 trilhão para combater os efeitos da crise financeira global. Desse montante, US\$ 750 bilhões seriam destinados a capitalizar o FMI e US\$ 250 bilhões seriam destinados a investimentos para impulsionar o comércio global.
- 10/07/2009 – Criação do Programa de Sustentação do Investimento (PSI) em resposta à crise econômica, com o objetivo de financiar a produção e aquisição de máquinas e equipamentos produzidos no país, credenciados pelo Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).
- 02/10/2009 – Anúncio do Rio de Janeiro como sede da Olimpíada em 2016.

- 29/03/2010 – Lançamento do PAC 2, com previsão de gastos de R\$ 1,59 trilhão entre 2011 e 2014, com foco principal em áreas como moradia e saúde.
- 27/04/2010 – A agência de *rating* Standards & Poor's rebaixa a nota dos títulos da dívida pública da Grécia para grau especulativo, quatro dias após a ativação de um empréstimo de resgate de € 45 bilhões junto à União Europeia e ao FMI. Esse fato provocou o declínio dos mercados de ações em todo o mundo e aprofundou a crise da dívida soberana europeia.
- 02/05/2010 – A União Europeia e o FMI concordam com um pacote de resgate de € 110 bilhões para a Grécia. O pacote envolve, como contrapartida, medidas agudas de austeridade por parte do governo grego.
- 04/10/2010 – O ministro da Fazenda, Guido Mantega, anuncia que o governo decidiu dobrar a alíquota do Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) incidente em operações de estrangeiros no mercado de renda fixa brasileiro de 2% para 4%. Nos meses subsequentes, a medida seria seguida de diversas outras que tentavam reduzir a entrada de capitais especulativos no país e a apreciação do real.
- 31/10/2010 – Dilma Rousseff é eleita presidente da República, em segundo turno.
- 03/11/2010 – Início do Quantitative Easing 2 (QE2). O FED anuncia a injeção de até US\$ 600 bilhões em *Treasury securities* até o segundo trimestre de 2012.
- 03/12/2010 – O Banco Central anuncia uma série de medidas para conter a expansão do crédito, tais como o aumento dos depósitos compulsórios para operações a prazo e à vista.
- 22/12/2010 – Promulgada a Lei nº 12.351, que estabeleceu o regime de partilha de produção para a exploração do petróleo proveniente do pré-sal, em substituição ao regime de concessão.
- 01/01/2011 – Alexandre Tombini assume a presidência do Banco Central no lugar de Henrique Meirelles.
- 09/02/2011 – O governo anuncia corte de R\$ 50 bilhões no orçamento da União, como parte de um processo de ajuste fiscal.
- 25/02/2011 – É aprovado no Congresso o reajuste do salário mínimo para R\$ 545,00 em 2012 e estabelecida a regra de reajuste para o período 2011-2015, mantendo-se a fórmula vigente de aumento segundo a inflação do ano anterior mais o crescimento de dois anos atrás. A regra de reajuste ficou estabelecida pela Lei nº 12.382 e passou a ser necessário apenas um decreto presidencial no final do ano definindo o valor exato para o salário mínimo no ano subsequente.

- 31/05/2011 – O governo federal anuncia a concessão dos aeroportos de Guarulhos (São Paulo), Viracopos (Campinas/São Paulo) e Juscelino Kubistchek (Distrito Federal) à iniciativa privada. Esse leilão seria seguido pela concessão dos terminais do Galeão (Rio de Janeiro) e Confins (Minas Gerais), leiloados em novembro de 2013.¹
- 31/07/2011 – Após meses de negociações e projetos rejeitados no Congresso, o presidente Barack Obama (democrata) e o presidente do Congresso Jack Boehner (republicano) anunciam acordo para elevar o teto da dívida pública americana.
- 02/08/2011 – Lançamento do Plano Brasil Maior, com a nova política industrial. Entre as principais medidas estavam a desoneração da folha de pagamento de diversos setores.
- 31/08/2011 – Apesar da inflação acima da meta (atingiria 7,23% no acumulado em doze meses encerrados em agosto de 2011),² o Banco Central surpreende o mercado e corta 0,5 pontos percentuais da taxa Selic, devido ao aprofundamento da crise na Europa e à queda das taxas de juros em todo o mundo.
- 01/12/2011 – Diante da queda da atividade econômica ao longo do ano, o governo anuncia pacote de estímulo, com desoneração do Imposto Sobre Produtos Industrializados (IPI) de produtos da chamada linha branca (fogões, geladeiras etc.).
- 13/09/2012 – Início do *Quantitative Easing 3 (QE3)*. O FED lança uma nova etapa do programa de injeção de liquidez que previa compra de títulos lastreados em hipotecas em até US\$ 40 bilhões por mês. Esse limite seria estendido para US\$ 85 bilhões em dezembro do mesmo ano.
- 22/10/2012 – Sentenças do julgamento do “mensalão” no Supremo Tribunal Federal (STF) condenam 25 réus, entre eles José Dirceu, ex-ministro-chefe da Casa Civil; José Genoíno, ex-deputado federal e ex-presidente do PT; Delúbio Soares, ex-tesoureiro do PT; Kátia Rabello, ex-presidente do Banco Rural; e Marcos Valério, publicitário tido como o “operador” do esquema de corrupção.
- 23/01/2013 – A presidente Dilma Rousseff faz pronunciamento em cadeia nacional garantindo a redução da tarifa de energia elétrica em até 18% para consumo doméstico e 32% para indústria, agricultura, comércio e serviços.

1. Conforme divulgado pela Empresa Brasileira de Infraestrutura Aeroportuária (Infraero). Disponível em: <<http://goo.gl/G1XR2D>>. Acesso em: 19 fev. 2015.

2. Conforme seria divulgado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) em 7 de setembro de 2011.

- 06/06/2013 – Surgem protestos contra o aumento das passagens em São Paulo e no Rio de Janeiro, que começam a ganhar adesão. Em seu ápice, centenas de milhares de pessoas foram às ruas das principais cidades do país protestar em relação a uma diversidade de temas, como os gastos públicos nos grandes eventos esportivos internacionais, a má qualidade dos serviços públicos e a indignação com a corrupção na política em geral.
- 21/10/2013 – Acontece o leilão do Campo Libra, já em regime de partilha. Este foi o primeiro campo do pré-sal a ser leilado.

REFERÊNCIAS

BRASIL. Medida Provisória nº 1.514, de 7 de agosto de 1996. Estabelece mecanismos objetivando incentivar a redução da presença do setor público estadual na atividade financeira bancária, dispõe sobre a privatização de instituições financeiras, e dá outras providências. Brasília: Presidência da República, 1996. Disponível em: <<http://goo.gl/kbfiwA>>. Acesso em: 13 fev. 2015.

_____. Lei nº 9.491, de 9 de setembro de 1997. Altera procedimentos relativos ao Programa Nacional de Desestatização, revoga a Lei nº 8.031, de 12 de abril de 1990, e dá outras providências. Brasília: Congresso Nacional, 1997. Disponível em: <<http://goo.gl/UOVeIB>>. Acesso em: 11 fev. 2015.

CARVALHO, C. E. **O fracasso do Plano Collor**: erros de execução ou de concepção? **Economia**, Niterói, v. 4, n. 2, p. 283-331, 2003.

GIAMBIAGI, F. *et al.* **Economia brasileira contemporânea [1945-2010]**. 2. ed. Rio de Janeiro: Elsevier, 2011.

IANONI, M. Políticas públicas e Estado: o Plano real. **Revista de Cultura e Política**, São Paulo, n. 78, p. 143-183, 2009.

LEIA íntegra da carta de Lula para acalmar o mercado financeiro. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 24 jun. 2002. Disponível em: <<http://goo.gl/wc8rtv>>.

APÊNDICE B

ESTATÍSTICAS ECONÔMICAS SELECIONADAS DO PERÍODO 1987-2013

TABELA B.1
Dados econômicos e estatísticos – Brasil (1987-2013)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
1 PIB real (var. %) ¹	3,5	-0,1	3,2	-4,3	1,0	-0,5	4,7	5,3	4,4	2,2	3,4	0,0	0,3	4,3	1,3	2,7	1,1	5,7	3,2	4,0	6,1	5,2	-0,3	7,5	2,7	1,0	2,5
2 PIB real <i>per capita</i> (var. %) ²	1,6	-1,8	1,5	-5,8	-0,3	-1,7	3,4	4,0	3,0	0,5	1,4	-2,0	-1,7	2,4	-0,3	1,3	0,0	4,6	2,2	2,9	5,0	4,0	-1,5	6,2	1,9	0,2	1,6
3 Produção industrial – PIM+PF (var. %) ³	10,9	0,9	-3,2	2,9	-8,9	-2,6	7,5	7,6	1,8	1,7	3,9	-2,0	-0,7	6,6	1,6	2,7	0,1	8,3	3,1	2,8	6,0	3,1	-7,4	10,5	0,4	-2,5	1,2
4 Taxa de investimento – preços correntes (% do PIB) ⁴	23,2	24,3	26,9	20,7	18,1	18,4	19,3	20,7	18,3	16,9	17,4	17,0	15,7	16,8	17,0	16,4	15,3	16,1	15,9	16,4	17,4	19,1	18,1	19,5	19,3	18,2	18,2
5 Taxa de poupança – preços correntes (% do PIB) ⁴	22,7	25,7	27,1	19,1	18,6	19,9	20,1	21,2	15,5	14,1	13,6	13,0	12,1	14,0	13,5	14,7	16,0	18,5	17,3	17,6	18,1	18,8	15,9	17,5	17,2	14,6	13,8
6 Inflação ao consumidor – IPCA (var. %) ⁵	363,4	980,2	1.972,9	1.621,0	472,7	1.119,1	2.477,2	916,5	22,4	9,6	5,2	1,7	8,9	6,0	7,7	12,5	9,3	7,6	5,7	3,1	4,5	5,9	4,3	5,9	6,5	5,8	5,9
7 Índice geral de preços – IGP (var. %) ⁶	415,8	1.037,6	1.782,9	1.476,7	480,2	1.157,8	2.702,2	1.093,9	14,8	9,3	7,5	1,7	20,0	9,8	10,4	26,4	7,7	12,1	1,2	3,8	7,9	9,1	-1,4	11,3	5,0	8,1	5,5
8 Taxa de desocupação – PME (%) ⁷	4,1	4,2	3,6	4,7	5,2	6,1	5,7	5,4	5,0	5,8	6,1	8,3	8,3	7,8	6,8	11,0	12,3	11,5	9,8	10,0	9,3	7,9	8,1	6,7	6,0	5,5	5,4
9 Rendimento médio real – PME (%) ⁸	nd	nd	nd	nd	nd	-7,9	9,4	14,3	18,2	7,4	2,1	-0,4	-5,5	-0,6	-3,8	-3,8	-11,1	-1,1	1,6	4,0	3,1	3,3	3,3	3,7	2,7	4,1	1,9
10 Salário mínimo real (R\$ constantes de abril/2014) ⁹	436,7	452,0	452,0	339,4	321,8	347,8	383,6	314,4	314,3	327,8	336,1	349,6	352,9	364,9	398,1	408,3	411,1	426,4	456,1	520,2	551,6	568,6	609,7	642,1	642,6	696,8	713,9
11 Taxa Selic (% a.a.) ¹⁰	353,0	1.057,7	2.407,1	1.153,2	536,9	1.549,4	3.060,0	1.153,6	53,1	27,4	24,8	28,8	25,6	17,4	17,3	19,2	23,3	16,2	19,0	15,1	11,8	12,5	9,9	9,8	11,6	8,5	8,2
12 Taxa Selic real – deflator IPCA (% a.a.) ¹⁰	-2,2	7,2	20,9	-27,2	11,2	35,3	22,6	23,3	25,1	16,3	18,6	26,7	15,3	10,8	9,0	5,9	12,8	8,0	12,6	11,6	7,1	6,2	5,4	3,7	4,8	2,5	2,2
13 Saldo de operações de crédito (% do PIB) ¹¹	nd	nd	nd	22,58	24,79	26,39	28,35	32,67	34,35	30,44	29,06	27,38	26,24	25,38	27,00	25,91	24,8	25,0	26,7	29,4	32,6	38,1	42,1	44,1	46,6	51,0	54,7

(Continua)

(Continuação)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
14 Novas concessões de crédito (var. % real) ¹²	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	14,8	-2,1	-2,2	9,5	11,2	4,9	9,3	5,4	-6,1	7,5	3,1	-0,0	0,2
15 Resultado primário do setor público consolidado (% do PIB) ¹³	-1,0	0,9	-1,0	4,7	2,7	1,6	2,2	5,2	0,2	-0,1	-0,9	0,0	2,9	3,2	3,4	3,2	3,3	3,7	3,8	3,2	3,3	3,4	2,0	2,7	3,1	2,4	1,9
16 Resultado nominal do setor público consolidado (% do PIB) ¹⁴	-31,9	-53,7	-85,4	-30,2	-26,5	-44,3	-59,6	-24,7	-6,6	-5,3	-5,5	-7,0	-5,3	-3,4	-3,1	-4,5	-5,2	-2,9	-3,6	-3,6	-2,8	-2,0	-3,3	-2,5	-2,6	-2,5	-3,3
17 Resultado operacional do setor público consolidado (% do PIB) ¹⁵	-5,6	-4,9	-7,1	1,3	-0,2	-1,7	-0,8	1,6	-5,0	-3,4	-4,3	-7,4	-3,4	-1,2	-1,3	-0,1	-1,3	1,5	-2,6	-1,9	0,9	1,6	-3,7	nd	nd	nd	nd
18 Dívida bruta do governo geral (% do PIB) ¹⁶	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	68,0	76,7	72,3	68,6	67,7	56,4	58,0	57,4	60,9	53,4	54,2	58,8
19 Dívida líquida do setor público consolidado (% do PIB) ¹⁷	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	nd	52,0	60,4	54,8	50,6	48,4	47,3	45,5	38,5	42,1	39,1	36,4	35,3
20 Carga tributária (% do PIB) ¹⁸	24,2	23,3	23,7	29,6	24,4	25,0	25,3	27,9	28,4	28,6	28,6	29,3	31,1	30,4	31,9	32,4	31,9	32,8	33,8	34,1	34,7	34,9	33,7	33,5	35,2	35,7	35,9
21 Balança comercial (% do PIB) ¹²	4,0	6,3	3,9	2,3	2,6	3,9	3,1	1,9	-0,4	-0,7	-0,8	-0,8	-0,2	-0,1	0,5	2,6	4,5	5,1	5,1	4,3	2,9	1,5	1,6	0,9	1,2	0,9	0,1
22 Conta corrente (% do PIB) ¹²	-0,5	1,4	0,2	-0,8	-0,3	1,6	-0,2	-0,3	-2,4	-2,8	-3,5	-4,0	-4,3	-3,8	-4,2	-1,5	0,8	1,8	1,6	1,3	0,1	-1,7	-1,5	-2,2	-2,1	-2,4	-3,6
23 Quantum exportado (var. %) ¹⁹	17,1	15,8	-0,5	-6,6	2,5	17,1	16,5	2,1	-6,0	2,6	10,2	3,5	7,7	11,1	9,5	8,6	15,7	19,1	9,4	3,3	5,5	-2,5	-10,7	9,5	2,9	-0,3	3,4
24 Quantum importado (var. %) ¹⁹	-4,7	-5,9	16,5	4,6	9,8	3,0	34,4	35,2	47,7	6,2	18,2	1,8	-15,0	13,2	2,9	-12,2	-3,6	18,3	5,4	16,1	22,0	17,7	-16,9	37,0	8,9	-2,3	8,6
25 Termos de troca (var. %) ¹⁹	-10,8	7,9	-4,6	-9,6	5,8	1,8	1,3	14,0	11,1	-0,4	6,2	-1,6	-13,2	3,2	-0,2	-1,4	-1,4	0,9	0,8	5,3	2,1	3,7	-2,6	16,0	7,8	-5,8	-2,3
26 Dívida externa bruta (% do PIB) ²⁰	42,9	37,1	27,8	26,3	30,5	35,1	33,9	27,3	20,7	21,4	23,0	28,6	41,2	36,6	37,9	41,8	38,8	30,3	19,2	15,9	14,1	12,0	12,2	12,0	12,0	13,9	13,8
27 Reservas internacionais (US\$ bilhões) ²¹	7,5	9,1	9,7	10,0	9,4	23,8	32,2	38,8	51,8	60,1	52,2	44,6	36,3	33,0	35,9	37,8	49,3	52,9	53,8	85,8	180,3	206,8	239,1	288,6	352,0	378,6	375,8
28 Reservas internacionais (% PIB) ²⁰	2,6	3,0	2,3	2,1	2,3	6,1	7,5	7,1	6,7	7,2	6,0	5,3	6,2	5,1	6,5	7,5	8,9	8,0	6,1	7,9	13,2	12,5	14,7	13,5	14,2	16,8	16,8

(Continua)

(Continuação)

	1987	1988	1989	1990	1991	1992	1993	1994	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013
29 Taxa de câmbio nominal – média (R\$/US\$) ²¹	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,6	0,9	1,0	1,1	1,2	1,8	1,8	2,4	2,9	3,1	2,9	2,4	2,2	1,9	1,8	2,0	1,8	1,7	2,0	2,2
30 Taxa de câmbio efetiva real - defl. INPC (var. %)	-5,0	-1,9	-22,0	-14,6	17,4	9,0	-8,3	-8,6	-11,9	-2,1	-3,0	-0,5	49,3	-5,5	21,5	11,6	2,1	-5,4	-22,2	-13,7	-10,6	-5,8	-1,3	-22,9	-11,7	5,2	6,0
31 Risco Brasil – Embi+ (pontos-base) ²²	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0	948,7	1.117,6	690,3	445,0	800,4	1.036,1	727,4	889,8	1.372,4	836,5	541,8	399,0	235,0	180,6	300,8	306,0	203,5	192,7	183,9	205,3
32 PIB mundial (var. %) ²³	3,8	4,5	3,8	3,2	2,2	2,2	2,1	3,4	3,3	3,8	4,1	2,6	3,6	4,7	2,4	2,9	3,7	4,9	4,5	5,2	5,4	2,8	-0,6	5,3	3,9	3,5	3,1

Elaboração dos autores.

Notas: ¹ Para 1992-2012: Sistema de Contas Nacionais Trimestrais Referência 2000 (dados oriundos do Sidra/Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística – IBGE). Para 1987-1991, Sistema de Contas Nacionais Consolidadas.

² Elaboração Ipea. Série estimada utilizando-se o PIB preços de 2013 e a população residente. Para 2010 a 2013: resultados preliminares estimados a partir das Contas Nacionais Trimestrais – referência 2000.

³ IBGE (séries históricas).

⁴ Para 1992-2012: resultados preliminares estimados a partir das Contas Nacionais Trimestrais Referência 2000. (dados oriundos do Sidra/IBGE). Para 1987-1991, Sistema de Contas Nacionais Consolidadas.

⁵ IBGE/SNIPC. Obs.: o índice de agosto de 1991, excepcionalmente, foi calculado pelo IBGE como média geométrica dos valores observados em julho e setembro. Por isso, as taxas de variação apresentadas para agosto e setembro de 1991 são iguais.

⁶ Fundação Getúlio Vargas (FGV).

⁷ IBGE/PME. Obs.: houve mudança na metodologia da PME em março de 2002.

⁸ IBGE/PME. Obs.: houve mudança na metodologia da PME em março de 2002.

⁹ Ipeadata.

¹⁰ BCB – Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS). Acumulada no ano. Deflacionamento calculado pelos autores.

¹¹ BCB/SGS. De 1990-2000: calculado a partir do saldo em R\$ e do PIB acumulado dos últimos doze meses valorizado pelo IGP-DI centrado do mês. De 2001 a fevereiro de 2007 – série 17474; de março de 2007 a dezembro de 2013 – série 20622, ambas do BCB/SGS. Média anual.

¹² BCB – Sistema Gerenciador de Séries Temporais (SGS13). De 1987 a 1990 – BCB Boletim/Finanças Públicas; de 1991 a novembro de 2001 – série 5793; de novembro de 2002 a 2013 – série 17244, ambas de BCB/SGS.

¹³ BCB – Depec. 1990-2000: calculado a partir do saldo em R\$ e do PIB acumulado dos últimos doze meses valorizado pelo IGP-DI centrado do mês. 2001 a fevereiro de 2007 – série 17474; de março de 2007 a dezembro de 2013 – série 20622, ambas do BCB. Média anual.

¹⁴ De 1987 a 1990 – BCB Boletim/finanças públicas; de 1991 a novembro de 2001 – série 5727; de novembro de 2002 a 2013 – série 17226, ambas de BCB/SGS.

¹⁵ De 1987 a 1990 – BCB Boletim/finanças públicas; de 1991 a 2009 – série 7135, de BCB/SGS.

¹⁶ BCB – Depec. de 2001 a 2005 – série 4537; de 2006 a 2013 – série 13762, ambas do BCB.

¹⁷ BCB – Depec. de 1991 a 2000 – BCB Boletim/finanças públicas; de 2001 a 2013 – 4524, ambas de BCB/SGS.

¹⁸ De 1987 a 2009, IBGE, de 2010 a 2013 – Orair, Gobetti, Leal e Silva, atualizado por Orair (2014).

¹⁹ Funceex.

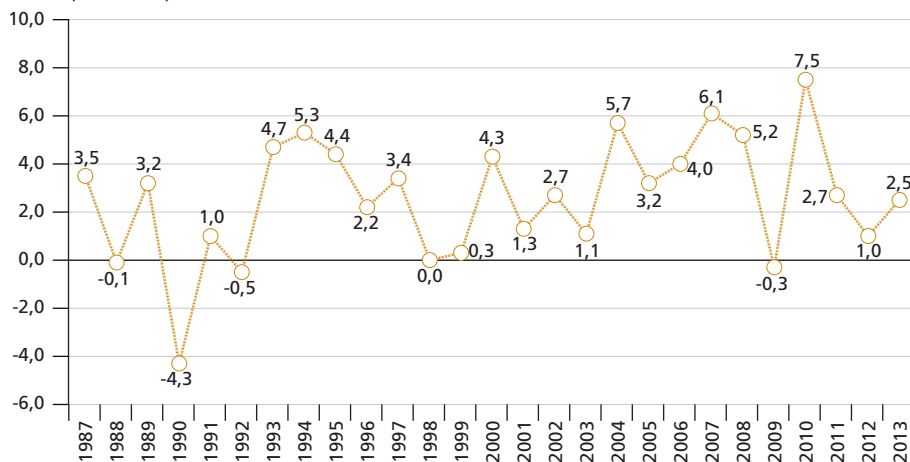
²⁰ BCB.

²¹ BCB Boletim/balança de pagamentos.

²² J. P. Morgan. Média anual. 1994: a partir de 29 de abril.

²³ FMI/IFS.

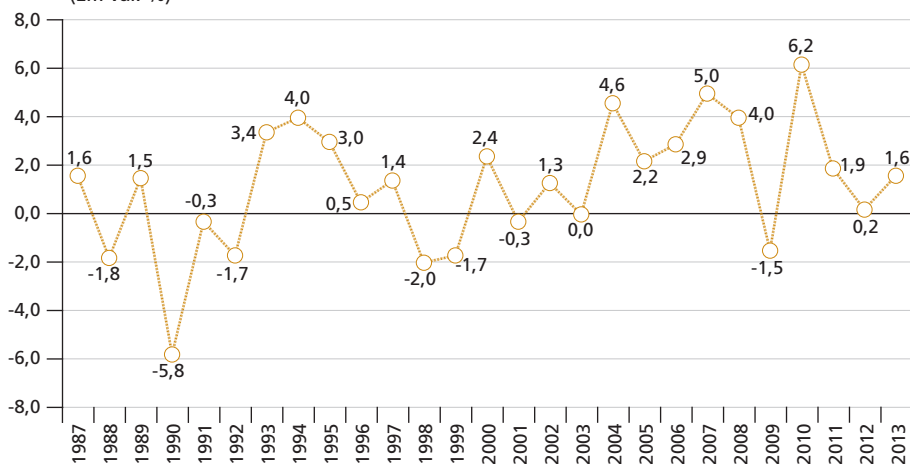
GRÁFICO 1

PIB real
(Em var. %)

Fonte: tabela B.1.

Elaboração dos autores.

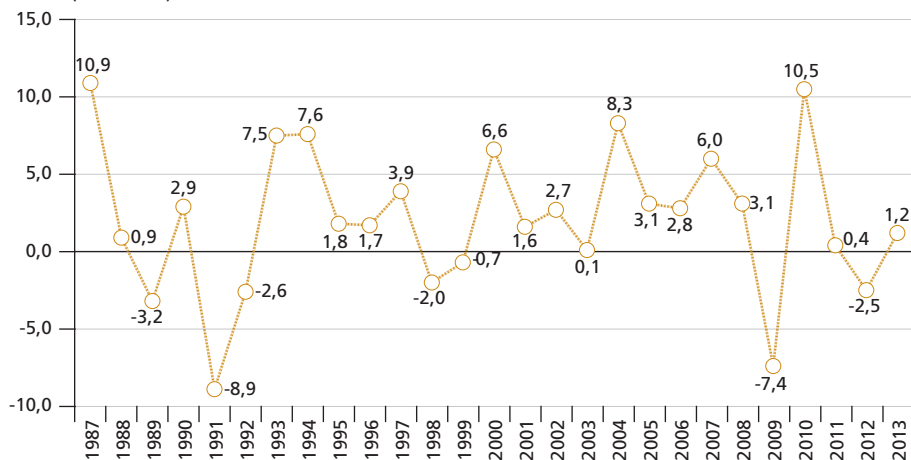
GRÁFICO 2

PIB real per capita
(Em var. %)

Fonte: tabela B.1.

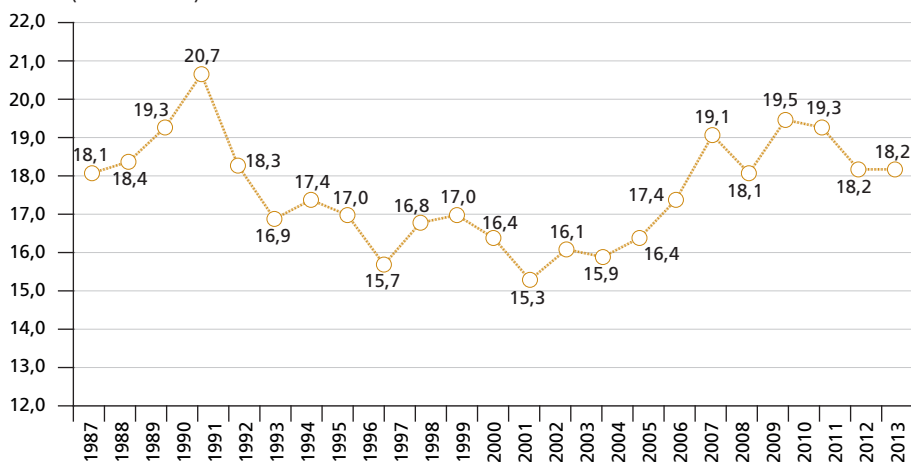
Elaboração dos autores.

GRÁFICO 3
Produção industrial – PIM-PF
 (Em var. %)



Fonte: tabela B.1.
 Elaboração dos autores.

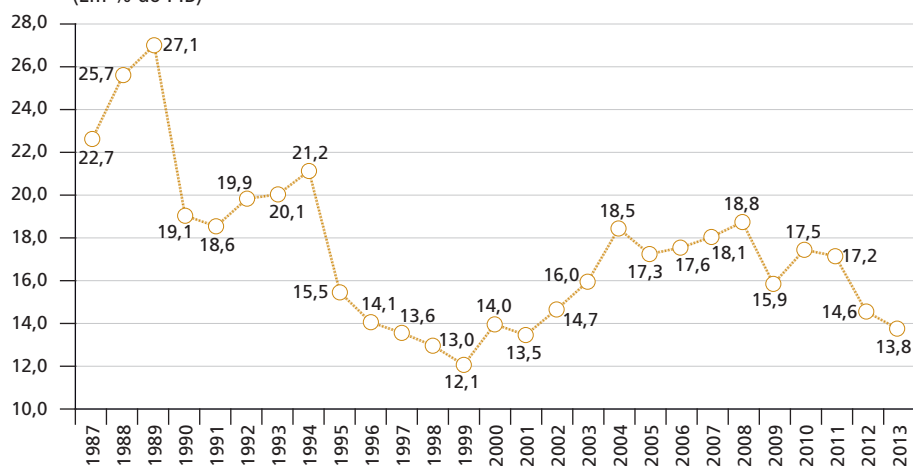
GRÁFICO 4
Taxa de investimento – preços correntes
 (Em % do PIB)



Fonte: tabela B.1.
 Elaboração dos autores.

GRÁFICO 5

Taxa de poupança – preços correntes
(Em % do PIB)



Fonte: tabela B.1.

Elaboração dos autores.

GRÁFICO 6A

Inflação ao consumidor – IPCA (1987-1995)
(Em var. %)

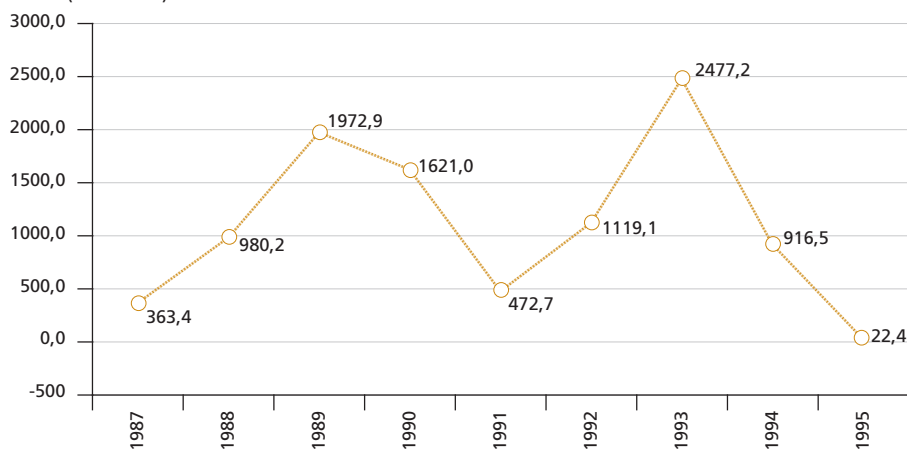
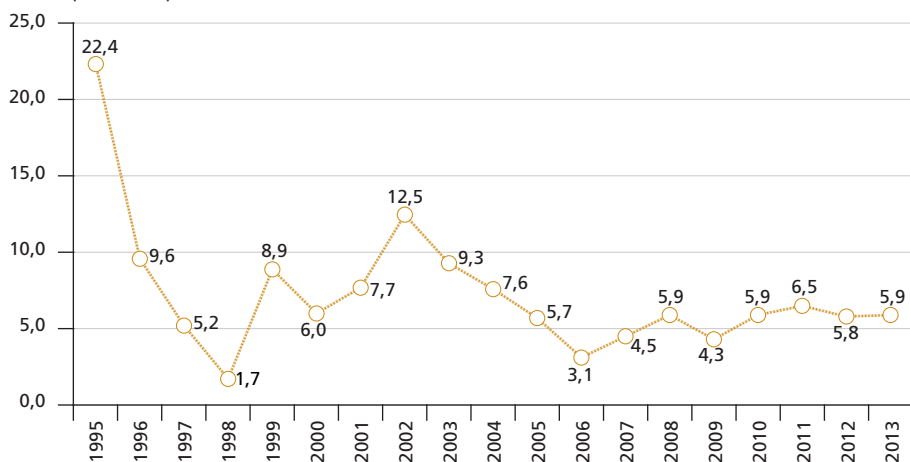


GRÁFICO 6B
Inflação ao consumidor – IPCA (1995-2013)
(Em var. %)



Fonte: tabela B.1.
Elaboração dos autores.

GRÁFICO 7A
Índice Geral de Preços – IGP (1987-1995)
(Em var. %)

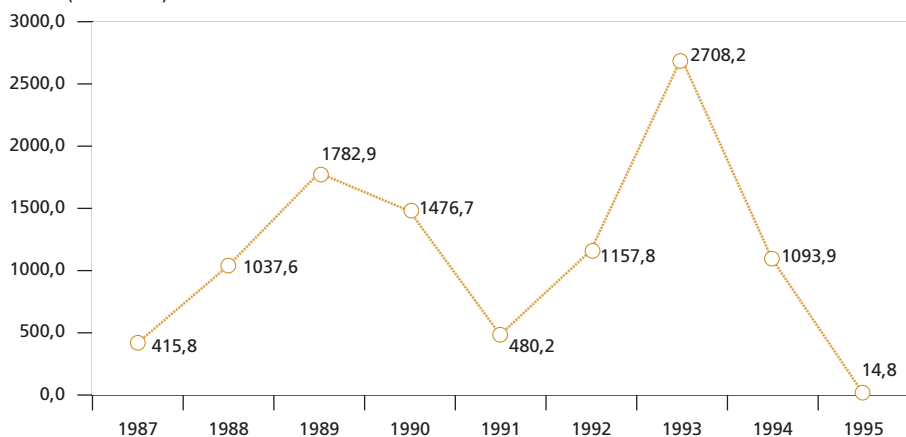
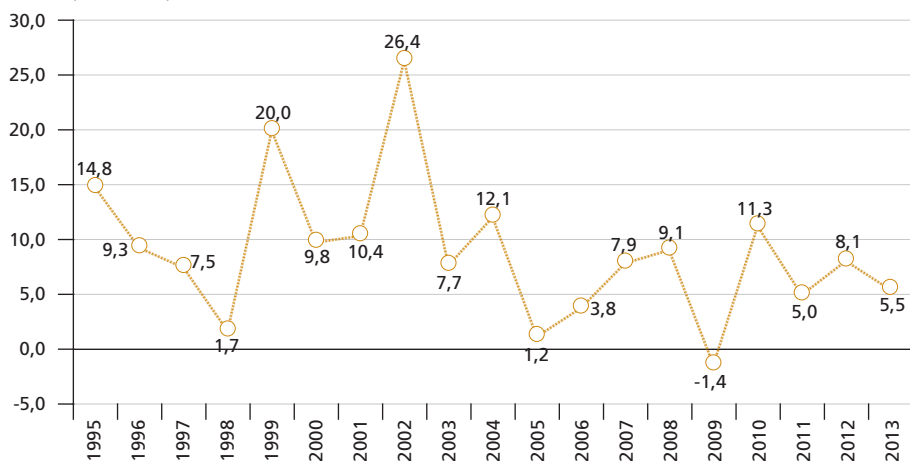
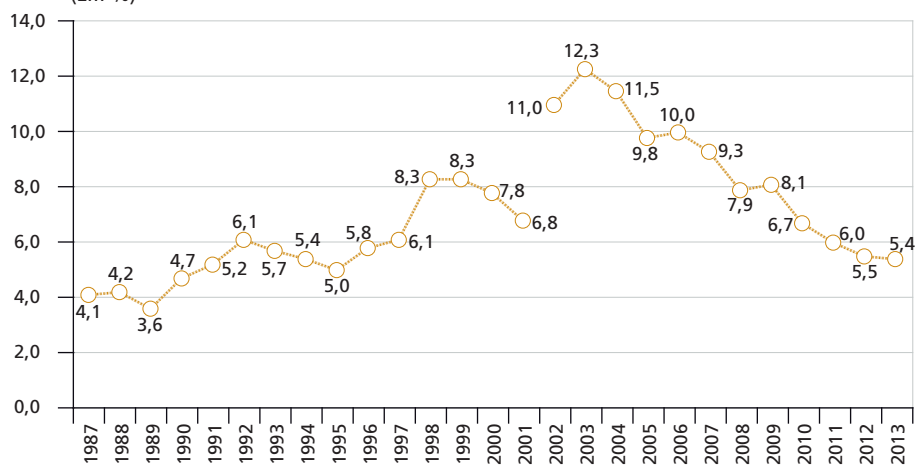


GRÁFICO 7B
Índice Geral de Preços – IGP (1995-2013)
(Em var. %)



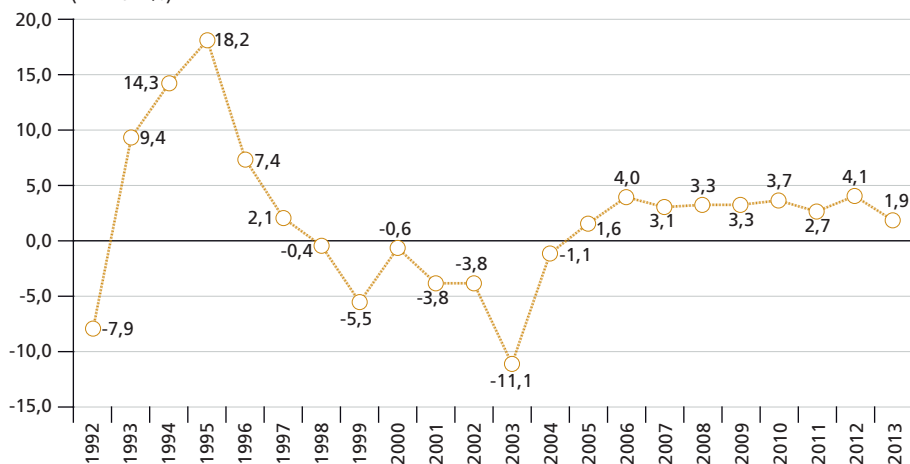
Fonte: tabela B.1.
Elaboração dos autores.

GRÁFICO 8
Taxa de desocupação – PME
(Em %)



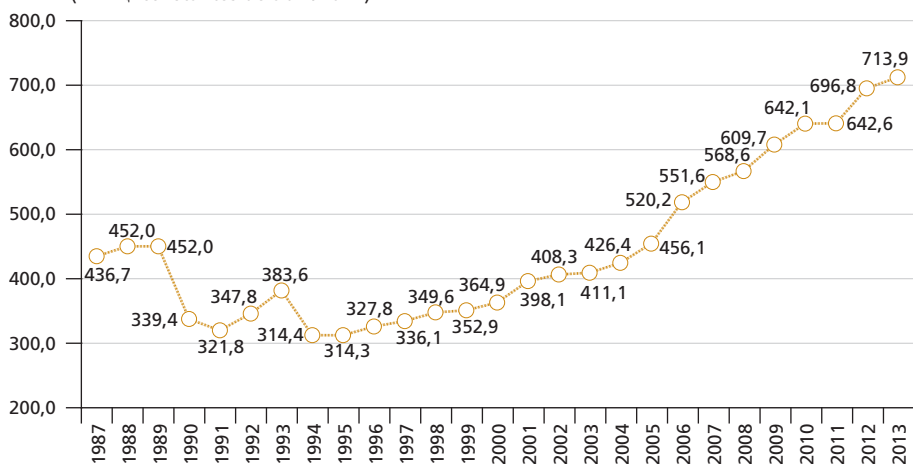
Fonte: tabela B.1.
Elaboração dos autores.

GRÁFICO 9
Rendimento médio real – PME
 (Em var. %)



Fonte: tabela B.1.
 Elaboração dos autores.

GRÁFICO 10
Salário mínimo real
 (Em R\$ constantes de abril/2014)



Fonte: tabela B.1.
 Elaboração dos autores.

GRÁFICO 11A
Taxa Selic (1987-1995)
(Em % a.a.)

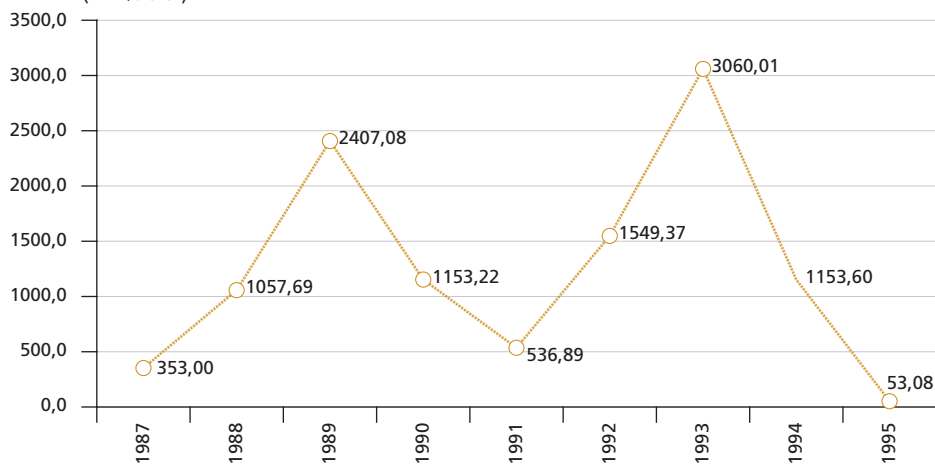
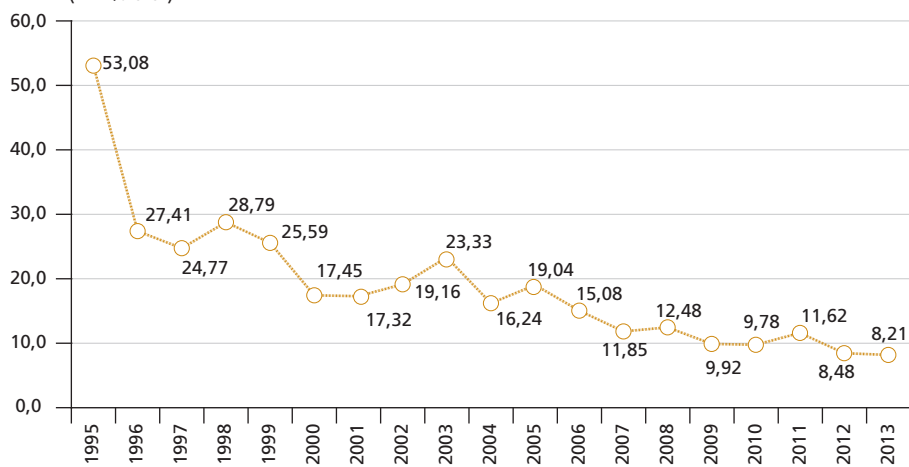


GRÁFICO 11B
Taxa Selic (1995-2013)
(Em % a.a.)

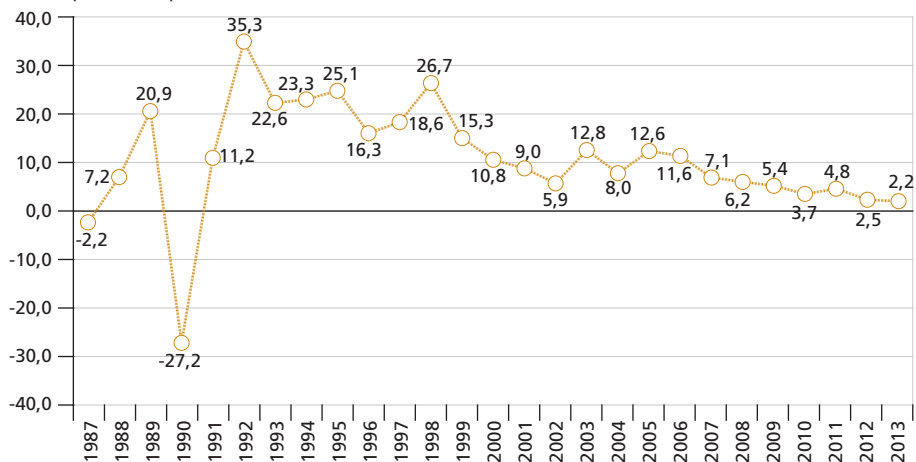


Fonte: tabela B.1.
Elaboração dos autores.

GRÁFICO 12

Taxa Selic real – deflator IPCA

(Em % a.a.)



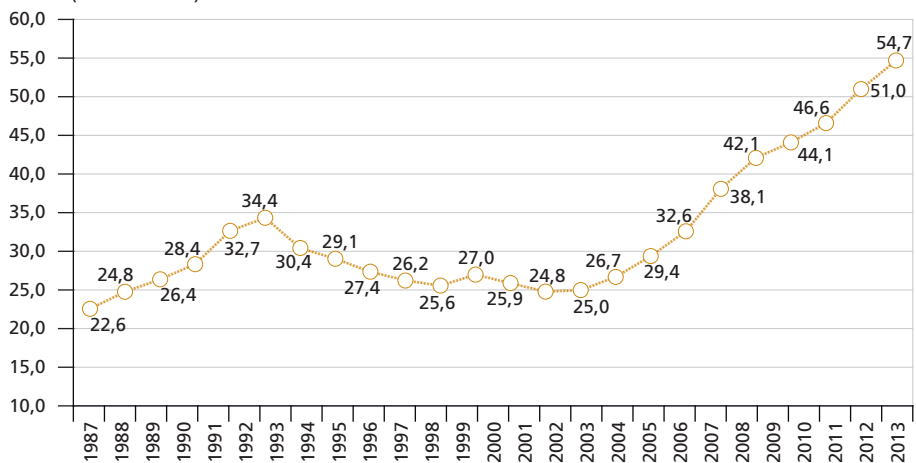
Fonte: tabela B.1.

Elaboração dos autores.

GRÁFICO 13

Saldo de operações de crédito

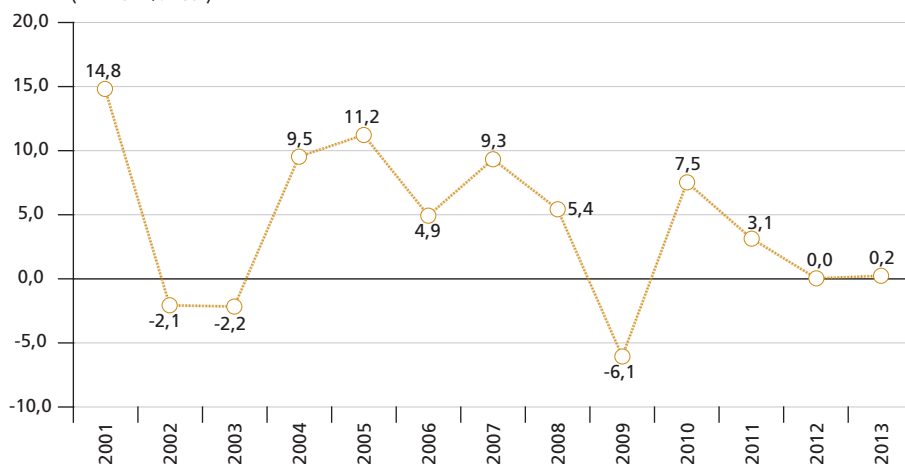
(Em % do PIB)



Fonte: tabela B.1.

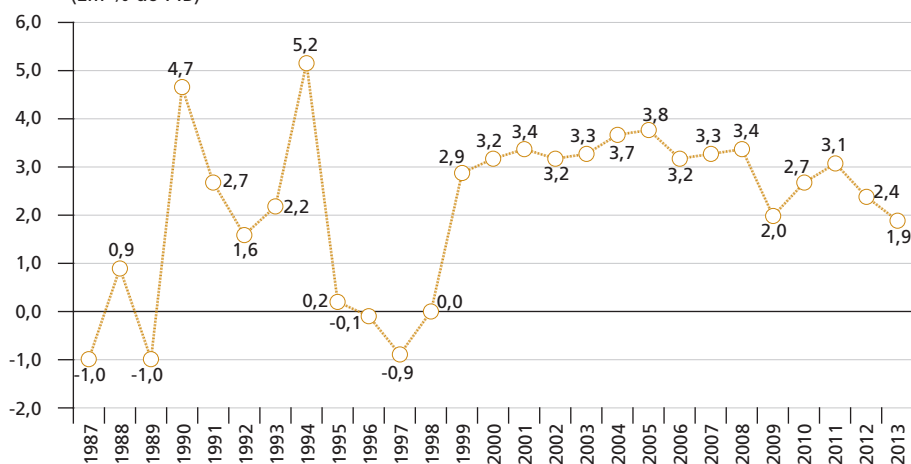
Elaboração dos autores.

GRÁFICO 14
Novas concessões de crédito
(Em var. % real)



Fonte: tabela B.1.
Elaboração dos autores.

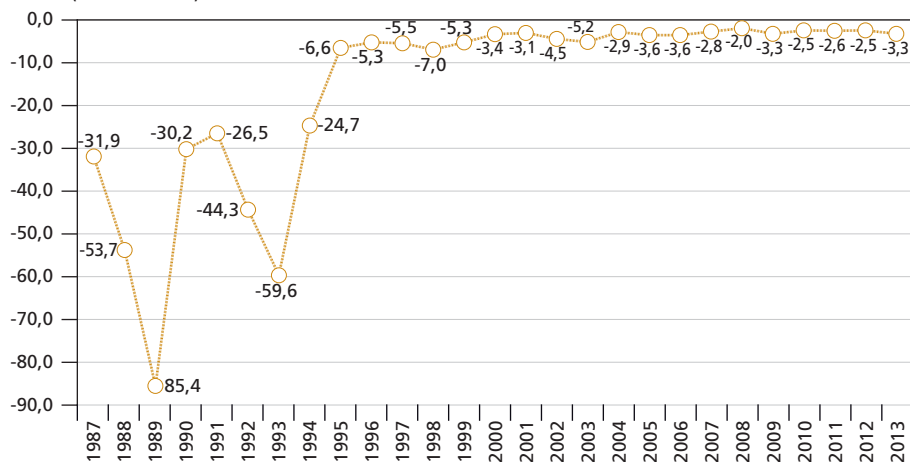
GRÁFICO 15
Resultado primário do setor público consolidado
(Em % do PIB)



Fonte: tabela B.1.
Elaboração dos autores.

GRÁFICO 16

Resultado nominal do setor público consolidado
(Em % do PIB)

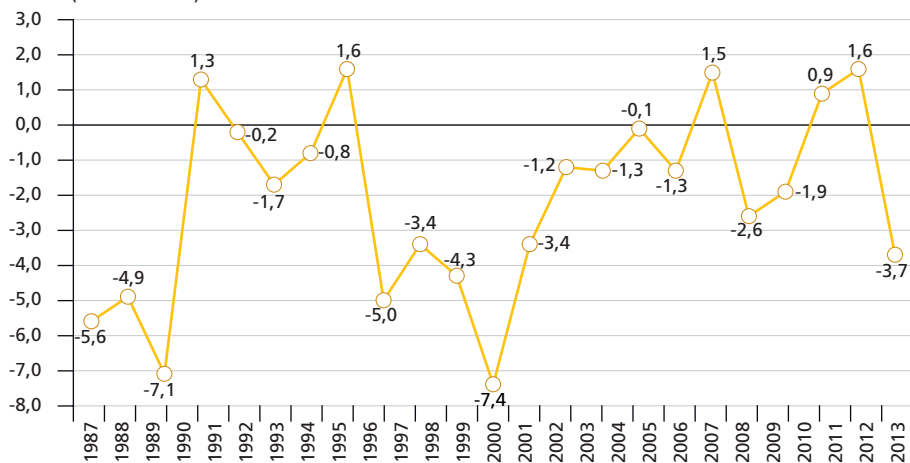


Fonte: tabela B.1.

Elaboração dos autores.

GRÁFICO 17

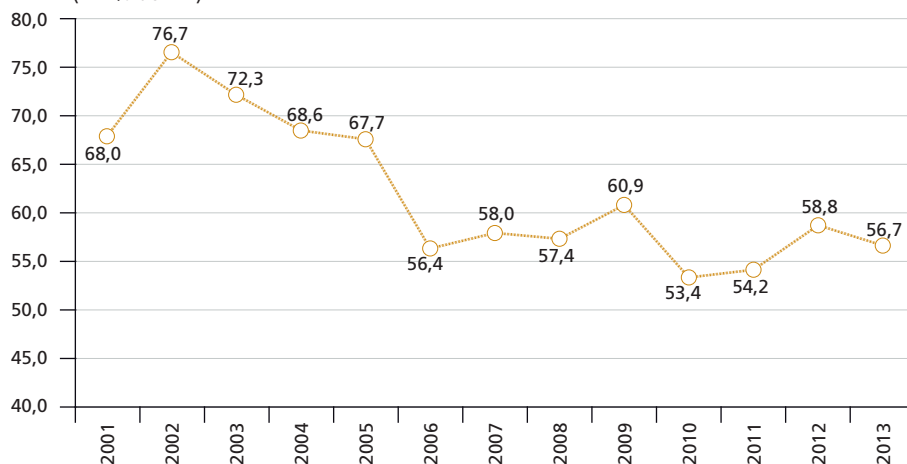
Resultado operacional do setor público consolidado
(Em % do PIB)



Fonte: tabela B.1.

Elaboração dos autores.

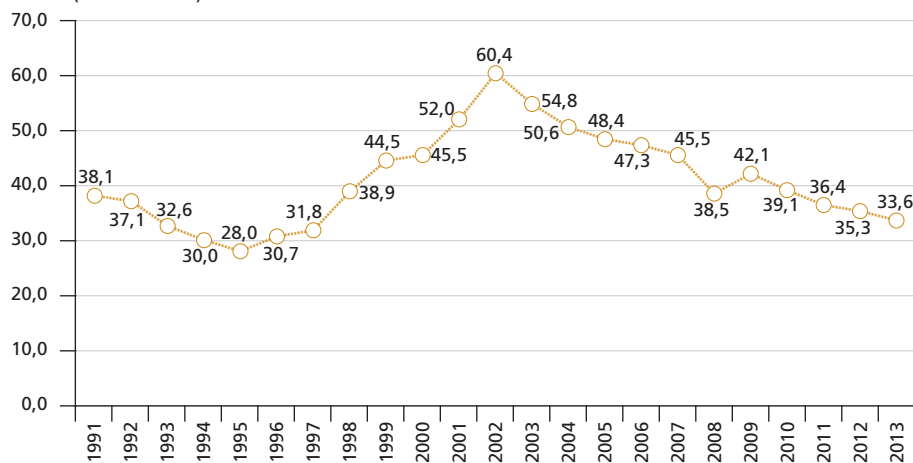
GRÁFICO 18

Dívida bruta do governo geral
(Em % do PIB)

Fonte: tabela B.1.

Elaboração dos autores.

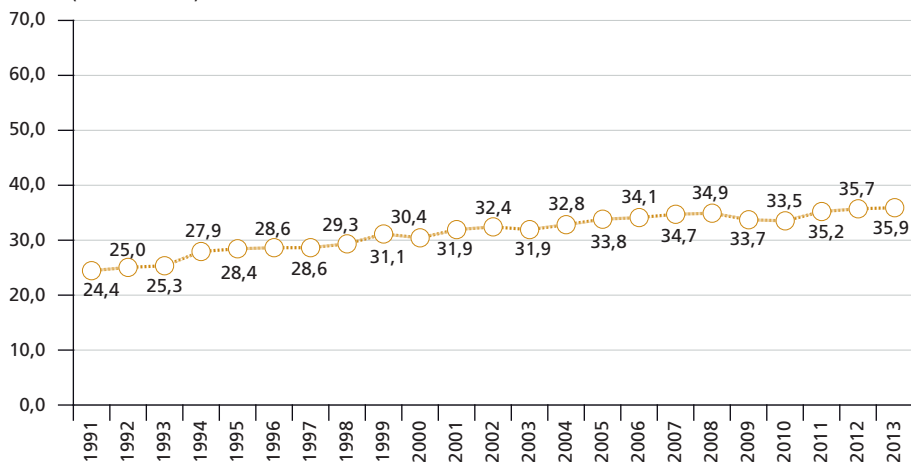
GRÁFICO 19

Dívida líquida do setor público consolidado
(Em % do PIB)

Fonte: tabela B.1.

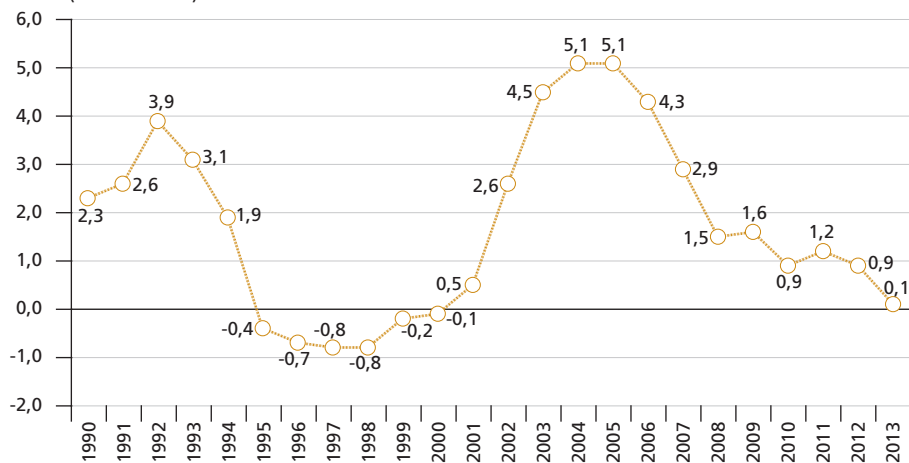
Elaboração dos autores.

GRÁFICO 20
Carga tributária
(Em % do PIB)



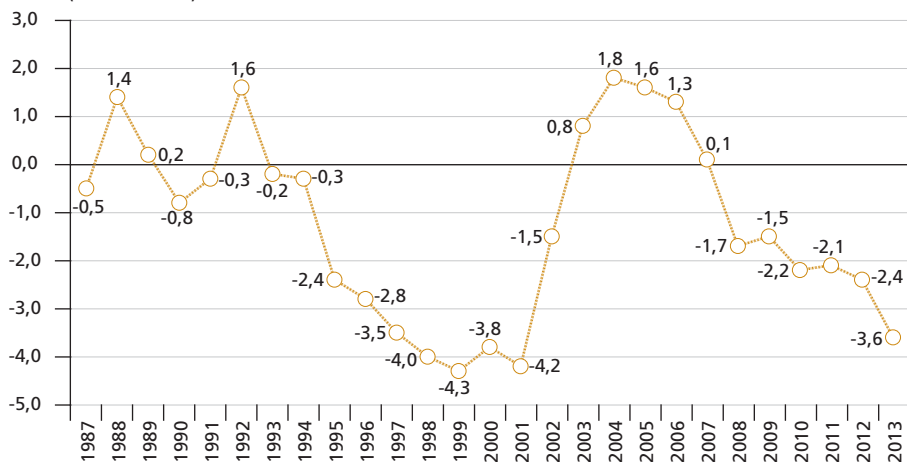
Fonte: tabela B.1.
Elaboração dos autores.

GRÁFICO 21
Balança comercial
(Em % do PIB)



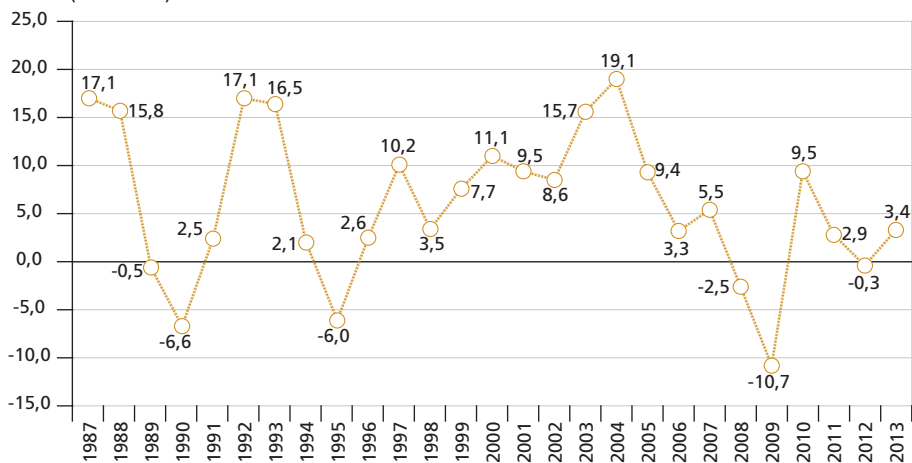
Fonte: tabela B.1.
Elaboração dos autores.

GRÁFICO 22
Conta corrente
(Em % do PIB)



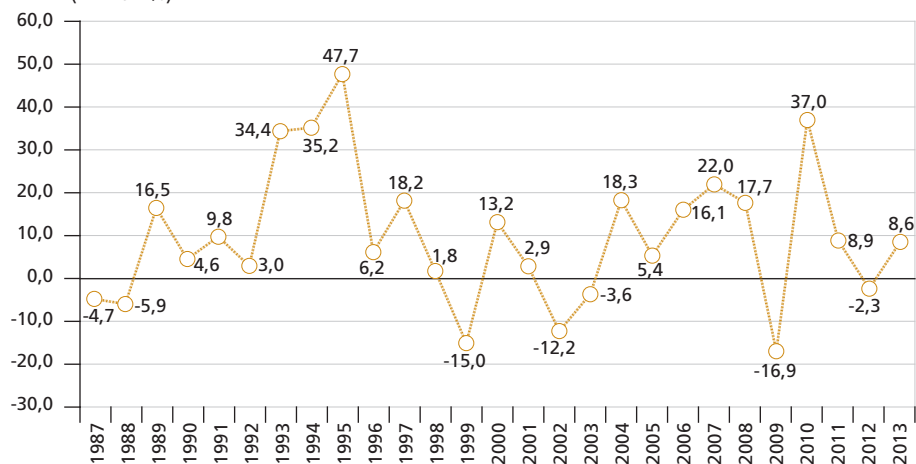
Fonte: tabela B.1.
Elaboração dos autores.

GRÁFICO 23
Quantum exportado
(Em var. %)



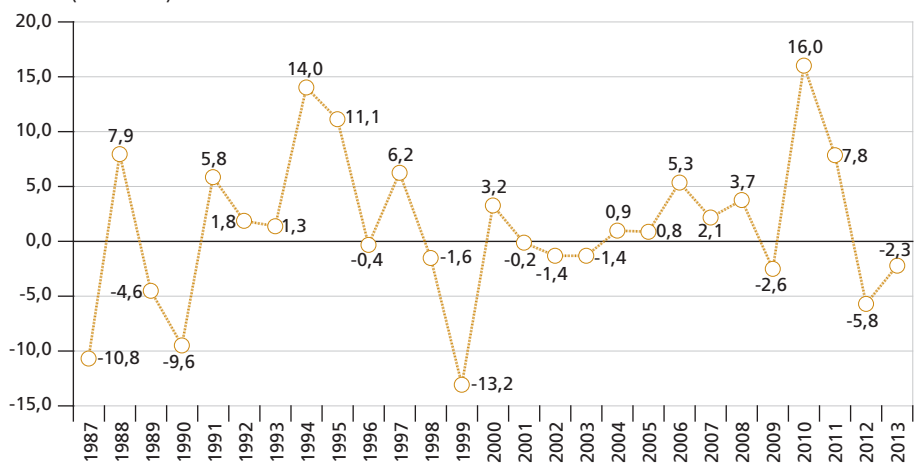
Fonte: tabela B.1.
Elaboração dos autores.

GRÁFICO 24
Quantum importado
(Em var. %)



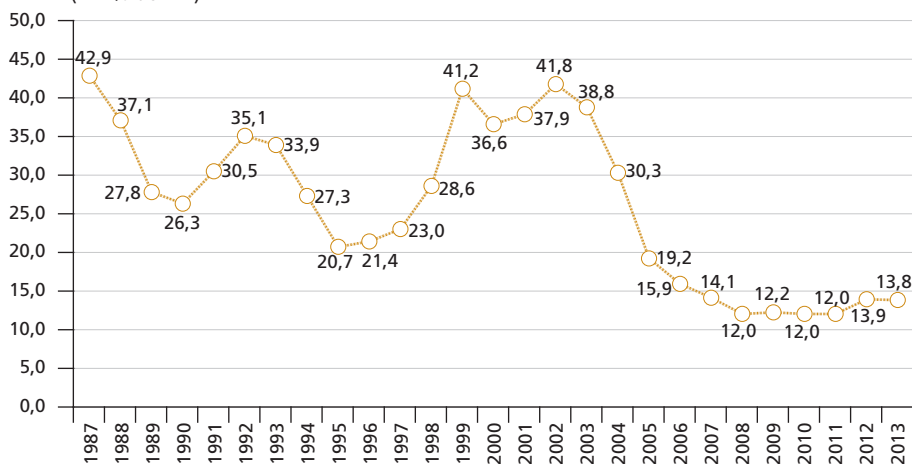
Fonte: tabela B.1.
Elaboração dos autores.

GRÁFICO 25
Termos de troca
(Em var. %)



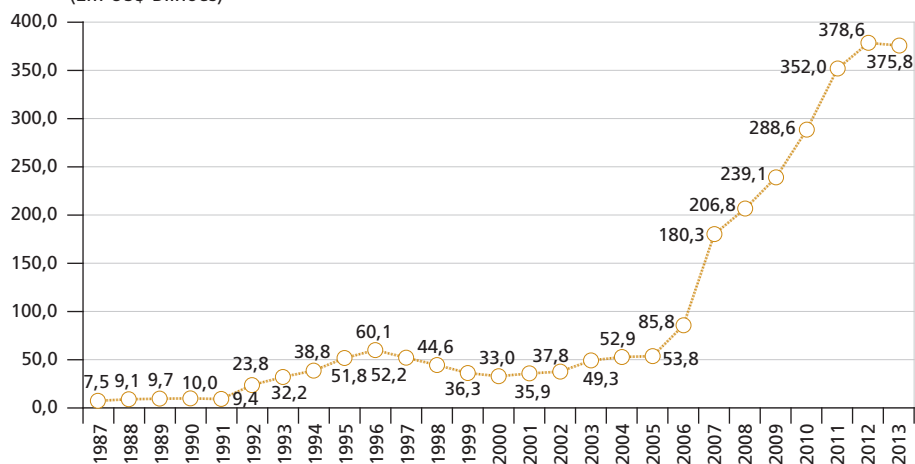
Fonte: tabela B.1.
Elaboração dos autores.

GRÁFICO 26
Dívida externa bruta
(Em % do PIB)



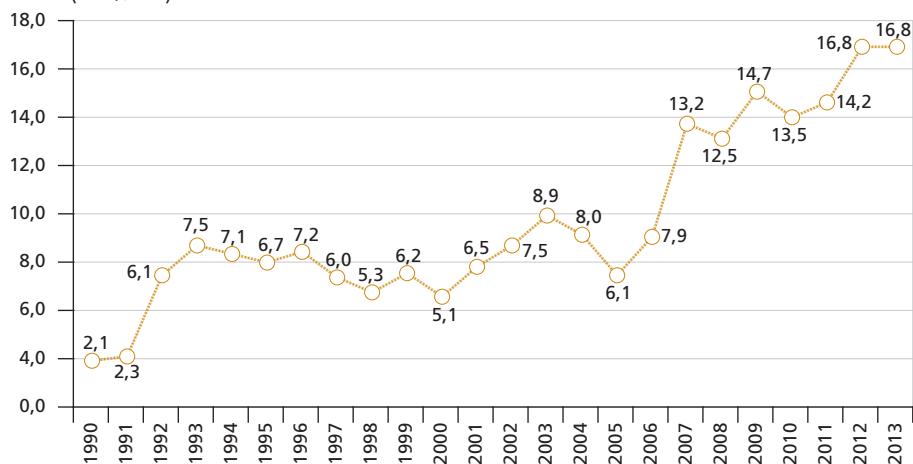
Fonte: tabela B.1.
Elaboração dos autores.

GRÁFICO 27
Reservas internacionais
(Em US\$ Bilhões)



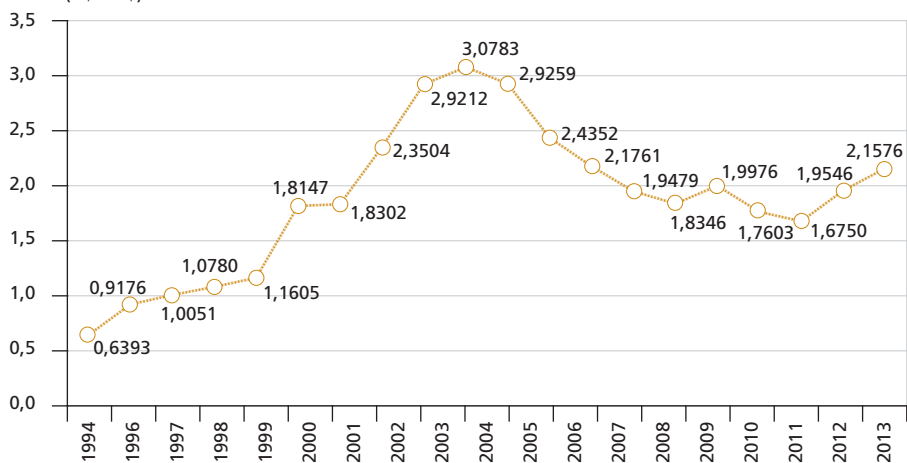
Fonte: tabela B.1.
Elaboração dos autores.

GRÁFICO 28
Reservas internacionais
 (Em % PIB)



Fonte: tabela B.1.
 Elaboração dos autores.

GRÁFICO 29
Taxa de câmbio nominal – média
 (R\$/US\$)

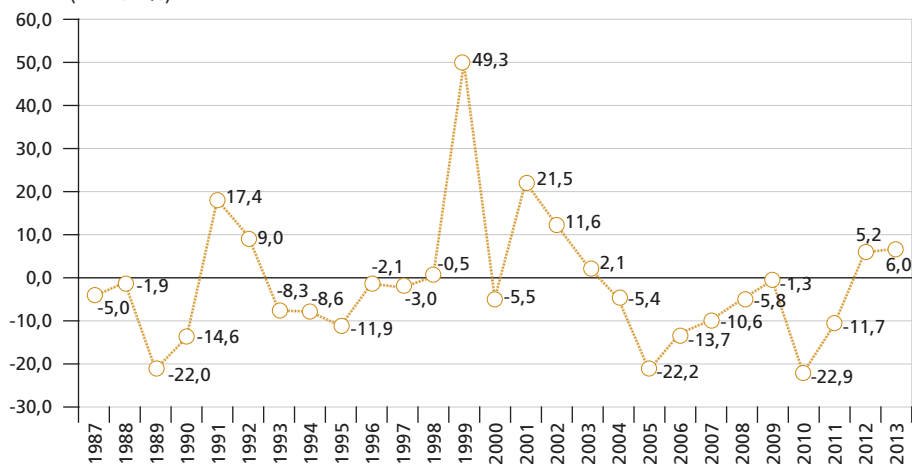


Fonte: tabela B.1.
 Elaboração dos autores.

GRÁFICO 30

Taxa de câmbio efetiva real – deflator INPC

(Em var. %)

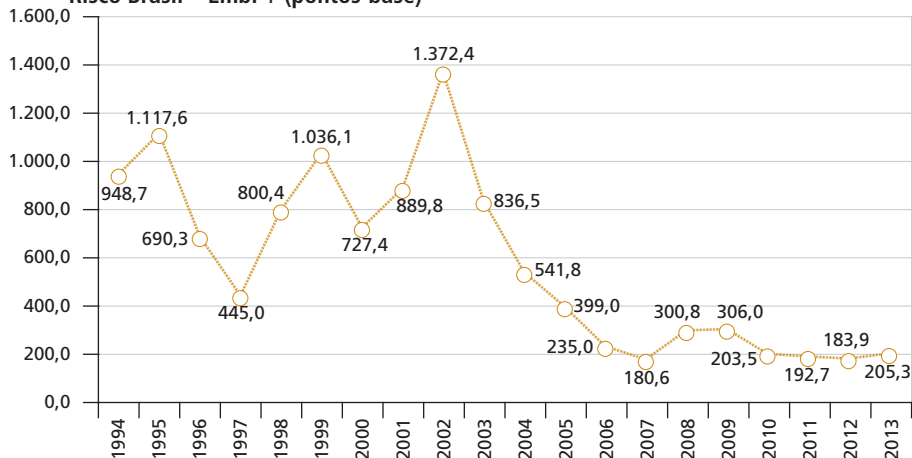


Fonte: tabela B.1.

Elaboração dos autores.

GRÁFICO 31

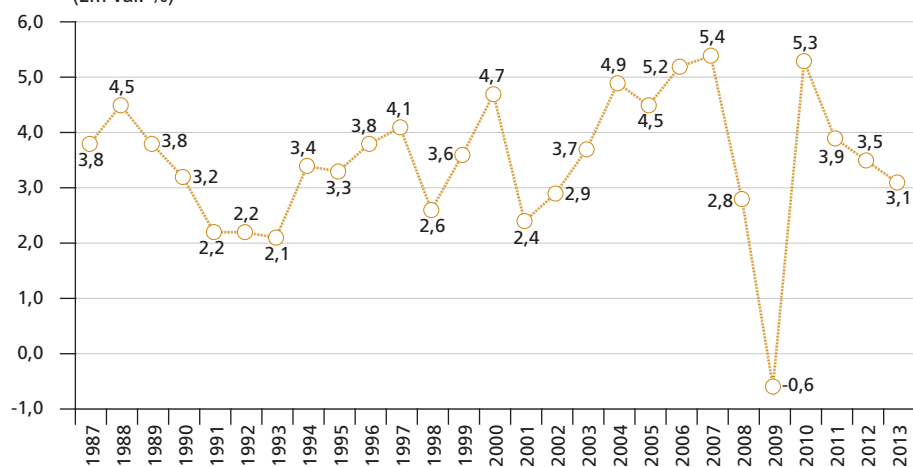
Risco Brasil – Embi + (pontos-base)



Fonte: tabela B.1.

Elaboração dos autores.

GRÁFICO 32
PIB mundial
(Em var. %)



Fonte: tabela B.1.

Elaboração dos autores.

PIB TRIMESTRAL: METODOLOGIA E ESTIMATIVAS PARA O PERÍODO 1980-1987 (RESULTADOS PRELIMINARES)¹

Regis Bonelli²
Vagner L. Ardeo³

1 INTRODUÇÃO

As tentativas mais sérias de aferição do nível agregado de atividade da economia brasileira começaram com o trabalho pioneiro de Lopes e Modiano (1985), divulgado há apenas dois anos atrás. Mais recentemente, Contador e Santos Filho (1987), em parte desconhecendo o trabalho anterior, divulgaram suas próprias estimativas para o período 1973-1986. É desnecessário salientar a importância de se disporem de resultados desse tipo de forma mais sistemática e aberta a um público mais amplo, o que explica nossa incursão no tema. Brevemente essa metodologia deverá ser incorporada pelo Decxa/IBGE para apuração e divulgação periódicas por aquele órgão. Nosso objetivo aqui é o de apresentar a metodologia e os resultados preliminares para o período de 1980 a 1987. As novidades em relação às tentativas anteriores de medição do produto interno bruto (PIB) trimestral serão ressaltadas no texto.

2 METODOLOGIA ADOTADA⁴

Na definição da metodologia, procurou-se, sempre que possível, manter os critérios utilizados pelo Departamento de Contas Nacionais (Decna) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) para o cálculo do PIB em bases anuais.

O método utilizado é o da agregação de índices do produto real dos vários ramos de atividade da economia, agregação essa baseada no valor adicionado de cada atividade no ano-base de 1980 (Censos Econômicos). Calcula-se o índice de produto real da economia como um índice de Laspeyres de base fixa e encadeado, o que possibilita comparações intertemporais consistentes entre os diferentes períodos. Assim:

$$I_{R,t} = \frac{\sum_{i=1}^n P_i^0 q_i^t}{\sum_{i=1}^n P_i^0 q_i^0} = \frac{\sum_{i=1}^n \frac{P_i^0 q_i^t}{\sum_{i=1}^n P_i^0 q_i^0}} = \frac{\sum_{i=1}^n \frac{P_i^0 \cdot q_i^0}{\sum_{i=1}^n P_i^0 q_i^0} \cdot \frac{q_i^t}{q_i^0}} = \sum_{i=1}^n a_i^0 \frac{q_i^t}{q_i^0}$$

1. Este anexo foi publicado originalmente como Nota Técnica do Boletim de Conjuntura nº 3, de abril de 1988.

2. Técnico de Planejamento e Pesquisa do Ipea.

3. Técnico de Planejamento e Pesquisa do Ipea.

4. Uma discussão mais detalhada é objeto de texto em preparação pelos autores.

onde:

P_i^0 = índice de preço do produto do setor i no período-base;

c_i^t = índice de produção real do setor i no trimestre t ;

q_i^0 = índice de produção real do setor i no período-base; e

c_i^0 = participação do setor i no valor adicionado total gerado no período-base.

O método descrito implica que, quando do cômputo de variações anuais, por exemplo, as ponderações ou os pesos dos diversos setores se modifiquem consistentemente com a variação dos índices de produto setorial. Isto porque a hipótese básica é que a relação valor adicionado de cada setor sobre o produto bruto do mesmo setor se mantenha inalterada ao longo da série. Assim, quando um setor cresce acima da média dos outros, sua participação no valor adicionado total também cresce.⁵

A seguir apresenta-se uma breve descrição da metodologia adotada para calcular os índices do produto real dos diversos setores representados no índice.

2.1 Agropecuária

O índice real da produção agropecuária é obtido pela agregação dos índices de lavouras e produção animal.

2.1.1 Lavouras

As informações de produção agrícola existem apenas em bases anuais. O procedimento preliminar adotado neste caso foi distribuir o dado anual de cada uma das vinte principais colheitas segundo a distribuição trimestral relatada no Censo de 1980. Na elaboração do índice real das lavouras, utilizaram-se como ponderadores os preços médios observados em 1980.

É importante salientar que esse procedimento representa apenas uma primeira aproximação – o que explica, em parte, porque os resultados apresentados a seguir são preliminares. Isto porque a produção colhida fornece um indicador imperfeito do valor adicionado real – remuneração dos fatores de produção – nessa atividade. Como ainda não se dispõe de dados sobre o valor adicionado na agricultura para períodos inferiores a um ano, seguimos o procedimento de identificar o valor adicionado real

5. A metodologia utilizada pelo Decna/IBGE para o cálculo da variação anual do PIB real é um pouco diferente da nossa. Isso explica, em parte, as divergências entre nossos resultados e os das contas nacionais. Ver mais adiante.

com produção colhida. Isso tem como implicação um índice do produto real para esse setor com acentuada sazonalidade. Há estudos em curso visando corrigir essa distorção.

2.1.2 Produção animal

Neste caso, utilizamos dados mensais para um grupo representativo de atividades: abate de bovinos, suínos e aves; e produção de derivados (leite e ovos). A estrutura de ponderação, novamente, baseia-se no valor da produção de 1980.

2.2 Indústria

O índice de produto real da indústria é composto pela agregação dos índices das indústrias extrativa mineral e de transformação, da construção civil e dos serviços industriais de utilidade pública. Os dois primeiros são calculados pelo IBGE em bases mensais e pela mesma metodologia aqui adotada. A ponderação é dada pela participação no valor adicionado em 1980.

Não existem nem mesmo estimativas diretas anuais de produção da construção civil. Procurou-se então adaptar o índice mensal de insumos da construção civil (Deind/IBGE), que é obtido pela ponderação dos índices de produção de 36 insumos básicos da construção. A ponderação foi extraída da matriz de relações intersetoriais de 1975.

Apesar disso, esse critério indireto implica que a sazonalidade da atividade da indústria de construção, assim calculada, seja semelhante à da indústria de transformação. Como não existe nenhuma justificativa econômica para isso, optou-se pela utilização do índice dessazonalizado (método XII), o que representa uma inovação em relação as estimativas de PIB trimestral anteriores.

Os serviços públicos incluem os de energia elétrica, gás e esgotos. As únicas estatísticas mensais disponíveis a curto prazo são de consumo de energia elétrica, adotado como *proxy* para a produção deste setor.

2.3 Comércio

Também aqui a mensuração é feita de forma indireta, pelos índices de produção da agropecuária e de diversos setores da indústria, além de um índice de importações (exceto trigo e petróleo), que são ponderados pelas margens de comercialização obtidas da MRI de 1975. A aplicação do critério acima implicaria que o índice de comércio assim calculado apresentasse uma sazonalidade similar à da indústria (pico de produção no 3º trimestre), o que contraria, em princípio, a intuição econômica para pelo menos as atividades varejistas. Duas inovações foram introduzidas: primeiro, a separação do comércio atacadista e do varejista; e, segundo,

para o comércio varejista, retirou-se da série calculada o componente sazonal e imputou-se à mesma a sazonalidade trimestral obtida da série de Indicadores de Nível de Consumo (INCs) levantados pelo MIC.

2.4 Transporte

É obtido pela agregação de transporte aéreo, ferroviário, marítimo e rodoviário. As variáveis que entram no cálculo do índice de transporte aéreo são: número de passageiros/quilômetro transportado, bagagem, carga e mala postal (toneladas/quilômetro). No caso do transporte ferroviário, levou-se em conta o transporte de carga e passageiros nas principais ferrovias do país. O transporte marítimo é calculado a partir de dados de navegação de longo curso, de cabotagem e interior. A *proxy* utilizada para o transporte rodoviário, de longe o mais importante, é o consumo de óleo diesel.

2.5 Comunicações

Este setor é composto por correios e telecomunicações, sendo o produto do primeiro medido pelo volume de tráfego postal, telegramas nacionais e internacionais e outros serviços. O setor telecomunicações é mensurado pelo número de chamadas telefônicas locais, interurbanas e internacionais. Em ambos os casos, os volumes são ponderados pelo preço dos serviços do ano-base.

2.6 Instituições financeiras e outros serviços

Nestes casos, procedeu-se, para os anos até 1986, a interpolação trimestral dos índices anuais calculados pelo Decna/IBGE pelo método *spline* modificado, que se mostrou melhor do que a simples interpolação linear. Enquanto não estiver disponível o dado anual, isto é, ao longo do ano em curso, o indicador será dado pela evolução do emprego em cada setor, segundo o Ministério do Trabalho e Emprego (MTE). Em 1987, adotou-se a taxa anual do Decna/IBGE, distribuindo-se o índice trimestralmente pelo emprego em cada setor.

Note-se que o setor *outros serviços*, que detém expressiva participação no PIB real (12%), não entra no cômputo do PIB em nenhum outro trabalho. A hipótese de que o produto varia junto com o emprego no curto prazo nos parece razoável para um setor composto de atividades de serviços tais como alojamento, pessoais, de alimentação, de ensino, médicos etc.

2.7 Governo

Utilizou-se aqui o mesmo critério das contas nacionais, que adota a taxa de crescimento da população como *proxy* para o crescimento do setor.

3 RESULTADOS E COMENTÁRIOS

Os resultados para o período de 1980 a 1987 aparecem nas tabelas e nos gráficos do anexo A. Como seria de esperar, a série anual obtida para o índice de produto trimestral acompanha de perto a série anual das contas nacionais. As maiores diferenças (tabela 6) concentram-se no setor agropecuário e no de serviços. Essas diferenças podem ser imputadas às pequenas divergências metodológicas utilizadas na construção destas séries.

Para o ano de 1987, em particular, as estimativas do Decna/IBGE situam a taxa de crescimento do PIB real em 2,97%. Nossas estimativas alcançam um valor ligeiramente mais elevado (3,3%), em função, principalmente, do crescimento dos subsetores comércio e outros serviços. No primeiro caso, isso se deve à forma de ponderação das séries originais utilizadas. No segundo, trata-se de atividade não incluída no cômputo do índice das contas nacionais.

A série dessazonalizada do PIB real a seguir apresentada permite observar grandes flutuações cíclicas na presente década. A partir de 1983.I, no entanto, estendendo-se por quinze trimestres, registra-se uma longa fase de expansão do produto, que termina no último trimestre de 1986. Após três trimestres de queda, o mesmo nível volta a ser alcançado no último trimestre de 1987. Outra marca interessante é a grande volatilidade das taxas de crescimento trimestrais. Para ilustrar esse ponto, basta observar que a taxa de crescimento trimestral anualizada no penúltimo trimestre do ano passado era de -3,5% e, no último trimestre, passava a +7,4%. Em particular, no período 1980-1987 estas taxas anualizadas variaram de -10,57%, em 1981.III a 23% em 1986.III. Do que foi exposto, conclui-se que é difícil, da simples observação das séries extrair informações sobre o futuro. É possível, porém, ver claramente a desaceleração do crescimento: na tabela 3, as taxas em relação ao mesmo trimestre do ano anterior caem drasticamente ao longo de 1987, passando de 7,6% em 1986.IV a praticamente zero em 1987.IV. Na tabela 4, a variação acumulada em doze meses passa de taxas no entorno de 8% (de 1985. III até 1987.I) para apenas 3,3% ao final de 1987. Uma estagnação no nível do PIB real parece visível neste último ano, a partir do gráfico apresentado mais adiante.

Ainda em relação a 1987, uma decomposição do crescimento nesse ano revela que o principal responsável foi o setor serviços, seguido da agropecuária, devido ao seu grande peso no total. Isso foi particularmente verdadeiro no último trimestre do ano.

TABELA 1
PIB real: índice trimestral

Grupos	Agropecuária		Indústria				Serviços				Subtotal	PIB trimestral	PIB trimestral dessazonalizado				
	Subgrupo	Lavouras	Produção animal	Subtotal	Construção	Transforma- ção	Extração mineral	Serviços públicos	Subtotal	Comércio				Trans- porte	Comuni- cações	Instituições financeiras	Governo
Peso	6,08	3,92	9,99	6,59	29,20	0,54	1,78	38,11	14,50	3,58	0,83	7,91	6,33	12,03	45,18	93,28	93,28
1980.I	93,10	100,29	95,29	106,22	92,78	95,12	96,48	95,31	93,22	92,18	98,26	98,12	99,18	96,30	93,25	95,59	99,73
1980.II	158,81	104,19	137,41	98,01	97,96	101,76	98,55	98,05	98,83	96,95	98,04	99,10	99,72	101,01	98,44	102,93	99,45
1980.III	87,28	94,29	90,02	99,10	107,07	105,72	101,26	105,40	101,61	105,73	100,69	100,49	100,27	102,36	102,35	101,98	99,91
1980.IV	60,81	101,23	76,67	96,67	102,19	97,40	103,71	101,24	106,34	105,14	103,00	102,29	100,82	100,33	105,97	99,51	100,80
1981.I	93,23	109,24	99,50	97,97	90,97	96,54	104,97	92,91	92,03	93,52	107,36	104,35	101,38	97,21	92,99	95,73	99,88
1981.II	180,74	114,07	154,61	90,40	88,62	97,70	101,56	89,66	94,05	94,77	107,15	106,14	101,94	95,95	94,76	100,69	97,29
1981.III	101,45	98,35	100,23	91,40	92,89	95,43	102,59	93,12	93,52	100,57	110,01	107,54	102,50	95,77	95,58	96,58	94,63
1981.IV	62,81	103,16	78,62	89,15	86,01	100,40	103,27	87,56	94,07	98,89	112,63	108,53	103,06	96,67	95,80	92,28	93,48
1982.I	98,31	108,17	102,17	93,33	80,92	102,34	103,59	84,43	85,28	90,45	125,93	109,30	103,63	97,97	88,04	92,22	96,22
1982.II	162,87	112,49	143,13	97,08	89,95	104,87	109,49	92,31	94,15	97,92	131,28	110,33	104,20	98,66	96,49	101,75	98,32
1982.III	94,34	105,67	98,78	91,16	98,66	100,66	112,79	98,06	98,37	103,47	135,67	111,67	104,77	98,91	100,97	100,45	98,41
1982.IV	68,16	114,28	86,23	83,40	87,88	109,10	112,96	88,58	96,98	103,96	142,12	113,34	105,35	98,74	100,28	95,25	96,48
1983.I	85,46	113,97	96,64	78,83	76,64	110,47	111,65	79,14	80,55	90,44	141,00	114,79	105,93	95,77	85,07	89,46	93,33
1983.II	165,16	116,45	146,07	79,49	82,40	115,92	119,59	84,10	87,18	93,11	143,77	116,18	106,51	97,25	90,79	98,03	94,72
1983.III	103,43	109,40	105,77	77,26	89,94	122,05	120,18	89,62	92,13	102,29	148,26	118,09	107,10	98,20	96,52	97,45	95,48
1983.IV	62,05	109,17	80,52	77,90	86,68	133,29	121,86	87,46	96,63	96,85	154,84	120,54	107,69	100,63	99,22	94,98	96,21
1984.I	99,57	108,05	102,89	77,76	78,97	148,05	127,99	82,04	84,33	96,90	156,19	122,74	108,28	103,21	89,87	93,82	97,89
1984.II	175,86	110,06	150,08	78,87	87,23	151,75	128,41	88,62	93,54	93,34	155,56	124,78	108,88	105,09	96,22	103,31	99,82
1984.III	106,75	96,86	102,87	81,25	96,29	157,34	135,29	96,38	99,32	105,79	164,58	127,49	109,48	107,14	103,41	103,41	101,32
1984.IV	69,42	107,62	84,39	83,55	93,60	170,60	138,60	95,06	103,07	110,30	172,58	130,87	110,08	109,37	107,49	102,34	103,66
1985.I	109,62	111,92	110,52	85,43	86,17	162,25	140,85	89,67	90,73	92,06	174,56	134,61	110,69	111,35	94,66	100,95	105,32
1985.II	198,86	112,96	165,20	85,11	89,07	173,35	144,38	92,16	98,23	100,75	181,12	137,93	111,30	113,33	102,35	109,96	106,24
1985.III	125,10	102,38	116,19	89,85	105,74	178,43	145,98	105,90	107,83	113,19	196,53	140,75	111,91	115,87	112,74	113,04	110,75
1985.IV	77,48	109,82	90,15	97,30	104,67	186,79	151,38	106,74	113,85	120,43	206,67	143,07	112,52	118,97	119,17	112,54	113,99
1986.I	99,02	114,06	104,91	102,28	94,54	180,38	146,44	99,52	98,03	101,27	222,61	145,84	113,04	122,88	104,11	108,88	113,60

(Continua)

(Continuação)

Grupos	Agropecuária			Indústria			Serviços					Subtotal	PIB trimestral	PIB trimestral dessazonalizado				
	Subgrupo	Lavouras	Produção animal	Subtotal	Construção	Transformação	Extração mineral	Serviços públicos	Subtotal	Comércio	Transporte				Comunicações	Instituições financeiras	Governo	Outros serviços
1986.II		165,86	115,46	146,11	102,05	103,03	181,65	154,24	106,36	104,56	113,51	214,88	148,63	113,62	126,27	111,10	118,23	114,23
1986.III		112,49	92,10	104,50	110,53	119,31	180,41	160,08	120,56	117,82	129,33	225,21	150,46	114,20	128,24	124,71	122,78	120,29
1986.IV		77,88	103,90	88,08	105,99	114,49	184,26	164,04	116,32	124,74	135,46	262,14	151,19	114,79	128,77	132,80	121,10	122,67
1987.I		103,88	115,26	108,34	107,10	105,30	176,84	161,61	109,25	108,57	117,76	245,25	151,09	115,38	125,03	116,31	116,58	121,63
1987.II		207,42	118,51	172,58	102,91	100,61	175,16	156,43	110,00	112,98	119,71	248,58	153,71	115,97	130,09	120,20	125,80	121,55
1987.III		133,72	113,45	125,78	96,04	112,53	180,85	160,73	112,89	114,42	130,21	256,80	154,84	116,57	133,85	123,66	122,97	120,48
1987.IV		80,84	126,26	98,64	98,37	109,42	180,54	166,66	111,31	121,42	134,32	267,10	153,81	117,17	136,87	130,25	121,09	122,66

Obs.: média de 1980 = 100.

TABELA 2
PIB real: variação em relação ao trimestre anterior

Grupos	Agropecuária			Indústria			Serviços					Subtotal	PIB trimestral	PIB trimestral dessazonalizado				
	Subgrupo	Lavouras	Produção animal	Subtotal	Construção	Transformação	Extração mineral	Serviços públicos	Subtotal	Comércio	Transporte				Comunicações	Instituições financeiras	Governo	Outros serviços
1980.I	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1980.II	70,58	3,89	43,26	-7,73	5,59	6,97	2,15	2,88	6,02	5,17	-0,23	1,00	0,55	4,89	5,57	7,68	-0,27	
1980.III	-45,04	-9,51	-34,48	1,11	9,29	3,90	2,74	7,49	2,81	9,06	2,71	1,40	0,55	1,33	3,97	-0,93	0,46	
1980.IV	-30,32	7,37	-14,86	-2,45	-4,56	-7,87	2,42	-3,95	4,66	-0,56	2,29	1,79	0,55	-1,98	3,54	-2,42	0,88	
1981.I	53,31	7,91	29,81	1,35	-10,98	-0,88	1,22	-8,23	-13,45	-11,05	4,23	2,02	0,55	-3,11	-12,25	-3,79	-0,91	
1981.II	93,86	4,42	55,38	-7,73	-2,58	1,20	-3,25	-3,50	2,19	1,33	-0,20	1,72	0,55	-1,30	1,90	5,18	-2,59	
1981.III	-43,87	-13,78	-35,17	1,11	4,83	-2,33	1,01	3,87	-0,56	6,13	2,67	1,31	0,55	-0,19	0,86	-4,08	-2,74	
1981.IV	-38,08	4,90	-21,56	-2,45	-7,41	5,22	0,67	-5,97	0,59	-1,67	2,39	0,93	0,55	0,94	0,23	-4,45	-1,22	
1982.I	56,52	4,85	29,95	4,68	-5,92	1,93	0,31	-3,58	-9,35	-8,53	11,80	0,71	0,55	1,34	-8,10	-0,07	2,93	
1982.II	65,67	4,00	40,09	4,02	11,16	2,47	5,69	9,33	10,40	8,26	4,25	0,94	0,55	0,70	9,60	10,34	2,18	
1982.III	-42,08	-6,06	-30,99	-6,09	9,69	-4,01	3,02	6,23	4,48	5,67	3,34	1,22	0,55	0,26	4,64	-1,28	0,10	
1982.IV	-27,75	8,14	-12,70	-8,52	-10,93	8,46	0,15	-9,66	-1,41	0,47	4,76	1,49	0,55	-0,17	-0,68	-5,17	-1,96	
1983.I	25,39	-0,27	12,06	-5,47	-12,79	1,18	-1,17	-10,66	-16,94	-13,01	-0,79	1,28	0,55	-0,99	-15,16	-6,08	-3,26	
1983.II	93,25	2,18	51,16	0,83	7,51	4,93	7,11	6,28	8,24	2,95	1,97	1,20	0,55	-0,53	6,72	9,58	1,49	

(Continua)

(Continuação)

Grupos	Agropecuária		Indústria				Serviços				Subtotal	PIB trimestral	PIB trimestral dessazonalizado				
	Subgrupo	Lavouras	Produção animal	Subtotal	Construção	Transformação	Extração Mineral	Serviços públicos	Subtotal	Comércio				Transporte	Comuni- cações	Instituições financeiras	Governo
1981.II	13.81	9.48		12,52	-7,77	-9,54	-3,99	3,05	-8,56	-4,84	-2,25	9,29	7,10	2,22	-5,01	-3,74	-2,18
1981.III	16.23	4.31		11,34	-7,77	-13,24	-9,74	1,31	-11,65	-7,96	-4,88	9,25	7,01	2,22	-6,43	-6,61	-5,29
1981.IV	3.29	1.91		2,57	-7,77	-15,83	3,08	-0,42	-13,51	-11,54	-5,94	9,35	6,11	2,22	-3,65	-9,60	-7,26
1982.I	5.45	-0.98		2,68	-4,74	-11,04	6,01	-1,31	-9,13	-7,34	-3,28	17,30	4,75	2,22	0,78	-5,32	-3,67
1982.II	-9.89	-1.38		-7,43	7,39	1,51	7,34	7,81	2,96	0,10	3,33	22,52	3,94	2,22	2,82	1,83	1,05
1982.III	-7.01	7.45		-1,45	-0,26	6,21	5,49	9,95	5,30	5,18	2,88	23,33	3,85	2,22	3,28	5,64	4,00
1982.IV	8.52	10.78		9,68	-6,46	2,18	8,74	9,38	1,16	3,09	5,13	26,18	4,43	2,22	2,14	4,68	3,22
1983.I	-13.07	5.37		-5,42	-15,53	-5,29	7,94	7,77	-6,27	-5,55	-0,01	11,97	5,02	2,22	-0,21	-3,37	-3,00
1983.II	1.40	3.52		2,06	-18,12	-8,40	10,54	9,23	-8,89	-7,39	-4,91	9,52	5,30	2,22	-1,43	-5,91	-3,66
1983.III	9.64	3.53		7,08	-15,25	-8,84	21,24	6,55	-8,61	-6,34	-1,14	9,28	5,75	2,22	-0,72	-4,41	-2,98
1983.IV	-8.97	-4.47		-6,63	-6,59	-1,37	22,08	7,87	-1,26	-0,36	-6,84	8,95	6,35	2,22	1,91	-1,05	-0,28
1984.I	16.51	-5.20		6,48	-1,36	3,03	34,74	14,64	3,67	4,70	7,14	10,77	6,92	2,22	5,57	5,63	4,88
1984.II	6.48	-5.48		2,74	-0,77	5,87	30,91	7,37	5,37	7,29	0,24	8,20	7,41	2,22	8,06	5,98	5,38
1984.III	3.20	-11.46		-2,74	5,17	7,06	28,92	12,58	7,55	7,80	3,42	11,01	7,96	2,22	9,10	7,14	6,12
1984.IV	11.89	-1.43		4,81	7,25	7,99	27,99	13,74	8,68	6,67	18,89	11,46	8,57	2,22	8,69	8,33	7,75
1985.I	10.09	3.58		7,41	9,86	9,12	9,01	10,05	9,30	7,59	-5,00	11,77	9,67	2,22	7,88	5,34	7,60
1985.II	13.08	2.53		10,08	7,90	2,11	14,23	12,44	3,99	5,02	7,94	16,43	10,54	2,22	7,84	6,36	6,44
1985.III	17.19	5.69		12,95	10,58	9,81	13,40	7,90	9,88	8,58	7,00	19,41	10,40	2,22	8,15	9,03	9,31
1985.IV	11.60	2.05		6,83	16,45	11,82	9,49	9,23	12,29	10,47	9,18	19,75	9,32	2,22	8,78	10,87	9,97
1986.I	-9.67	1.91		-5,08	19,72	9,71	11,17	3,97	10,98	8,04	10,01	27,53	8,34	2,13	10,36	9,98	7,86
1986.II	-16.60	2.21		-11,56	19,91	15,67	4,79	6,83	15,41	6,44	12,66	18,64	7,79	2,09	11,42	8,55	7,52
1986.III	-10.08	-10.04		-10,07	23,02	12,83	1,11	9,66	13,84	9,26	14,26	14,59	6,90	2,05	10,67	10,62	8,61
1986.IV	0.52	-5.39		-2,30	8,93	9,38	-1,36	8,36	8,98	9,56	12,48	26,84	5,67	2,01	8,24	11,43	7,61
1987.I	4.91	1.05		3,27	4,72	11,38	-1,96	10,35	9,78	10,75	16,28	10,17	3,60	2,07	1,75	11,71	7,07
1987.II	25.06	2.65		18,12	0,84	5,42	-3,57	1,42	4,17	8,05	5,46	15,68	3,39	2,07	3,03	8,20	6,41
1987.III	18.88	23.18		28,37	-13,10	-5,69	0,25	0,40	-6,36	-2,89	0,68	14,02	2,91	2,07	4,38	-0,85	0,15
1987.IV	3.80	21.52		11,99	-7,18	-4,43	2,32	1,60	-4,31	-2,66	-0,84	1,89	1,73	2,07	6,29	-1,92	-0,01

TABELA 4
PIB real: variação acumulada em doze meses em relação ao ano anterior

Grupos	Agropecuária		Indústria			Serviços				Subtotal	PIB trimestral	PIB trimestral desazonalizado				
	Subgrupo	Lavouras	Produção animal	Subtotal	Construção	Transformação	Extração mineral	Serviços públicos	Subtotal				Comércio	Transporte	Comunicações	Instituições financeiras
1980.I	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1980.II	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1980.III	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1980.IV	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1981.I	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1981.II	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1981.III	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-	-
1981.IV	9,56	6,20	8,24	8,24	-7,77	-10,38	-2,48	3,10	-9,19	-6,58	-3,06	9,29	6,64	2,22	2,22	-3,60
1982.I	10,79	3,62	7,94	7,94	-7,01	-12,49	-1,38	0,62	-10,77	-8,00	-4,15	11,40	6,22	2,22	2,22	-3,63
1982.II	0,80	0,80	0,80	0,80	-3,43	-10,05	1,43	1,81	-8,17	-6,86	-2,84	14,74	5,43	2,22	2,22	-1,71
1982.III	-4,10	1,56	-1,92	-1,52	-1,52	-5,10	5,48	3,95	-3,65	-3,65	-0,83	18,24	4,64	2,22	2,22	0,76
1982.IV	-3,32	3,72	-0,61	-1,07	-1,07	-0,30	6,92	6,41	0,03	0,29	2,08	22,38	4,24	2,22	2,22	2,25
1983.I	-7,33	5,35	-2,49	-3,79	-3,79	1,35	7,40	8,73	0,93	0,85	2,89	20,70	4,31	2,22	2,22	2,00
1983.II	-2,90	6,68	0,84	-10,26	-10,26	-1,20	8,24	9,08	-2,11	-1,07	0,81	17,24	4,66	2,22	2,22	0,93
1983.III	0,93	5,73	2,84	-13,96	-13,96	-5,26	12,08	8,21	-5,77	-4,04	-0,24	13,78	5,13	2,22	2,22	-0,06
1983.IV	-1,79	1,90	-0,31	-14,11	-14,11	-6,09	15,51	7,85	-6,34	-4,88	-3,31	9,88	5,61	2,22	2,22	-0,11
1984.I	4,72	-0,75	2,47	-10,86	-10,86	-4,29	22,32	9,56	-4,15	-2,64	-1,68	9,64	6,09	2,22	2,22	1,32
1984.II	6,73	-3,04	2,70	-6,33	-6,33	-0,80	27,44	9,07	-0,61	0,98	-0,41	9,30	6,61	2,22	2,22	3,68
1984.III	5,21	-6,60	0,38	-1,00	-1,00	3,65	29,20	10,59	3,83	4,76	0,79	9,74	7,17	2,22	2,22	6,15
1984.IV	8,53	-5,88	2,62	2,54	2,54	6,09	30,48	12,05	6,40	6,67	6,18	10,38	7,73	2,22	2,22	7,86
1985.I	7,31	-3,75	2,90	5,35	5,35	7,49	23,43	10,93	7,72	7,32	3,17	10,65	8,42	2,22	2,22	8,43
1985.II	9,92	-1,68	5,40	7,55	7,55	6,51	19,36	12,18	7,34	6,74	5,01	12,69	9,21	2,22	2,22	8,37
1985.III	13,23	2,53	9,15	8,91	8,91	7,28	15,80	10,96	7,98	6,97	5,96	14,83	9,81	2,22	2,22	8,14
1985.IV	13,16	3,43	9,50	11,27	8,30	8,30	11,50	9,86	8,94	7,99	4,94	16,95	9,98	2,22	2,22	8,17
1986.I	8,40	2,99	6,38	13,80	13,80	8,46	11,99	8,29	9,36	8,09	8,51	20,93	9,63	2,20	8,80	9,11
1986.II	-3,55	2,88	-1,21	16,74	11,73	11,73	9,60	6,96	12,12	8,41	9,66	21,34	8,93	2,16	9,71	9,61
1986.III	-9,58	-0,79	-6,43	19,83	12,54	12,54	6,51	7,43	13,16	8,60	11,59	19,95	8,06	2,12	10,32	10,32
1986.IV	-10,92	-2,64	-7,98	17,66	11,86	11,86	3,69	7,25	12,24	8,40	12,46	21,87	7,15	2,07	10,15	10,21
1987.I	-8,06	-2,85	-6,18	13,65	12,21	12,21	0,59	8,80	11,92	9,03	13,87	17,42	5,96	2,06	7,91	10,62
1987.II	7,32	-2,70	3,53	8,95	9,74	9,74	-1,45	7,38	9,18	9,39	12,01	16,71	4,86	2,05	5,81	10,49
1987.III	14,97	4,56	11,02	-0,03	-0,03	4,60	-1,66	5,01	3,71	6,09	8,31	16,49	3,88	2,06	4,31	7,38
1987.IV	15,51	11,27	13,92	-3,90	-3,90	1,04	-0,73	3,30	0,34	2,75	4,68	10,04	2,90	2,07	3,89	3,74

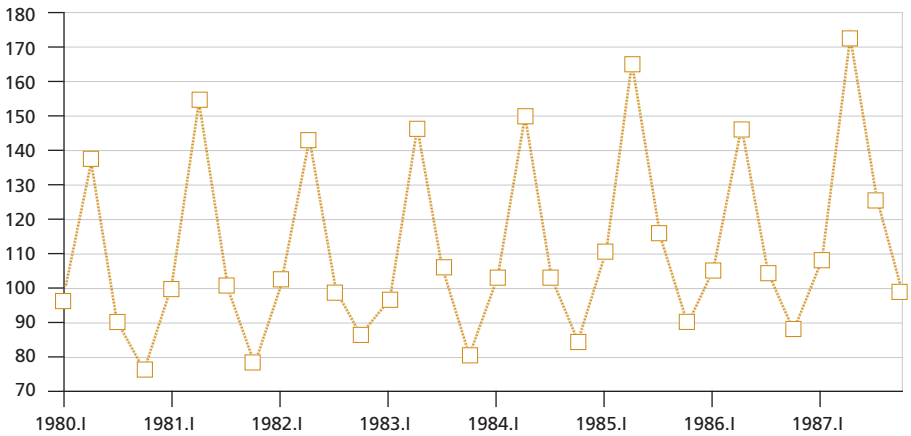
REFERÊNCIAS

CONTADOR, Claudio R.; SANTOS FILHO, Wilber A. C. Produto interno bruto trimestral: bases metodológicas e estimativas. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, v. 17, n. 3, p. 711-742, dez. 1987.

LOPES, Francisco L. P.; MODIANO, Eduardo M. Determinantes externos e internos da atividade econômica no Brasil. **Estudos Econômicos**, São Paulo, v. 15, n. 3, set./dez. 1985.

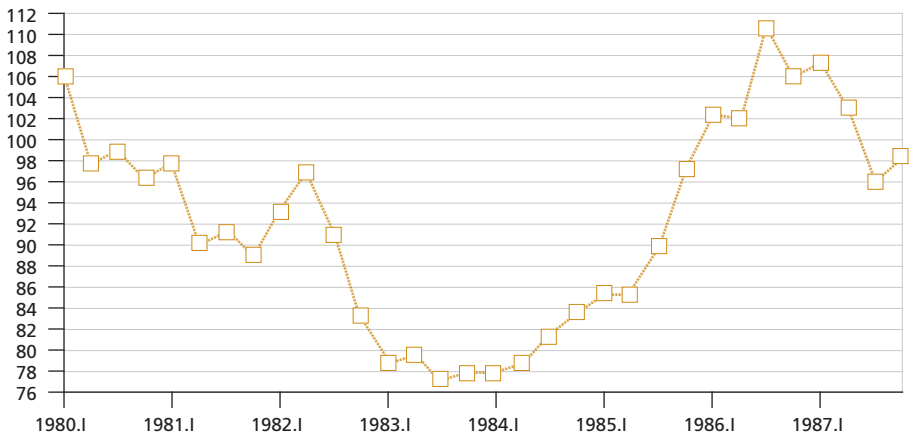
ANEXO A

GRÁFICO A.1
Agropecuária

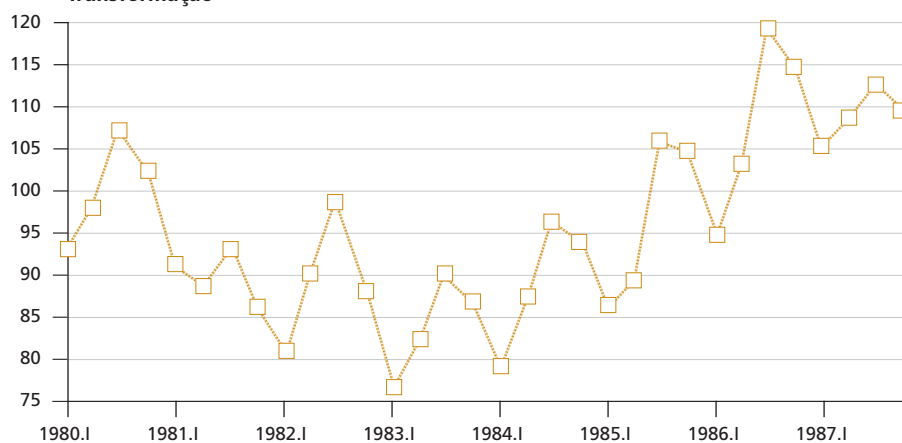


Fonte: Instituto de Pesquisa (Inpes)/Ipea.
Obs.: média 1980 = 100.

GRÁFICO A.2
Construção civil

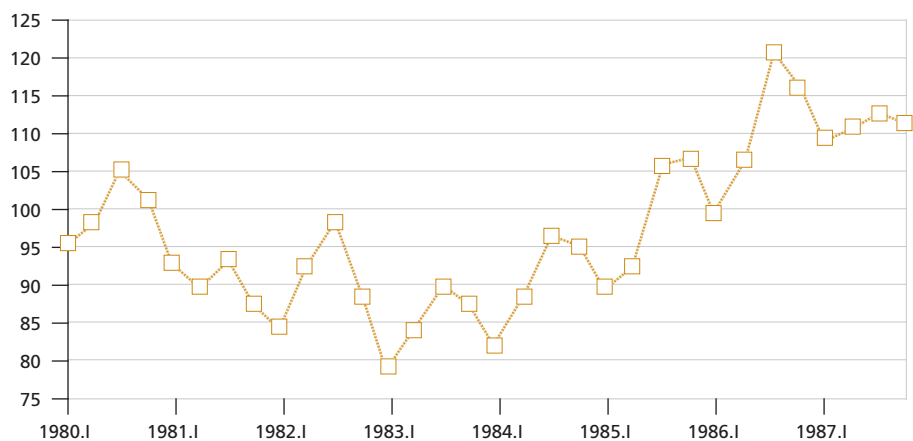


Fonte: Inpes/Ipea.
Obs.: média 1980 = 100.

GRÁFICO A.3
Transformação

Fonte: Inpes/Ipea.

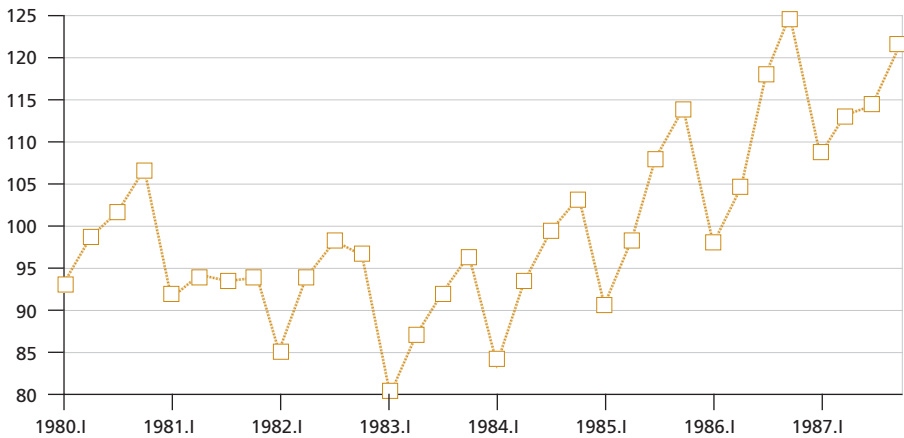
Obs.: média 1980 = 100.

GRÁFICO A.4
Indústria

Fonte: Inpes/Ipea.

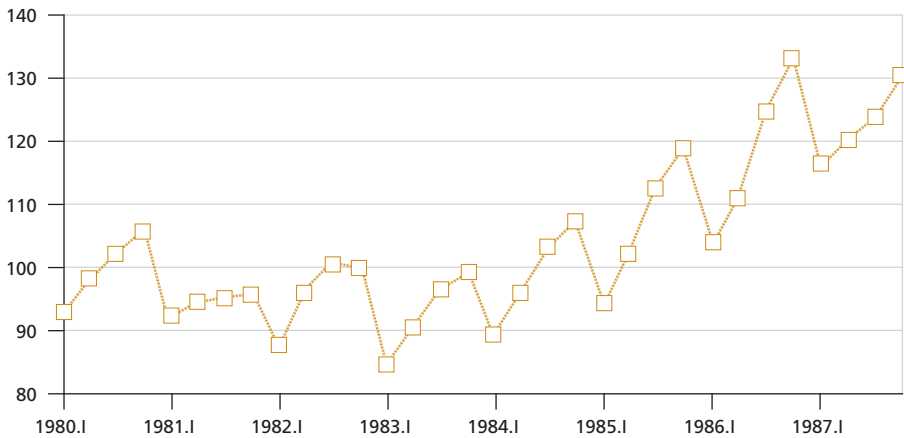
Obs.: média 1980 = 100.

GRÁFICO A.5
 Comércio



Fonte: Inpes/lpea.
 Obs.: média 1980 = 100.

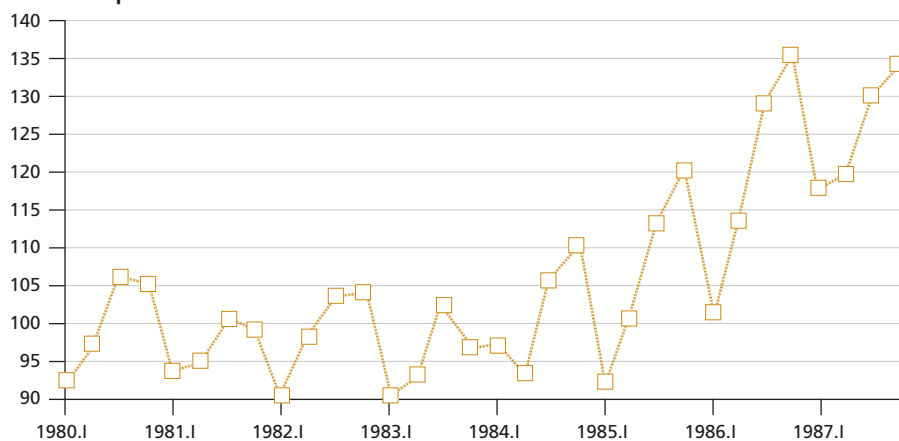
GRÁFICO A.6
 Serviços



Fonte: Inpes/lpea.
 Obs.: média 1980 = 100.

GRÁFICO A.7

Transportes

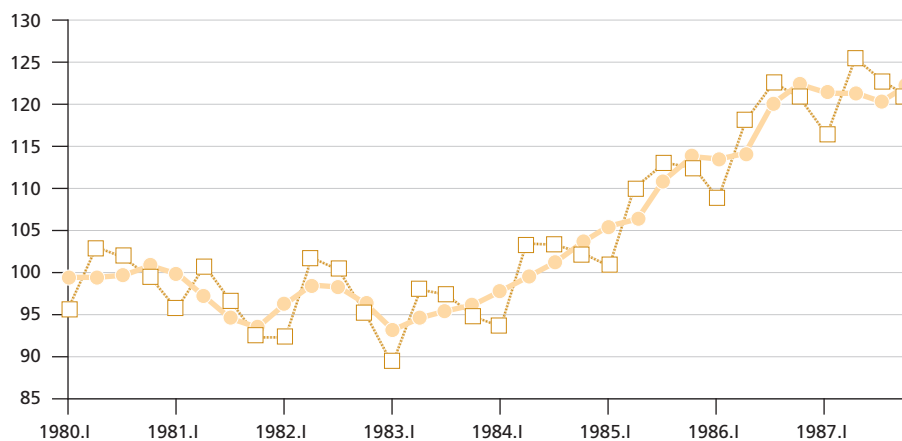


Fonte: Inpes/Ipea.

Obs.: média 1980 = 100.

GRÁFICO A.8

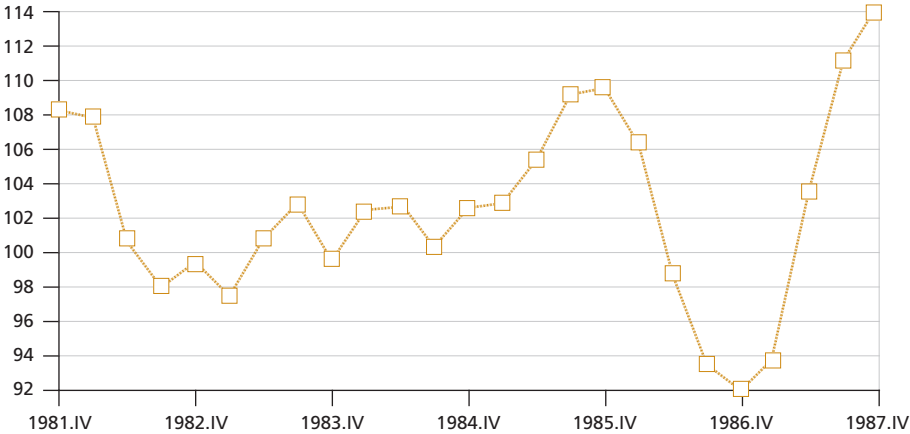
PIB trimestral



Fonte: Inpes/Ipea.

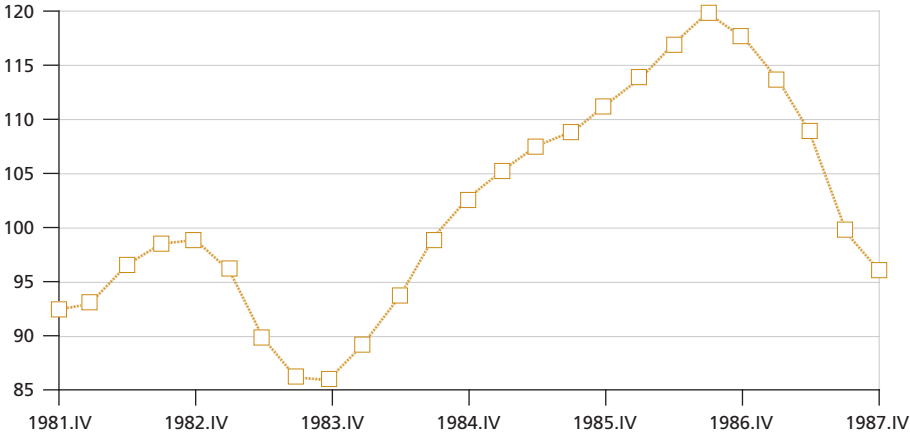
Obs.: média 1980 = 100.

GRÁFICO A.9
 Agropecuária

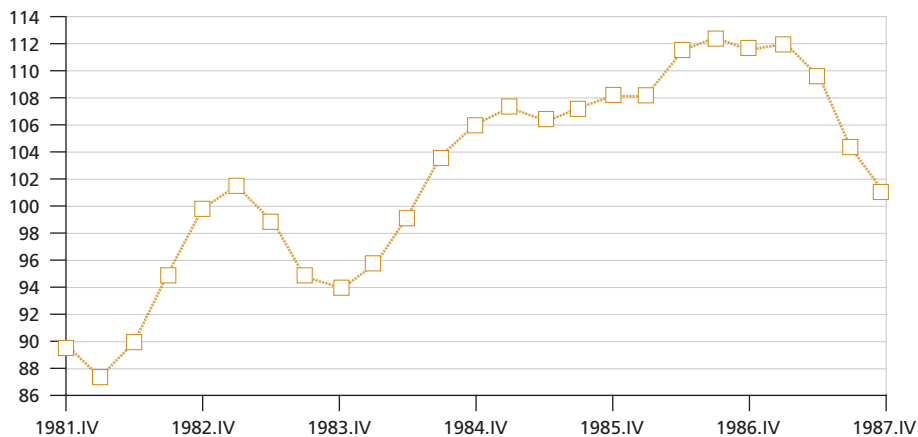


Fonte: Inpes/Ipea.
 Obs.: variação acumulada em doze meses (média 1980 = 100).

GRÁFICO A.10
 Construção civil

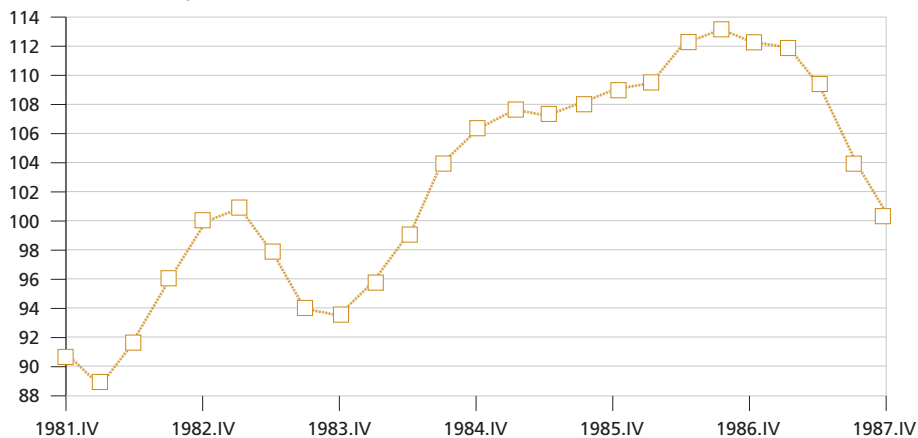


Fonte: Inpes/Ipea.
 Obs.: variação acumulada em doze meses (média 1980 = 100).

GRÁFICO A.11
Indústria

Fonte: Inpes/Ipea.

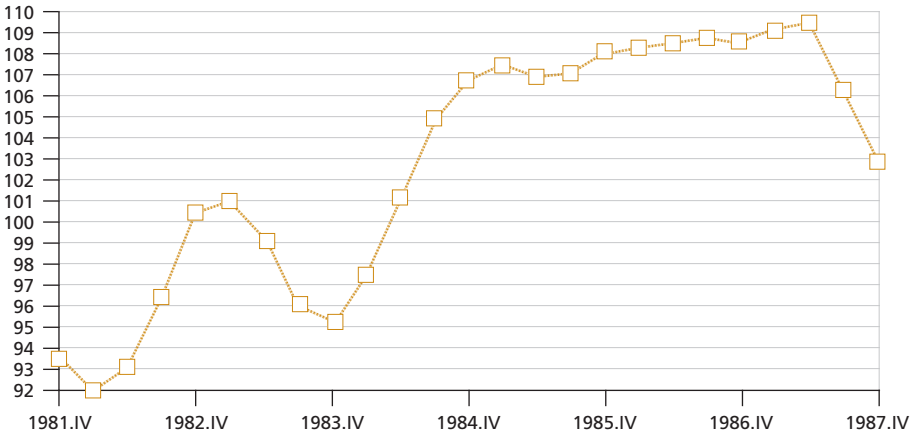
Obs.: variação acumulada em doze meses (média 1980 = 100).

GRÁFICO A.12
Transformação

Fonte: Inpes/Ipea.

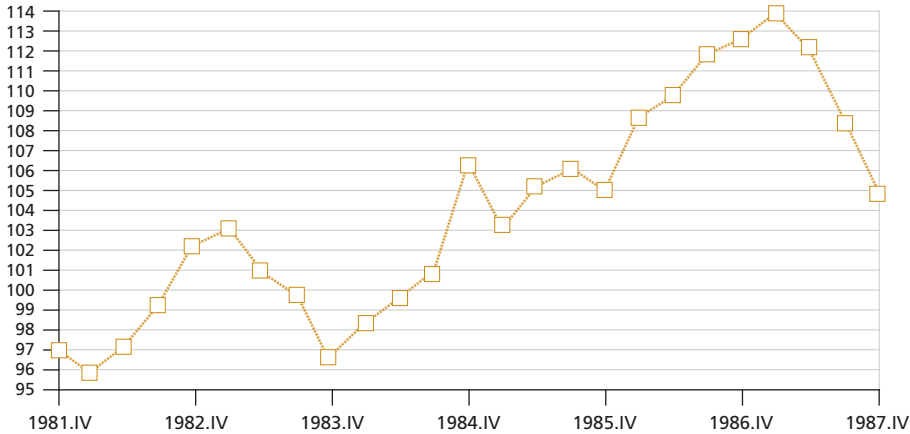
Obs.: variação acumulada em doze meses (média 1980 = 100).

GRÁFICO A.13
Comércio



Fonte: Inpes/lpea.
Obs.: variação acumulada em doze meses (média 1980 = 100).

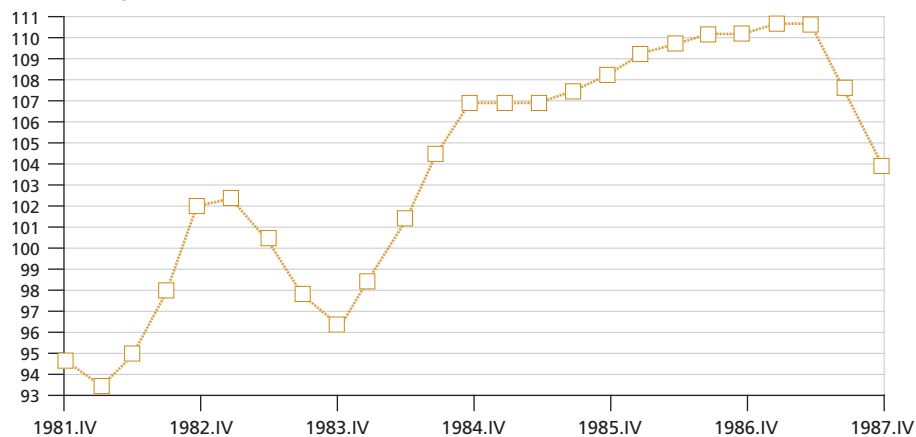
GRÁFICO A.14
Transportes



Fonte: Inpes/lpea.
Obs.: variação acumulada em doze meses (média 1980 = 100).

GRÁFICO A.15

Serviços

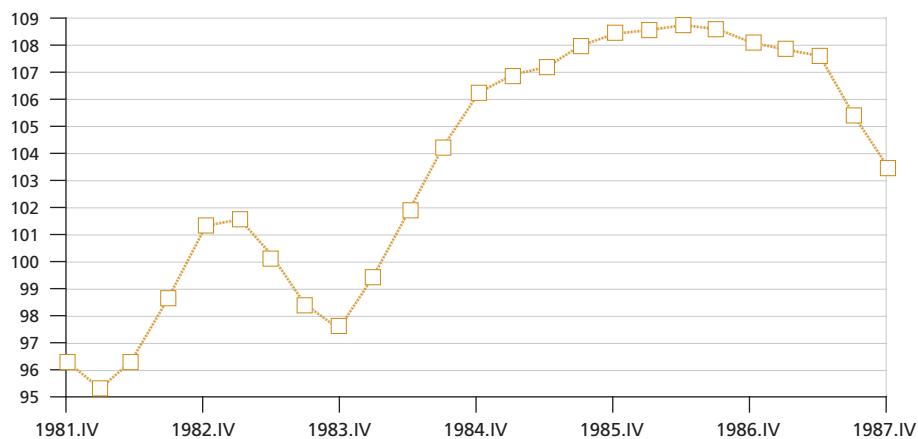


Fonte: Inpes/Ipea.

Obs.: variação acumulada em doze meses (média 1980 = 100).

GRÁFICO A.16

PIB trimestral



Fonte: Inpes/Ipea.

Obs.: variação acumulada em doze meses (média 1980 = 100).

ESTIMATIVAS TRIMESTRAIS PARA A FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO NO BRASIL (1975-1987)^{1,2}

Armando Castelar Pinheiro
Virene Matesco

1 INTRODUÇÃO

A crise da dívida externa, iniciada no começo da década de 1980, vem deixando profundas sequelas na economia brasileira. A necessidade de comprimir a absorção doméstica para produzir elevados superávits comerciais e a falta de perspectivas de estabilidade macroeconômica trouxeram consigo uma redução significativa nas taxas de investimento, item cuja contenção gera, a curto prazo, menores reações políticas.

Existe um consenso na sociedade sobre a necessidade de se incrementar a taxa de Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), que em 1987 atingiu 16% do produto interno bruto (PIB). O monitoramento do nível de investimento, contudo, mostra-se difícil com informações anuais, até há pouco tempo as únicas disponíveis. Dessa forma, parece importante a elaboração de indicadores relativos a períodos mais curtos, que, além de mais ágeis, permitem um acompanhamento sistemático e frequente da evolução do investimento no país.

O objetivo a que este trabalho se propõe é exatamente ajudar a cobrir esta lacuna, pela estimação de indicadores trimestrais para o investimento em capital fixo no Brasil.³ Para tal desenvolve-se uma metodologia apropriada, aplicando-a em seguida para o período 1975-1987.

2 METODOLOGIA EMPREGADA

Estatísticas de investimento ou de estoque de capital são extremamente raras e usualmente de qualidade incerta, não apenas no Brasil, mas também, salvo poucas exceções, em todos os países.

1. Este anexo foi publicado originalmente como Nota Técnica do Boletim de Conjuntura nº 3, de abril de 1988.

2. Este trabalho encontra-se mais detalhado em Pinheiro e Matesco (1988a). Ver, ainda, Pinheiro e Matesco (1988b).

3. Estimativas trimestrais de investimento são publicadas pela Macrométrica (1988). Ver também Modiano (1987).

Tendo em vista essa crônica ausência de informações quanto às inversões de capital pelos diversos agentes econômicos, decidiu-se definir a FBCF trimestral a partir dos valores de oferta, somando-se o produto da indústria da construção civil (VICC) ao consumo aparente de bens de capital: produção (VPBC), mais importação (VIBC), menos exportação (VEBC). Esta mesma metodologia é utilizada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) na determinação dos valores anuais da FBCF (Zerkowski, 1977). Formalmente, tem-se:

$$VFBCF = VICC + VPBC + VIBC - VEBC \quad (1)$$

Essa estimativa da FBCF tem dois aspectos que precisam ser tratados empiricamente: o primeiro é ser uma grandeza nominal, ou seja, refletir a inflação do período; e o segundo é a incidência de variações dos preços relativos, que podem ou não estar sinalizando mudanças na qualidade dos insumos.

Eliminando-se da FBCF as variações de preços, pode-se construir um índice de *quantum*, definido da seguinte forma:

$$\begin{aligned} \frac{FBCFQ_t}{FBCFQ_0} = & \frac{ICC_t}{ICC_0} \times \frac{VICC_0}{VFBCF_0} + \frac{PBC_t}{PBC_0} \times \frac{VPBC_0}{IBC_0} + \frac{IBC_t}{IBC_0} \times \\ & \times \frac{VIBC_0}{VFBCF_0} - \frac{EBC_t}{EBC_0} \times \frac{VEBC_0}{VFBCF_0} \end{aligned} \quad (2)$$

Onde: ICC, PBC, IBC e EBC são, respectivamente, os índices de *quantum* para construção civil, a produção, a importação e a exportação de bens de capital.⁴

Na medida em que variações nos preços relativos podem representar mudanças na produtividade dos insumos, não refletidas nos índices de *quantum*, estimou-se uma segunda série de valores para a FBCF, que resultou da deflação dos valores de VFBCF pelo índice de preços de Laspeyres equivalentes ao índice da expressão (2).

3 BASE DE DADOS

Apresentam-se na tabela A.1, do anexo, os valores dessazonalizados dos componentes da FBCF, utilizados para calcular o índice definido por (2). As séries são constituídas de médias trimestrais, com base fixa igual ao valor médio em 1980.

A construção civil, cujos valores são divulgados mensalmente pela Fundação IBGE é o item que apresenta, comparativamente, oscilações menos acentuadas, crescendo entre 1975 e 1980, caindo até 1984, para recuperar-se depois até o final de 1986, quando começa a cair. A produção de bens de capital apresenta

4. A expressão (2) define um índice de *quantum* de Laspeyres para a FBCF. Os pesos para 1980 são: ICC = 0,6291; PBC = 0,3264; IBC = 0,0893; e EBC = 0,0448. Foram também utilizadas as participações de cada componente na FBCF em 1975 e 1985, com os resultados obtidos mostrando-se muito semelhantes aos aqui apresentados.

um comportamento distinto, crescendo mais lentamente no período 1975-1980, atingindo um mínimo em 1983, voltando a crescer até o primeiro trimestre de 1987, quando sofre nova inflexão.

O *quantum* importado de bens de capital (IBC) cai acentuadamente a partir de 1975, recuperando-se, em parte, entre 1983 e 1985. Como a divulgação desta série foi interrompida pela Fundação Getulio Vargas (FGV) no final de 1986, utilizou-se, alternativamente ao índice de *quantum*, uma série de valor deflacionado das IBC. Esta foi obtida corrigindo-se o valor, divulgado pela Carteira de Comércio Exterior do Banco do Brasil (Cacex) do Banco do Brasil, das IBC, em dólares, pelo índice de preços por atacado (IPA) dos Estados Unidos para bens de capital. Esta série retrata um quadro semelhante à de *quantum*, mas com queda menos dramática.

O *quantum* exportado de bens de capital apresenta um comportamento regular, com rápida expansão no período 1975/1987. Esta série também sofre uma descontinuidade, tendo-se recorrido mais uma vez ao valor deflacionado das exportações, obtido de forma análoga ao de IBC, na estimação de valores mais recentes da FBCF.

A tabela 1 apresenta, resumidamente, a identificação dos componentes que mais contribuíram para as oscilações na FBCF.

TABELA 1
Decomposição das variações na FBCF

Período	Variação na FBCF (%)	Variação nos componentes			
		ICC	PSC	IBC-VD	EBC-VD
75.I – 80.III	30,4	49,4 (89,2)	29,0 (31,1)	-18,1 (-8,5)	296,5 (-14,2)
80.III – 83.III	-35,5	-25,6 (45,5)	-46,7 (42,5)	-40,5 (10,4)	0,4 (-0,5)
83.III – 86.IV	48,0	36,8 (55,5)	64,2 (35,6)	52,4 (9,1)	22,4 (3,2)
86.IV – 87.IV	-10,7	-7,2 (45,1)	-6,9 (19,1)	-4,1 (3,3)	50,7 (-26,9)

Obs.: os números entre parênteses são as participações de cada componente na variação da FBCF.

4 APRESENTAÇÃO DOS RESULTADOS

A fim de averiguar as oscilações nas inversões em capital fixo, faz-se necessário estimar a sazonalidade dos itens que compõem a FBCF, por trimestre. A FBCF mostra um componente sazonal pouco acentuado (tabela A.2, anexo). A primeira metade do ano, em especial o primeiro trimestre, revela-se o período de menor volume de inversões de capital. O terceiro trimestre aparece como aquele em que o indicador da FBCF é sistematicamente mais elevado, superior em 4% à média anual.

É necessário, todavia, refletir um pouco sobre o que significa este comportamento da FBCF. As variações sazonais encontradas para o indicador trimestral da FBCF são decorrentes de uma distribuição desigual da produção de bens de capital e de insumos para a construção civil durante o ano. Parece inapropriado, contudo, admitir que este comportamento sazonal da oferta se verifique também pelo lado da demanda.⁵ Em outras palavras, é pouco provável que empresas e governo sistematicamente invistam no primeiro trimestre menos e no terceiro trimestre mais do que a média anual de suas inversões de capital. Assim, as séries dessazonalizadas parecem mais confiáveis do nível da FBCF trimestral e serão preferencialmente utilizadas nesta análise.

Os valores dessazonalizados da FBCF são apresentados na tabela 2. A primeira coluna, FBCF1, foi obtida utilizando-se o índice definido por (2) e as séries de *quantum* dos diversos componentes da FBCF – colunas (1) a (4) da tabela A.1, anexo.

Para superar o problema da ausência de dados das séries de importação e exportação de bens de capital (*quantum*) – colunas (3) e (4) da tabela A.1 –, que deixaram de ser divulgadas pela FGV a partir de outubro de 1986, recalcularam-se os índices utilizando as séries de valor deflacionado da IBC e da EBC – colunas (5) e (6) da tabela A.1 –, obtendo-se os valores da coluna (2), FBCF2, da tabela 2. Esta segunda estimativa aponta para um crescimento mais rápido dos investimentos em capital fixo no período 1975-1980 e uma queda mais suave para os anos posteriores.

TABELA 2

Formação bruta de capital fixo total: médias trimestrais dessazonalizadas

Anos	Trimestre	Formação bruta de capital fixo			Anos	Trimestre	Formação bruta de capital fixo		
		FBCF 1	FBCF 2	FBCF3			FBCF 1	FBCF 2	FBCF3
1975	I	83.2	79.6	81.3	1932	I	84.7	84.2	84.6
	II	83.8	81.3	83.7		II	87.5	86.7	87.7
	III	84.2	81.6	83.7		III	82.8	81.8	82.9
	IV	88.7	83.7	87.9		IV	75.7	75.6	75.2
1976	I	87.2	84.1	86.8	1983	I	68.8	70.0	68.0
	II	87.9	85.6	87.9		II	68.7	69.2	66.8
	III	89.6	89.5	59.7		III	66.1	67.0	63.7
	IV	90.3	89.3	90.8		IV	68.6	70.3	66.8

(Continua)

5. Mesmo no caso das importações, devido à forte influência da dinâmica própria do comércio internacional, é pouco razoável supor que seu componente sazonal esteja refletindo igual ao comportamento do lado da demanda.

(Continuação)

Anos	Trimestre	Formação bruta de capital fixo			Anos	Trimestre	Formação bruta de capital fixo		
		FBCF 1	FBCF 2	FBCF3			FBCF 1	FBCF 2	FBCF3
1977	I	89.7	88.9	90.0	1984	I	67.2	67.5	65.5
	II	86.7	85.7	86.8		II	69.4	69.5	67.2
	III	86.8	86.2	87.2		III	71.0	72.7	69.2
	IV	83.6	82.2	84.1		IV	73.1	73.5	71.1
1978	I	84.7	83.7	85.1	1985	I	75.9	75.3	74.4
	II	92.7	89.2	91.2		II	73.4	74.3	70.8
	III	90.9	89.8	91.2		III	79.9	80.5	78.4
	IV	93.6	92.3	93.7		IV	83.3	86.2	81.6
1979	I	95.1	93.2	95.2	1986	I	90.9	91.7	91.3
	II	95.4	92.6	95.2		II	92.9	94.1	91.2
	III	92.0	90.8	92.1		III	97.0	99.1	94.6
	IV	95.0	94.6	95.4		IV	-	99.2	-
1980	I	96.9	97.7	97.2	1987	I	-	98.4	-
	II	98.5	97.7	98.5		II	-	95.1	-
	III	103.5	103.8	102.8		III	-	88.9	-
	IV	100.7	100.5	101.0		IV	-	88.6 ¹	-
1981	I	95.1	95.3	96.7					
	II	86.6	86.9	87.8					
	III	84.0	93.5	84.1					
	IV	82.3	82.3	92.0					

Fonte: (CE) FGV, Cacex e IFS.

Elaboração: Inpes/Ipea.

Obs.: Base: média de 1980 = 100. A primeira estimativa (FBCF1) usa séries de *quantum* da construção civil e da produção de bens de capital e as séries de *quantum* de exportações e importações divulgadas pela FGV na *Conjuntura Econômica*. Para o cálculo da segunda série (FBCF2), os valores de *quantum* de exportações e importações divulgados pela Cacex foram substituídos pelas séries de valores em dólares deflacionados. Finalmente, a terceira coluna (FBCF3), com os valores da FBCF deflacionados, corresponde ao índice da expressão (4). Todas as séries de preços foram obtidas na *Conjuntura Econômica*, com exceção do IPA (Estados Unidos) para bens de capital, extraído do IFS.

Nota: ¹Valor preliminar.

A série de valores deflacionados da FBCF – coluna (3) – aponta um comportamento semelhante ao da coluna (1) para o período 1975-1980, indicando, contudo, uma queda mais pronunciada para os trimestres restantes. A interrupção desta série no quarto trimestre de 1986 é decorrente do problema anteriormente mencionado.

Independentemente da série que se utilize, observa-se que a FBCF cresce a partir do primeiro trimestre de 1975 até o último trimestre de 1976, decresce no ano seguinte, para expandir-se posteriormente até o terceiro trimestre de 1980. A partir de então, a FBCF cai brusca e demoradamente em cerca de um terço do seu valor médio em 1980. Esta queda parece mais intensa na série de valor deflacionado (FBCF3).

O final de 1983 marca o princípio da recuperação nos níveis da FBCF, que, apesar de tímida no começo de 1984, mostra-se vigorosa a partir de então: o crescimento assoma a 47,4% quando se compara o último trimestre de 1986 com o terceiro trimestre de 1983.

Enquanto o primeiro trimestre de 1987 mostra um comportamento estacionário para as inversões de capital no Brasil, os trimestres seguintes apontam nova e preocupante queda nos níveis da FBCF, que atinge 10,7% quando se comparam os últimos períodos de 1987 e de 1986.

Como apenas a série da coluna (2) da tabela 2 permite acompanhar o comportamento recente da FBCF, esta será adotada na análise a seguir.

Na tabela 3, são apresentadas as séries trimestrais da participação da FBCF no PIB: a primeira – coluna (A) – utiliza as estatísticas trimestrais do PIB levantadas por Contador e Santos Filho (1987); a segunda – coluna (B) – incorpora os resultados preliminares para o PIB de Bonelli e Ardeo (1988); e, finalmente, na última – coluna (C) – são apresentados os resultados da Macrométrica (1988) para a participação das inversões de capital no PIB⁶ (gráfico 1).

TABELA 3

Participação da formação bruta de capital fixo no PIB: séries dessazonalizadas (1975-1987)
(Em %)

Anos	Trimestre	FBCF ¹ PIB	FBCF ² PIB	FBCF ³ PIB
1975	I	24.73	-	-
	II	24.27	-	-
	III	24.11	-	-
	IV	24.73	-	-
1976	I	23.33	-	25.09
	II	23.60	-	24.34
	III	24.87	-	25.63
	IV	23.87	-	25.61
1977	I	23.38	-	23.53
	II	22.15	-	23.07
	III	22.67	-	23.75
	IV	21.17	-	23.26
1978	I	21.40	-	22.51
	II	22.77	-	23.08
	III	22.00	-	22.89
	IV	22.31	-	23.50

(Continua)

6. Ver notas da tabela 3.

(Continuação)

Anos	Trimestre	FBCF ¹ PIB	FBCF ² PIB	FBCF ³ PIB
1979	I	22.12	-	22.16
	II	22.08	-	21.99
	III	21.31	-	22.31
	IV	21.68	-	22.59
1980	I	21.42	21.72	22.09
	II	21.68	21.63	21.28
	III	22.71	22.77	22.33
	IV	21.77	21.81	22.33
1981	I	21.28	20.95	20.66
	II	19.73	19.69	19.97
	III	18.99	19.38	19.49
	IV	19.12	19.34	19.90
1982	I	19.56	19.22	19.33
	II	19.41	19.40	18.79
	III	18.55	18.26	18.19
	IV	17.00	17.21	18.65
1983	I	16.31	16.43	16.86
	II	16.12	16.01	15.27
	III	15.74	15.42	15.05
	IV	16.91	16.22	15.92
1984	I	15.67	15.09	15.04
	II	15.95	15.25	14.68
	III	16.13	15.82	15.57
	IV	16.05	15.67	15.24
1985	I	17.01	15.76	16.42
	II	15.97	15.39	14.93
	III	15.97	16.02	15.47
	IV	16.76	16.75	16.40
1986	I	-	17.66	17.97
	II	-	17.93	16.93
	III	-	18.09	17.84
	IV	-	17.91	18.46
1987	I	-	17.81	16.39
	II	-	17.14	16.94
	III	-	16.37	16.60
	IV	-	16.02	16.40

Notas: ¹Utiliza o PIB estimado por Contador e Santos Filho (1987).

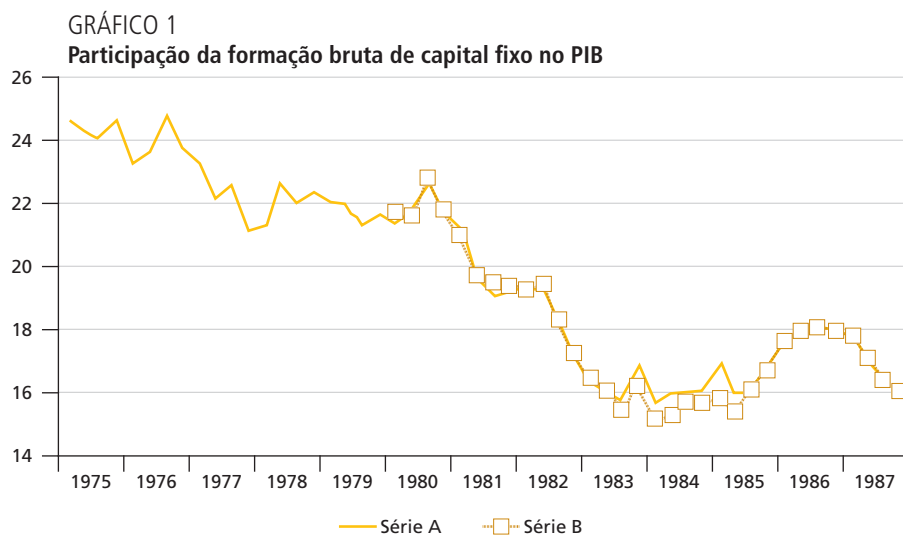
²Utiliza o PIB estimado por Bonelli e Ardeo (1988).

³Macrométrica (1988).

Observa-se para o período 1975-1987 uma tendência geral de queda na relação FBCF/PIB. Após atingir seu valor de pico no terceiro trimestre de 1976 (série A), a participação da FBCF no PIB cai para um patamar 4 pontos percentuais (p.p.) mais baixo, em torno do qual oscila até o começo de 1981.

A partir do segundo trimestre de 1981, a relação FBCF/PIB se apresenta em queda quase contínua. A primeira metade de 1984 marca o semestre com menores valores para esta variável em todo o período de análise, atingindo então um nível de apenas de 15,1% (série B). Por trás destes valores, está a recuperação mais lenta e modesta das inversões de capital, que só acompanharam o crescimento do PIB com certa defasagem.

No terceiro trimestre de 1985, inicia-se uma recuperação das taxas de FBCF, que elevou sua participação no PIB em cerca de 18% no segundo trimestre de 1986. Apesar da relativa ascensão, esta retomada dos investimentos é claramente insuficiente para recolocar o nível da FBCF nos patamares do início da década de 1980. O ano de 1986 e o primeiro trimestre de 1987 caracterizam-se por uma participação bastante estável da FBCF no PIB, que viria depois a iniciar um processo de queda.



Fonte: Ipea/Impes.

Obs.: utiliza o PIB estimado por Contador e Santos Filho (1987) e por Bonelli e Ardeo (1988). Macrométrica (1988).

Verifica-se, assim, que a taxa de investimentos (dessazonalizada) permanece, desde o final de 1982, abaixo do patamar de 18% do PIB. Mais do que isso, é preocupante que a tendência recente dos dados indique que o Brasil parece estar mais próximo de repetir seu desempenho de 1983 a 1984 do que voltar aos níveis

de participações da FBCF no PIB do período 1980-1981. De fato, é isto que demonstram os valores da relação FBCF/PIB obtidos para os últimos trimestres de 1987. As comparações diretas entre as séries A e B, e destas com os resultados da Macrométrica, permitem verificar a independência das conclusões anteriores em relação a variações no procedimento de cálculo da FBCF e do PIB.⁷

5 OBSERVAÇÕES FINAIS

Apesar de o crescimento do PIB ter-se limitado a 3,7% no período 1980-1987, a taxa de ociosidade da indústria de transformação, medida pela FGV, situou-se neste último ano em 12%, valor semelhante ao observado em 1976, que finalizava um período de sete anos em que o crescimento médio do PIB situou-se em torno de 10% ao ano (a.a). Por trás deste quadro, estão os baixos níveis de investimento que se observaram na economia brasileira já a partir do início desta década.

Do primeiro trimestre de 1975 ao terceiro de 1980, a FBCF expandiu-se pouco mais de 30%, impulsionada, em cerca de 90%, pelo crescimento da indústria da construção civil. Apesar de significativo, o crescimento da FBCF foi mais modesto do que o do PIB. Os três anos seguintes marcam uma contração da FBCF de 35,5%, em quase 54% refletida na menor absorção doméstica de máquinas e equipamentos.

Nova fase de expansão se inicia no terceiro trimestre de 1983 e se estende até o último trimestre de 1986, sem que se observem alterações muito significativas na composição da FBCF. Estável, em princípio, o indicador de investimento em 1987 passa a sinalizar nova queda nos níveis da FBCF, que se avizinha de 11% no último trimestre do ano quando se compara com igual período do ano anterior. Mais uma vez, a contração observada na FBCF reflete-se, primordialmente, na queda da absorção doméstica de bens de capital.

Assim, duas conclusões podem ser tiradas da evolução da FBCF nos últimos anos. Primeiro, que seu crescimento a partir de 1983 foi insuficiente para recuperar sequer os níveis de 1980. O ano de 1987 caracteriza-se, ao contrário, por nova inflexão, apontando uma tendência de queda já no segundo semestre do ano. Segundo, que a participação da construção civil na FBCF tem aumentado sensivelmente nos últimos anos, em detrimento das inversões em máquinas e equipamentos, com reflexos possivelmente sobre a capacidade reprodutiva do investimento.

Desde o final de 1982, a participação da FBCF no PIB não ultrapassa o patamar de 18%, um nível por si só insuficiente para garantir uma expansão significativa do potencial de produção da economia brasileira no longo prazo.

7. A Macrométrica (1988) utiliza pesos diferentes para os da FBCF.

REFERÊNCIAS

BONELLI, Regis; ARDEO, Vagner. **PIB trimestral**: metodologia e estimativas para o período: 1980-1987. Rio de Janeiro: Ipea/Inpes, 1988.

CONTADOR, Claudio R.; SANTOS FILHO, Wilber A. C. Produto interno bruto trimestral: bases metodológicas e estimativas. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, v. 17, n. 3, p. 711-742, dez. 1987.

MACROMÉTRICA. **Boletim Mensal**, Rio de Janeiro, v. 38, fev. 1988.

MODIANO, Eduardo M. Investimento em 1987: recuperação frustrada. **Folha de S. Paulo**, São Paulo, 16 set. 1987.

PINHEIRO, Armado C.; MATESCO, Virene. **Investimento em capital fixo na economia brasileira**: estimativas trimestrais para o período 1975-1987. Rio de Janeiro: Ipea/Inpes, abr. 1988a. (Texto para Discussão, n. 135).

_____. Formação bruta de capital fixo no Brasil: uma análise do período 1947-1986. Rio de Janeiro, Ipea/INPES, 1988b.

PORTUGAL, Sergio S. **Estimativas para o PIB mensal do Brasil (1975-1986)**. Rio de Janeiro: Ipea/Inpes, dez. 1987. (Relatório Interno, n. 6).

ZERKOWSKI, R. M. Fundamentos metodológicos e conceituais das estimativas de investimento. **Revista Brasileira de Economia**, Rio de Janeiro, v. 31, n. 2, abr./jun. 1977.

ANEXO

TABELA A.1
Formação bruta de capital fixo: componentes dessazonalizados

Anos	Trimestre	Índice da construção civil (1)	Produção doméstica bens de capital (2)	Importação bens de capital <i>quantum</i> (3)	Exportação bens de capital <i>quantum</i> (4)	Valores deflacionados	
						Importação bens de capital (5)	Exportação bens de capital (6)
1975	I	69,5	79,5	166,5	24,7	128,6	25,8
	II	71,5	81,3	159,7	51,8	123,1	31,8
	III	71,7	81,3	159,8	33,9	127,9	31,3
	IV	74,5	85,5	168,1	28,2	115,4	3x,6
1976	I	74,7	89,1	144,4	27,0	110,9	31,8
	II	76,8	89,9	126,5	30,2	105,6	34,8
	III	8x,9	91,4	116,7	31,9	101,0	34,9
	IV	82,8	90,0	107,8	28,8	101,5	3x,5
1977	I	87,7	85,1	101,6	37,7	89,1	39,2
	II	82,3	86,0	94,0	41,0	88,1	43,6
	III	83,1	86,0	92,5	42,7	81,9	50,1
	IV	8x,2	83,4	88,6	50,3	78,4	56,2
1978	I	82,5	83,2	98,4	55,7	88,2	64,0
	II	88,5	84,5	129,6	57,9	99,2	66,8
	III	90,2	85,6	99,0	66,2	85,4	64,4
	IV	92,4	86,4	105,6	62,5	95,9	70,2
1979	I	92,8	91,2	117,5	63,4	96,0	69,6
	II	92,0	90,8	113,6	62,9	88,6	66,2
	III	83,3	90,9	111,4	74,0	98,51	77,2
	IV	93,8	95,6	98,1	85,4	90,3	81,4
1980	I	95,8	101,2	95,9	91,9	98,9	86,6
	II	99,0	94,2	101,5	94,6	96,7	95,2
	III	103,8	102,6	95,8	93,4	105,4	102,3
	IV	101,0	102,1	105,9	117,1	97,9	111,8
1981	I	98,3	96,1	83,9	110,5	81,1	106,9
	II	86,8	84,6	83,6	114,8	89,9	111,9
	III	91,2	73,7	86,4	115,3	82,3	116,3
	IV	90,6	69,0	8x,x	105,0	79,1	95,4
1982	I	93,6	70,3	83,3	90,7	72,9	89,5
	II	95,9	70,8	78,7	76,7	69,6	72,4
	III	91,1	70,3	67,7	76,9	58,x	76,8
	IV	84,4	63,0	58,7	70,0	65,8	88,8

(Continua)

(Continuação)

Anos	Trimestre	Índice da construção civil (1)	Produção doméstica bens de capital (2)	Importação bens de capital <i>quantum</i> (3)	Exportação bens de capital <i>quantum</i> (4)	Valores deflacionados	
						Importação bens de capital (5)	Exportação bens de capital (6)
1983	I	79,x	54,6	52,0	66,7	76,5	93,x
	II	78,8	55,9	43,4	77,2	63,8	108,2
	III	77,2	54,7	36,6	76,6	62,7	102,7
	IV	78,4	56,1	48,9	79,1	76,9	90,6
1984	I	77,6	60,6	36,3	103,3	51,4	125,6
	II	78,4	62,6	41,8	105,4	53,1	127,3
	III	81,4	63,5	50,5	107,6	75,7	123,2
	IV	83,5	66,8	44,4	116,9	56,5	132,0
1985	I	84,9	70,9	43,8	104,0	56,6	125,0
	II	85,6	62,5	41,9	110,2	64,1	119,8
	III	90,2	73,9	58,6	114,7	64,9	122,7
	IV	96,9	77,3	43,1	154,1	78,6	163,0
1986	I	101,4	60,5	70,6	134,x	92,8	147,6
	II	102,3	85,9	65,4	143,3	88,8	157,7
	III	111,3	92,5	55,2	136,4	87,6	164,7
	IV	105,6	89,8	-	-	95,6	125,7
1987	I	106,x	91,2	-	-	89,3	134,1
	II	103,6	87,3	-	-	105,7	179,0
	III	96,9	82,6	-	-	117,9	199,5
	IV	96,0	83,6	-	-	91,7	189,4

Fontes: IBGE, (CE) FGV, Cacex, IFS.

Elaboração: Ipea/lpes.

Nota: Base: média de 1980 = 100. O índice de construção civil para o período 1975-1980 foi obtido por Portugal (1987).

Os dados mensais, que não incorporam os efeitos de alguns insumos importantes, como cimento asfáltico, foram corrigidos por um fator de proporcionalidade, para que se tornassem compatíveis com os valores anuais das contas nacionais.

TABELA A.2

Formação bruta de capital fixo: fatores de sazonalidade

Componentes da FBCF	Trimestre			
	I	II	III	IV
ICC	97,7	98,7	103,0	100,7
PBC	92,8	100,9	105,5	100,8
IBC/ <i>Quantum</i>	97,9	97,4	102,2	102,9
IBC/V. deflacionado	93,3	96,5	104,4	106,0
EBC/ <i>Quantum</i>	93,8	96,0	103,0	107,9
IBC/V. deflacionado	89,7	94,7	100,0	116,0
FBCF <i>Quantum</i> (Cacex)	96,5	99,0	104,1	100,4

PREVISÃO DO NÍVEL E CICLO DA PRODUÇÃO INDUSTRIAL^{1,2}

Ricardo Markwald³

Ajax R. B. Moreira⁴

Pedro L. Valls Pereira⁵

1 INTRODUÇÃO

A previsão de variáveis econômicas admite o emprego de técnicas e métodos diversos. Entre aqueles de uso mais difundido, cabe destacar os modelos econométricos que, baseados em um modelo conceitual, ajustam funções que relacionam um conjunto restrito de variáveis econômicas, simulando ainda seus valores e suas trajetórias no contexto de cenários alternativos. Igualmente extenso é o uso de modelos de série temporal, que, com base na história passada da própria variável, inferem seu valor futuro.

A técnica dos indicadores antecedentes (*leading indicators*) pressupõe a escolha de séries isoladas (indicadores parciais ou barômetros) ou a construção de índices compostos cuja trajetória antecipe o comportamento de uma série-alvo, servindo, portanto, como preditor dessa variável. Esta técnica não requer a especificação antecipada de um modelo teórico e não precisa definir de maneira estrita o sentido de causalidade entre as variáveis – como nos modelos econométricos –, podendo, portanto, aproveitar ao máximo as informações de um conjunto amplo de séries.

Um dos objetivos para o qual essa técnica se mostra mais apropriada diz respeito à previsão das reversões (*turning points*) na trajetória de uma certa variável-alvo. Neste sentido, é preciso destacar que a previsão do nível e das reversões de uma série respondem a preocupações de caráter diferenciado e implicam problemas bastante distintos, ainda que relacionados.

A antecipação de pontos de reversão, no caso de variáveis representativas do nível da atividade econômica, é, sem dúvida, de vital importância para a adequada

1. Este anexo foi publicado originalmente como Nota Técnica do Boletim de Conjuntura nº 5, de outubro de 1988.

2. Os autores agradecem ao Dr. José Geraldo Hosannah Cordeiro (Diace/Depec/BCB), por sua inestimável colaboração na montagem do banco de séries temporais. O trabalho será publicado, na sua versão completa, sob a forma de texto para discussão interna do Instituto de Pesquisa (Inpes).

3. Ipea.

4. Ipea.

5. Ipea e Departamento de Economia da Universidade Federal Fluminense (UFF).

e oportuna implementação de políticas de caráter anticíclico, preocupação esta que não está necessariamente presente nos exercícios rotineiros de previsão do nível de uma variável. Estes exercícios podem, no entanto, ser melhor desenvolvidos com base na correta antecipação das reversões, minimizando assim os erros de previsão, particularmente graves quando as reversões ocorrem em momentos próximos ao patamar inicial de projeção.

A previsão do nível da série implica um preditor que minimize os erros de previsão. A previsão das reversões requer, por sua vez, um preditor com capacidade para detectar os pontos de reversão sem incorrer em omissões e tornando mínima a indicação falsa de reversão. A despeito de sua maior exigência – decorrente da necessidade de prever tanto o nível como as reversões da série –, o primeiro dispõe de técnicas mais desenvolvidas. Já o tratamento estatístico rigoroso da previsão das reversões ainda está em fase de desenvolvimento, sendo que algumas das contribuições mais relevantes datam do início desta década.

Um procedimento alternativo à construção de um preditor das reversões que exige uma função de perda assimétrica e que só é relevante no entorno dos momentos de reversão – e resulta na formulação de Neftçi (1982), que vê este problema como o do reconhecimento de rupturas no processo gerador das séries.

Este estudo teve como objetivo a construção de um indicador antecedente do índice de produção da indústria geral levantado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). A escolha do referido índice decorreu do fato de a produção industrial apresentar um comportamento de padrão semelhante ao do produto interno bruto (PIB). De resto, a produção industrial é a série tradicionalmente usada como variável-alvo na maioria dos estudos deste tipo.

Além da construção de um índice composto das séries antecedentes, foi ajustada uma função de previsão que relaciona dinamicamente o indicador com a série-alvo, sendo também calculadas as probabilidades de ocorrência de reversões.

2 METODOLOGIA E PRINCIPAIS RESULTADOS

A economia apresenta fases mais ou menos persistentes e pronunciadas de crescimento e queda da produção. O objetivo do estudo foi antecipar o esgotamento de cada fase e prever o nível da produção utilizando modelos baseados em determinadas hipóteses, as quais pressupõem que:

- a) os eventos econômicos medidos por séries temporais relacionam-se de tal forma no tempo que o valor futuro da série-alvo seja determinado pelo valor presente de fatores não observáveis, e que estes sejam representados por séries temporais relacionadas com a série-alvo, o que não implica necessariamente uma relação causal – no sentido de um modelo conceitual – entre as séries antecedentes e a série-alvo;

- b) as séries temporais podem ser decompostas em componentes de tendência, sazonalidade, ciclo e irregular, e que a relação mencionada em *a* diz respeito exclusivamente às componentes de tendência e ciclo;
- c) a relação temporal de dependência das séries antecedentes com a série-alvo é a mesma para todas as séries – no sentido de terem a mesma função de transferência –, uma vez que cada série tenha sido convenientemente defasada; e
- d) a série-alvo pode ser representada por um processo estocástico $\{Y_t\}$ que nos pontos de reversão muda de regime:

$$Y_t = Y_{t-1} + et$$

$$et \sim N(w) \quad \text{se } t \text{ é um período normal}$$

$$et \sim C(w) \quad \text{se } t \text{ é um período de crise}$$

A hipótese *a* implica que os componentes de ciclo e tendência das diversas séries representem os diferentes fatores que deveriam esgotar os possíveis efeitos sobre a série-alvo. Para isto, as séries antecedentes devem cobrir os diversos aspectos da economia, o que é uma forma de compensar a falta do modelo conceitual. As séries devem ter um número suficiente de observações, de forma que a relação estabelecida tenha validade estatística e possa ser testada sua estabilidade ao longo do tempo, tornando ainda possível a consideração de diferentes momentos da trajetória da série.

A hipótese *b* implica que os componentes de sazonalidade e irregular sejam específicas da série e não estejam relacionadas àqueles fatores comuns.

A hipótese *c* é necessária para tratar da relação dinâmica das séries antecedentes com a série-alvo. De fato, cuidar isoladamente de cada série antecedente levaria a um modelo com número excessivo de variáveis explicativas.

A hipótese *d* é necessária ao cálculo das probabilidades de reversão e implica supor que na economia tudo se passa como se existissem dois estados, o normal e o de crise, com leis próprias de funcionamento representadas pelas distribuições de probabilidade $N(w)$ e $C(w)$.

Nesse caso, o problema de reconhecer o momento da reversão é o mesmo de reconhecer o momento de mudança da lei de probabilidade que rege o funcionamento da economia.

A obtenção dos resultados seguiu uma série de etapas brevemente descrita a seguir.

2.1 Identificação e seleção das séries antecedentes

O critério para o reconhecimento da dependência baseou-se na função de correlação cruzada entre a série-alvo e as séries candidatas, filtradas de acordo com os procedimentos usuais. Foram selecionadas aquelas que antecipavam a série-alvo, mas não eram antecipadas por esta, o que é um critério aproximado de selecionar as séries causadoras (do ponto de vista estatístico) da série-alvo, mas não causadas por ela. Além disso, foi adotado o critério de que as séries selecionadas antecipassem de forma efetiva em quatro meses a série-alvo.

2.2 Agregação das séries antecedentes

A consideração de séries antecedentes com e sem tendência, bem como de esquemas de ponderação alternativos, resultou na construção dos indicadores a seguir.

- 1) Indicador IC: foi construído de acordo com a metodologia usual, ou seja, é uma soma das séries antecedentes devidamente padronizadas e defasadas, ponderada pela sua correlação na defasagem característica com a série-alvo. O gráfico 1 apresenta este indicador em uma escala conveniente, junto com a série-alvo, podendo-se observar a instabilidade da relação de precedência do indicador construído, o que vai condicionar os resultados futuros. Não foi possível identificar qual(is) a(s) série(s) seria(m) responsável(eis) por esta indesejada instabilidade.
- 2) Indicador ID: foi construído de forma semelhante ao anterior, mas com base nas séries transformadas em estacionárias.
- 3) Indicador IR: os ponderadores neste caso foram obtidos a partir do ajustamento de uma regressão de mínimos quadrados ordinários entre a série-alvo e as séries antecedentes. Cabe destacar que este indicador é ótimo no sentido de ser o melhor preditor da série-alvo, dado o conjunto de informações. O gráfico 2 apresenta este indicador, bem como a série-alvo.

GRÁFICO 1
Indicador antecedente – IC

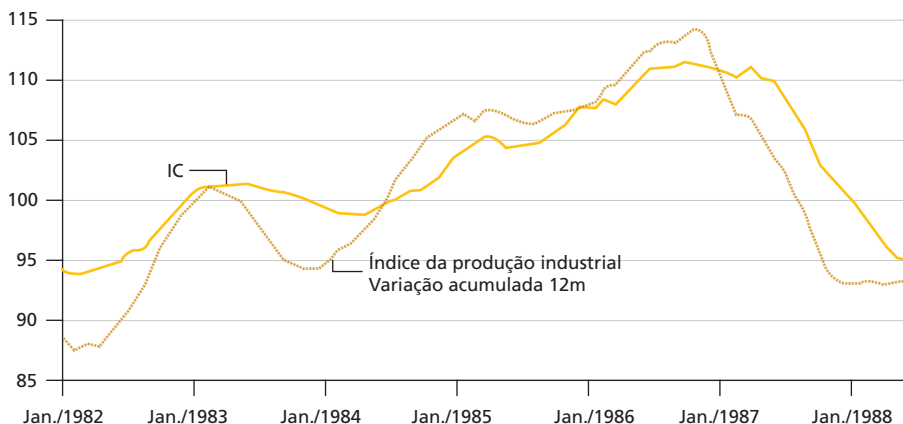
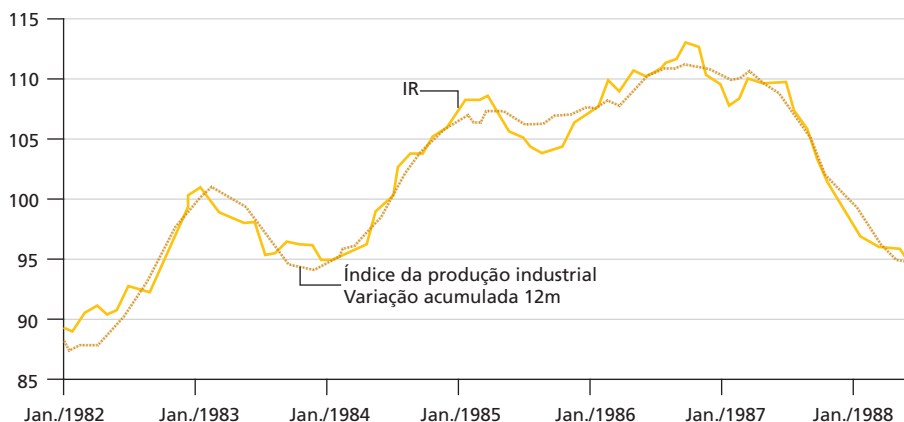


GRÁFICO 2
Indicador antecedente – IR



2.3 Função de previsão

Os indicadores construídos são compostos de séries que têm uma relação dinâmica com a série-alvo. Portanto, em princípio, a função de previsão deve ser dinâmica.

Essa função fica definida pela ordem das defasagens distribuídas da variável independente, pela ordem do polinômio autorregressivo da série-alvo e pela ordem de diferença, se os polinômios tiverem raízes unitárias, utilizada para se transformar em estacionárias as séries consideradas.

A função de autocorrelação da série-alvo e de correlação cruzada com os indicadores (IC, IR e ID) construídos confirmou a existência da relação dinâmica de segunda ordem nas primeiras diferenças das séries.

Foram considerados três diferentes modelos: modelo no nível, modelo com séries estacionárias e modelo com mecanismo de correção de erros (MCE), sendo que este último, por apresentar menor erro médio quadrático, foi, portanto, o escolhido.

O modelo MCE tem sido amplamente usado desde sua formulação inicial devida a Sargan (1964). Este tipo de modelo tem a vantagem de reter informações sobre o nível das séries, de modo que as relações de longo prazo entre as variáveis do modelo estejam presentes. Mais recentemente, Engle e Granjer (1987) introduziram o conceito de série integrada de ordem “d” e o conceito de cointegração entre séries e mostraram que os modelos MCE são equivalentes a séries cointegradas.

As séries Y e os componentes de IR têm tendência de crescimento e tornam-se estacionárias na primeira diferença, ou seja, são ditas integradas de ordem 1. Adicionalmente, a hipótese de que Y e os componentes de IR são cointegradas de ordem 1 não é rejeitada.

Então, o índice IR pode ser interpretado como o valor de equilíbrio de longo prazo para Y , e o modelo MCE, junto com a relação dinâmica acima sugerida, define a relação de curto prazo.

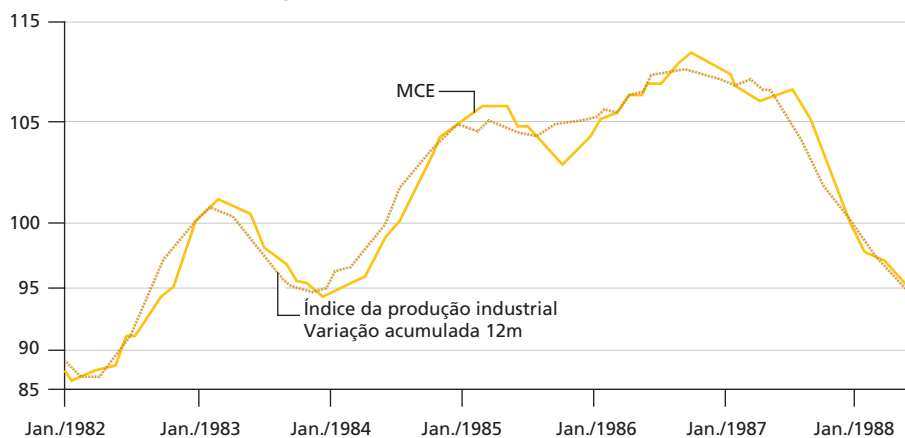
$$\Delta Y_t = \alpha \Delta Y_{t-1} + \beta \Delta Y_{t-2} + \gamma \Delta IR_t + \varepsilon \Delta IR_{t-1} + \phi \Delta IR_{t-2} + \delta (Y_{t-1} - IR_{t-1})$$

Vale mencionar que a relação mencionada foi especificada lembrando a hipótese c , que determina que o padrão dinâmico de resposta das séries componentes e o mesmo para todas as séries.

Definida a escolha do modelo MCE, foi reestimada nova versão deste (modelo MCE – revisão), incluindo séries antecedentes adicionais relevantes que careciam do número de observações suficiente para o período estipulado de validação. O gráfico 3 retrata as previsões desse modelo.

GRÁFICO 3

Previsão (MCE) A 4 – passos dentro da amostra



2.4 Medida da probabilidade de reversão

A hipótese d implica a existência de momentos τ^* , em que há a troca de regimes. Reconhecer estes momentos é o problema do tempo ótimo de parada. Ele consiste em determinar o momento t em que será reconhecida a reversão ocorrida em t^* , com um atraso médio mínimo e para uma dada probabilidade de falsa indicação α .

A formulação de Neftçi (1982) possibilitou o cálculo da probabilidade de ruptura, ou mudança de regime, com base tanto na série-alvo como na série-alvo prevista quatro passos à frente.

3 COMENTÁRIOS E CONCLUSÕES

Em síntese, o estudo estabeleceu:

- a previsão com quatro meses de antecedência do nível da série-alvo com erro de $\pm 2,5\%$; considerando o atraso na publicação das séries antecedentes – bem como da série-alvo –, o avanço operacional de dois meses em relação ao período corrente;
- uma medida da probabilidade de reversão calculada com base na série-alvo observada, bem como na série-alvo prevista com quatro meses de antecedência, confirmando a ocorrência – ou indicando a iminência – de reversão.

Os gráficos 4 e 5 ilustram esses resultados. Assim, o gráfico 4 mostra, por exemplo, a previsão do modelo MCE para o comportamento da produção industrial até o mês de dezembro do corrente ano, ou seja, com avanço operacional de dois meses em relação ao período corrente (outubro).

De acordo com as previsões do modelo, o índice da produção industrial deverá apresentar em dezembro uma variação acumulada em doze meses de $-0,47\%$. Vale destacar que esta previsão é bastante próxima à que resulta do modelo de séries temporais utilizado correntemente pelo Inpes.

O gráfico 5 apresenta, por sua vez, a probabilidade de reversão calculada com base na série-alvo prevista, mostrando que no mês de maio de 1988, e dadas as previsões referentes ao mês de julho (avanço operacional de dois meses), a probabilidade de ocorrência de reversão teria sido julgada iminente. Já em julho, consideradas válidas as previsões do modelo para setembro, a fórmula de Neftçi (1982) confirmaria, com atraso mínimo, a ocorrência de uma mudança de regime antes de setembro. Os dados posteriores referentes à produção industrial de julho e agosto – não disponíveis no momento do cálculo da probabilidade de reversão – confirmariam que, de fato, ocorreu uma reversão em julho de 1988.

Ainda com base nas previsões do MCE até dezembro, a fórmula de Neftçi (1982) não reconhece a possibilidade de nova reversão, o que equivale a dizer que a reversão ocorrida em julho deverá se sustentar pelo menos até o final do ano.

GRÁFICO 4
Previsão (MCE) A 4 – passos fora da mostra

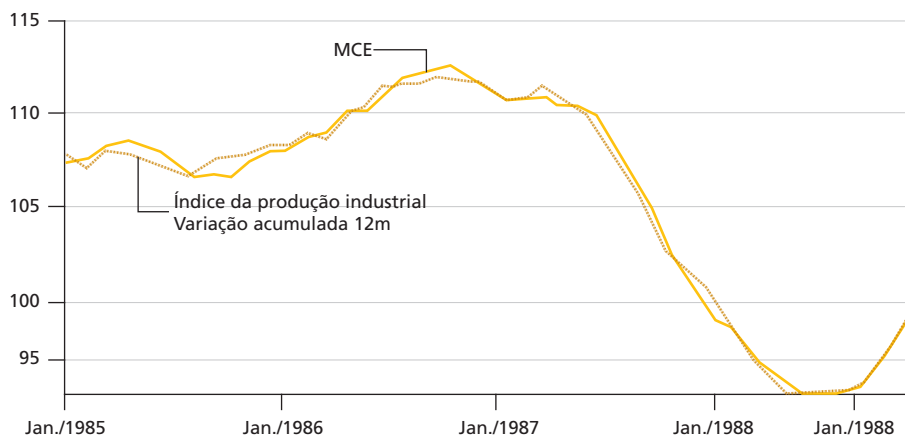
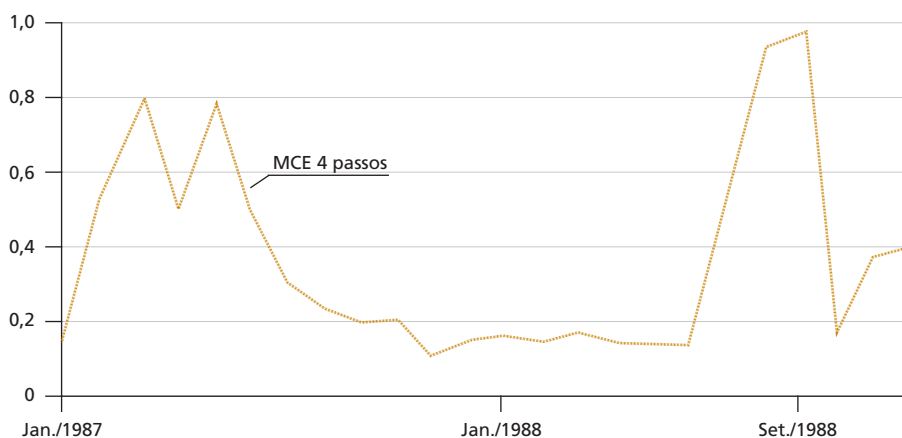


GRÁFICO 5
Probabilidade de reversão



REFERÊNCIAS

NEFTÇI, N. S. Optimal prediction of cyclical downturns. **Journal of Economic Dynamics and Control**, n. 4, p. 225-241, 1982.

SARGAN, J. D. Wage and prices in the United Kingdom: a study in econometric methodology. In: HART, P. E.; MILLS, G.; WITAKER, J. K. (Eds.). **Econometric analysis for national economic planning**. London: Butterworths, 1964.

ENGLE, R. F.; GRANGER, C. W. J. Cointegration and error correction: representation, estimation and testing. **Econometrica**, n. 55, p. 251-76, 1987.

A SUPERAÇÃO DA CRISE¹

Eustáquio J. Reis²

1 INTRODUÇÃO

A economia brasileira chega ao final da década de 1980 em meio a crises econômica e social cuja gravidade e dramaticidade não encontram paralelos.

É com esse pano de fundo que se deve avaliar a magnitude dos desafios que se colocam para a política econômica na atualidade. Evitar a hiperinflação constitui, no curto prazo, o desafio mais premente. Mesmo para um país com um sistema de indexação complexo e sofisticado, como é o caso do Brasil, conviver com taxas de inflação acima de 50% ao mês implica aceitar como inexorável a hiperinflação que será desencadeada por uma crise de credibilidade dos títulos públicos ou por uma crise cambial provocada pelas próprias incertezas políticas e econômicas da atual conjuntura. Nesse aspecto, cabe lembrar que o valor da dívida mobiliária federal em poder do público no final de outubro representou algo como 13% do produto interno bruto (PIB) e 13,4 vezes o valor da base monetária, sendo seu prazo médio de maturidade em torno de noventa dias. Existe, portanto, um risco considerável de descontrole da expansão monetária, caso venha a ocorrer fuga dos títulos públicos.

Na raiz do problema inflacionário brasileiro encontra-se o desequilíbrio financeiro do setor público, que se explica tanto pela crise de endividamento externo como pela persistência dos *deficit* públicos. Nesse sentido, a redução drástica das necessidades de financiamento constitui um pré-requisito básico para se conter a hiperinflação. Os dilemas enfrentados, bem como as dificuldades que se colocam interna e externamente, parecem quase intransponíveis. Internamente, as pressões políticas e a tentativa de se minimizar os efeitos recessivos e inflacionários acarretaram, no período recente, timidez na contenção do *deficit* primário e um processo perverso de ajustamento fiscal, que se faz, sobretudo, via cortes nos programas de investimentos públicos, sacrificando o potencial futuro de crescimento.

1. Este anexo foi publicado originalmente como Nota Técnica do Boletim de Conjuntura nº 9, de dezembro de 1989.

2. Inpes/Ipea.

A alternativa de se atuar sobre os estoques ou o serviço da dívida interna é refreada pelo perigo de se desencadear uma crise de credibilidade, provocando fuga dos recursos aplicados em títulos públicos. Como resultado, o *deficit* público operacional, que, em termos do PIB, havia sido reduzido de 5,9% em 1987 para 4,3% em 1988, deverá voltar a crescer em 1989.

A urgência do ajuste fiscal é dramaticamente evidenciada pela magnitude da fuga de capitais, da crise cambial e da evasão fiscal atualmente vivenciadas pela economia brasileira. Essas distorções constituem, na verdade, a reação do setor privado com o intuito de escapar à taxaço pendente sobre a economia brasileira, que ocorrerá, inexoravelmente, via ajustamento fiscal ou como consequência da hiperinflação. Incerto quanto à magnitude, ao *timing*, à forma e à incidência do ajuste fiscal – em termos de ativos, rendimentos, setores e atividades que serão mais fortemente taxados –, o setor privado procura se antecipar, colocando seus ativos fora da jurisdição fiscal e monetária do Estado brasileiro até o momento em que a taxaço já tenha ocorrido, o que explica tanto o ágio no paralelo como a crescente *informalização* ou *submersão fiscal* da economia. Nesse sentido, pode-se dizer que o corte do *deficit* público deve ser feito em caráter de absoluta urgência e no mais curto espaço de tempo possível. Postergá-lo é aumentar ainda mais os custos de sua execução e torná-lo mais injusto: a evasão e a fuga de capitais reduzem a participação dos segmentos mais privilegiados na base fiscal e, consequentemente, no ônus do ajuste.

As linhas básicas do ajuste fiscal são conhecidas e apontam para a recuperação da carga tributária e para cortes no dispêndio corrente da União.³ Merecem destaque as possibilidades de se reduzir benefícios da previdência social, de forma a torná-los mais seletivos e mais justos. O corte de subsídios às exportações – tanto os explícitos como os implícitos nos preços e tarifas do setor público – também merecem menção especial, por reduzirem, simultaneamente, o *deficit* público e a transferência de recursos para o exterior. Além disso, é preciso fixar metas menos ambiciosas para o programa de investimentos públicos e tarifas mais realistas para o setor energético. Por fim, é conveniente alertar mais uma vez para a necessidade de se indexarem tanto quanto possível as receitas fiscais e a dívida ativa do governo pois só assim se pode estancar a deterioração da carga tributária real, que é, simultaneamente, causa e efeito da hiperinflação.

A magnitude do problema do endividamento interno implica, contudo, a necessidade de medidas complementares para suavizar os efeitos da crise de

3. Para uma tentativa de quantificação, ver Rezende *et al.* (1989).

credibilidade dos títulos públicos desencadeada pelo processo de sucessão presidencial. Nesse sentido, faz-se necessário pensar em alternativas de reescalonamento dos prazos e vencimentos dos títulos da dívida pública. Os riscos inerentes a medidas dessa natureza serão minimizados na medida em que as linhas básicas do ajuste fiscal estejam claramente definidas para a sociedade.

No *front* externo, reduzir as necessidades de financiamento do setor público significa diminuir a transferência de recursos para o exterior. Portanto, é necessário reduzir os gigantescos *superavit* comerciais, negociar com os credores estrangeiros um acordo que contemple um montante significativo de financiamento externo e impedir toda e qualquer forma de pagamento antecipado da dívida externa. Na medida do possível, os *superavit* devem ser reduzidos por meio do aumento das importações, preservando-se ao máximo as exportações, na tentativa de minimizar os efeitos do ajuste sobre o nível de atividade, a eficiência e a competitividade da economia. A redução do *superavit* aumenta a oferta doméstica de bens e diminui tanto as necessidades de financiamento do governo como também, nessa medida, as pressões inflacionárias da economia; por outro lado, ao aumentar a contribuição da poupança externa, permite ainda aumentar a taxa de investimento sem reduzir ainda mais o já deprimido nível de consumo *per capita* da população.

Na medida em que a proposta de ajustamento fiscal seja efetivamente implementada, não há por que temer a crise cambial, usualmente brandida a qualquer menção de redução do *superavit* comercial ou de nova postura de negociação externa. Nas condições atuais, a crise cambial e o ágio no paralelo refletem, como já apontado, a tentativa do setor privado de se proteger contra um ajustamento fiscal dado como certo, mas que ainda está por se concretizar. Nesse sentido, pode-se afirmar que o ajuste fiscal tem precedência sobre a questão cambial e a renegociação da dívida externa. Naturalmente, isto não significa que se possa descuidar da política cambial: o controle do câmbio deve ser mantido com uma taxa suficientemente desvalorizada.

Além disso, o ajustamento fiscal prévio legítima – e, sem dúvida, aumenta as chances de sucesso de – uma postura mais firme na renegociação da dívida externa, a qual não deve ser necessariamente de confrontação, mas requer dos credores e – igualmente importante – dos seus intermediadores financeiros domésticos o reconhecimento de que a dívida não será paga pelo valor de face. Preferivelmente, os pagamentos de juros devem ser recontratados a taxas fixas e incorporando o deságio. Terminantemente, deve ser proibida a conversão em investimento direto ou qualquer outro tipo de recompra dos títulos da dívida externa. Se necessário para atraí-los, os investimentos diretos, feitos em moeda conversível, poderiam ser convertidos em cruzados por uma taxa de câmbio preferencial.

Infelizmente, não há como negar que, no curto prazo, a consequência do ajuste fiscal proposto será um período recessivo para a economia. Cortes no dispêndio público – e, sobretudo, a elevação real de tarifas e preços públicos – implicam a necessidade de uma reestruturação do setor produtivo privado, cujos efeitos imediatos serão, certamente, a redução do investimento, do nível de atividade e do emprego. Os custos sociais e políticos do ajuste fiscal, contudo, poderão ser minimizados com uma redução da transferência de recursos para o exterior. Ademais, a alternativa e a hiperinflação e suas imprevisíveis sequelas políticas, sociais e econômicas, inclusive um período recessivo ainda maior e mais profundo.

REFERÊNCIA

Rezende, F. *et al.* A questão fiscal. IPEA. **Perspectivas da economia brasileira.** Rio de Janeiro: Inpes; Ipea, 1989.

MODELO DE PREVISÃO PARA A INDÚSTRIA: O *INDICADOR IPEA* DA INDÚSTRIA GERAL¹

Claudio Monteiro Considera²

Hélio dos Santos Migon³

Lucília de Fatima Rocha Valadão⁴

1 INTRODUÇÃO

Atualmente se dispõe de dois indicadores que permitem análises de curto prazo sobre o nível da atividade industrial no Brasil: o Indicador do Nível de Atividade (INA) da Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp) e o indicador da indústria geral, calculado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), que se compõe das indústrias extrativa mineral e de transformação – produzido a partir dos resultados da Pesquisa Industrial Mensal-Produção Física (PIM-PF). Por ser a dinâmica industrial fundamental para o desenvolvimento econômico, esses indicadores são os mais utilizados nas análises de conjuntura. O indicador do IBGE, por seguir a metodologia recomendada pelas Nações Unidas e ter abrangência nacional, sendo utilizado no cálculo do PIB, é o mais importante deles.

A defasagem normal entre a divulgação do índice do IBGE e seu mês de referência é, em média, de 45 dias. Eventualmente um ligeiro aumento nesse prazo faz com que a liberação do dado se dê após a data de conclusão de nossas publicações, acrescentando na prática um atraso adicional de um mês. Tais atrasos obviamente comprometem a qualidade das previsões dos modelos de séries temporais voltados para a produção industrial. Com o objetivo de minorar os efeitos dessa defasagem, possibilitando minimizar seus efeitos, foi desenvolvido, no âmbito do grupo de acompanhamento conjuntural da Diretoria de Pesquisa do Ipea, um modelo que permite elaborar uma *proxy* do indicador mensal da produção industrial geral do IBGE. Tal modelo foi elaborado a partir de indicadores que representassem o nível de produção de alguns setores importantes da economia, principalmente bens intermediários e insumos, cujo desempenho, em tese, antecipa a trajetória da indústria geral.

1. Este anexo foi publicado originalmente como Nota Técnica do Boletim de Conjuntura nº 24, de janeiro de 1994.

2. Dipes/Ipea.

3. Instituto de Matemática da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ).

4. Programa das Nações Unidas para o Desenvolvimento (Pnud)/Ipea.

2 METODOLOGIA

A metodologia utilizada contempla as seguintes etapas: *i)* seleção de indicadores setoriais e de defasagem relevantes para estimar o indicador da indústria geral do IBGE, por uma regressão *stepwise*;⁵ *ii)* desenvolvimento de um modelo de regressão, com parâmetros variando, para as variáveis selecionadas no item anterior; e *iii)* elaboração de um modelo de séries temporais para descrever a evolução da *proxy* construída (*indicador Ipea*) e para previsão de curto prazo.

As informações utilizadas referem-se à produção física de aço bruto, laminados de aço, ferro-gusa, cimento, autoveículos, papelão ondulado, papel e também um indicador de consumo de óleo diesel. O período considerado nas estimações iniciais foi de janeiro de 1981 a abril de 1993.

As variáveis ferro-gusa e laminados de aço foram arbitrariamente deixadas de lado nas análises que descrevemos a seguir, com base no argumento de que são produzidos no mesmo setor de atividade e que o aço bruto já permite captar os movimentos de sua produção.

Em relação à dinâmica de curto prazo, intra-anual, decidimos considerar no máximo seis defasagens para cada uma dessas variáveis, o que resultou em 36 regressores. Adotamos um critério de seleção de variáveis e defasagens do tipo *stepwise*, conforme antes mencionado, com a intenção de reduzir a dimensão do modelo final e evitar problemas técnicos.

Foram realizadas algumas tentativas até se chegar a um modelo razoável, cujos resultados são apresentados a seguir:

Partindo-se de uma equação

$$IG_t = f(aço_t, \dots, aço_{t-k}, \dots, \\ \dots, cimento_t, \dots, cimento_{t-k}, \dots)$$

para $t = 1, \dots, T$, $k = 6$ e $f(\cdot)$ uma função linear dos regressores seleciona-se, automaticamente, variáveis e defasagens, que estão em índices com a base na média de 1981 igual a 100.

O Desvio Absoluto Médio (DAM) desse modelo apresentou um resultado de 3,7. Ao desenvolvermos um modelo de regressão com os parâmetros variando, o DAM foi reduzido para 3,5.

5. A seleção de variáveis pelo procedimento de regressão *stepwise* consiste em testar a cada passo a inclusão no modelo da variável de maior correlação parcial. Para mais esclarecimentos sobre a técnica, ver Montgomery e Peck (1982).

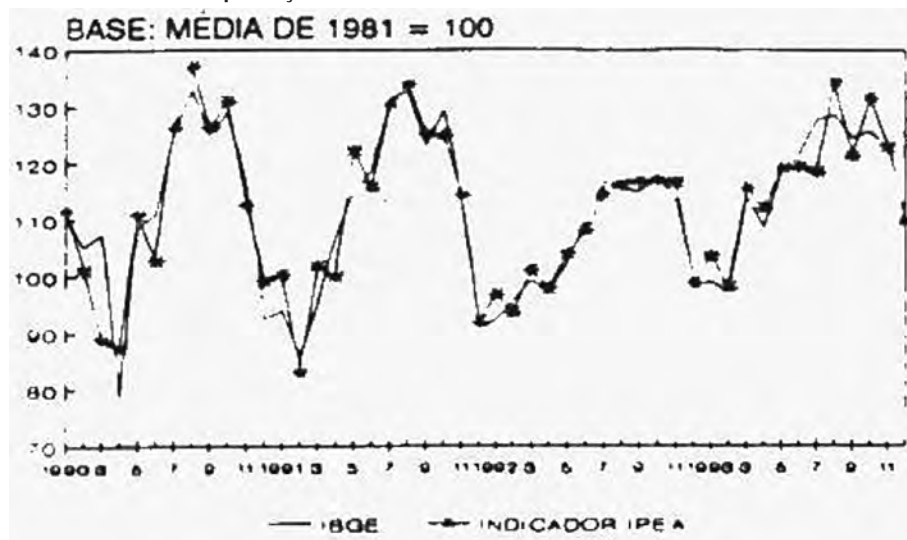
3 RESULTADOS

As variáveis selecionadas como mais relevantes foram: autoveículos (t), autoveículos ($t-4$), autoveículos ($t-5$); cimento ($t-2$), cimento ($t-3$), cimento ($t-6$); aço (t), aço ($t-1$); papel (t), papel ($t-4$), papel ($t-6$); consumo de óleo diesel (t) e consumo de óleo em ($t-2$), ($t-3$), ($t-4$), ($t-5$) e ($t-6$). Entre essas as que se apresentam como estatisticamente mais relevantes são: autoveículos (t), aço (t), papel ($t-4$) e consumo de óleo diesel ($t-2$).

Esse modelo envolve duas tarefas distintas: com as informações setoriais no período $t + 1$, podemos estimar a *proxy* para o período $t + 1$, uma vez que o indicador do IBGE está disponível apenas até o período t , o que nos permite antecipar a informação do IBGE.

GRÁFICO 1

Indicadores da produção industrial

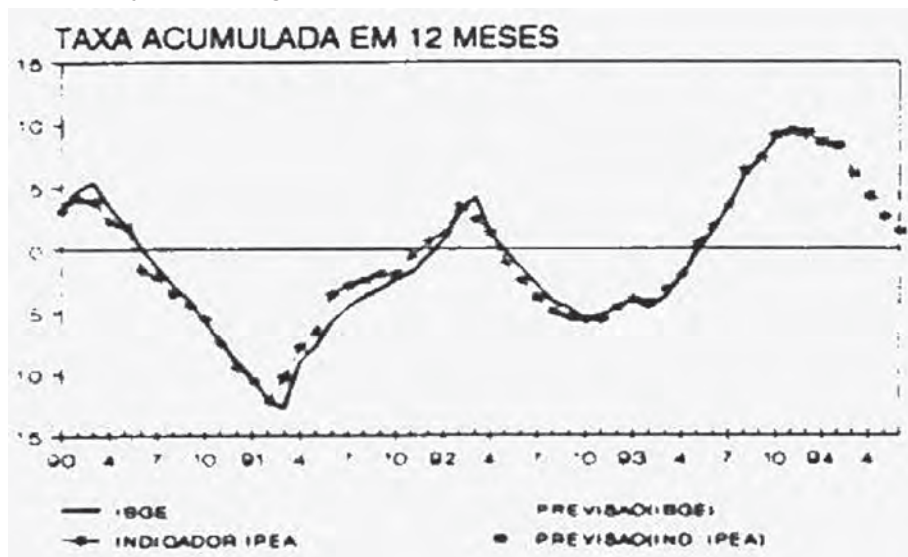


Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dipes.

Obs.: imagem reproduzida em baixa resolução em virtude das condições técnicas dos originais disponibilizados pelos autores para a publicação (nota do Editorial).

GRÁFICO 2
Produção industrial geral



Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dipes.

Obs.: imagem reproduzida em baixa resolução em virtude das condições técnicas dos originais disponibilizados pelos autores para a publicação (nota do Editorial).

Uma vez estimado o indicador, pode-se construir um modelo semelhante ao utilizado com o indicador do IBGE, que seria um modelo de crescimento linear com tendência e sazonalidade e que nos permite fazer projeções que apresentam uma evolução semelhante ao indicador do IBGE, como podemos observar no gráfico 1, que apresenta o *indicador Ipea* e o indicador do IBGE, e no gráfico 2, que apresenta a taxa de variação acumulada em doze meses do *indicador Ipea* e do IBGE, o que nos permite observar a capacidade do modelo no que diz respeito às previsões.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O modelo apresentado, embora venha correspondendo satisfatoriamente, pode ser melhorado de diversas maneiras. Destacamos nestas considerações dois aspectos relevantes: o uso de modelos tipo autorregressivo vetorial (ARV) com priori de Litterman na elaboração do *indicador Ipea* e a utilização de métodos de combinação de previsões para contornar as formas *ad hoc* de fechamento de previsões.

Com respeito à construção de um modelo do tipo ARV para a elaboração do *indicador Ipea*, a principal vantagem é de que a seleção de variáveis e defasagens se tornaria automatizada, evitando utilizar a regressão *stepwise*.

O dilema de se realizar previsões do total e repartir pelas parcelas, ou vice-versa, está presente em vários sistemas. Por exemplo, na produção industrial, tem-se este problema em nível de composição por categorias de uso e também em nível de agregação temporal. É desejável que as projeções realizadas com um modelo mensal sejam compatíveis com aquelas geradas a partir de um modelo mais estrutural e de periodicidade trimestral. As metodologias para resolver estas questões de agregação e/ou desagregação são bem conhecidas e estão sendo implementadas.

REFERÊNCIAS

- GAMERMAN, D.; MIGON, H. Hierarchical dynamic models. **Journal of the Royal Statistical Society-B**, v. 55, 1993.
- GARCIA-FERRER, A. *et al.* Macroeconomic forecasting using pooled international data. **Journal of Business & Economic Statistics**, v. 5, n. 1, 1987.
- MIGON, H.; GAMERMAN, D. Generalized exponential growth modes: a Bayesian approach. **Journal of Forecasting**, 1993.
- MONTEGOMERY, O.; PECK, E. **Introduction to linear regression analysis**. 1982.
- MOREIRA, A. L.; MIGON, H. Um modelo macroeconômico para o nível de atividade: previsões e projeções condicionais. **Revista Brasileira de Economia**, v. 20, n. 2, 1993.
- WEST, M.; HARRISON, P. **Bayesian for forecasting and dynamic models**, Springer Verlag, 1989a.
- _____. **Dynamic modelling and bayesian forecasting**. Springer-Verlag, 1989b.
- ZELLNER, A.; HONG, C. Forecasting international growth rates using Bayesian shrinkage and other procedures. **Journal of Econometrics**, v. 40, p. 183-202, 1989.
- ZELLNER, A.; HONG, C.; GULATI, G. **Turning points in economic time series, loss structures and bayesian forecasting**. Graduate School of Business. University of Chicago, 1987 (Discussion Paper).
- ZELLNER, A.; HONG, C.; MIN, C. Forecasting turning points in international output growth rates using Bayesian exponentially weighted autoregression, time varying parameter and pooling technique. **Journal of Econometrics**, v. 49, p. 275-304, 1991.

A TENTATIVA DE AJUSTE FISCAL ATRAVÉS DO FUNDO SOCIAL DE EMERGÊNCIA¹

José Roberto Rodrigues Afonso²

Luiz Gonzaga de Carvalho³

1 INTRODUÇÃO

O objeto neste texto é estudar o Fundo Social de Emergência (FSE) sob diversos aspectos, apresentando um histórico de sua proposição e criação e analisando seus efeitos na estrutura orçamentária da União.

2 A PROPOSTA INICIAL

Em meio aos trabalhos da revisão Constitucional, ao final de 1993, o Ministério da Fazenda (MF) lançou as bases de um programa de estabilização que culminou com a recente criação do real. A etapa inicial do programa compreendia “o estabelecimento em bases permanentes do equilíbrio das contas do governo, eliminando a principal causa da inflação”.

O discurso trilhava o mesmo caminho que havia levado, um ano antes, à proposta de criação do Imposto Provisório sobre Movimentações Financeiras (IPMF) e, mais remotamente, à adoção de inúmeros *pacotes* contendo alterações tributárias e restrições de natureza orçamentária e creditícia. Desta vez, a crise fiscal da União também foi atribuída ao “aumento da rigidez das contas públicas” – ou melhor, “parcela crescente das receitas públicas vem sendo progressivamente vinculada a despesas específicas, diminuindo não só o montante de recursos livres mas também os graus de liberdade do governo para remanejar gastos”.

Para o Ministério da Fazenda, a expressão do desequilíbrio fiscal estaria na primeira proposta orçamentária para 1994 que encaminhara ao Congresso em agosto de 1993: com “uma previsão de *deficit* de aproximadamente US\$ 26 bilhões”. Reestimadas as receitas (esforços de combate à sonegação) e despesas (por ajuste ou cortes), recalculou-se o que denominaram “*deficit* potencial inicial” em US\$ 22,2 bilhões. Dada a necessidade de se recorrer a um “mecanismo emergencial de ajuste”, foi proposta emenda constitucional que criasse o Fundo Social de Emergência.

1. Este anexo foi publicado originalmente como Nota Técnica do Boletim de Conjuntura nº 27, de outubro de 1994.

2. BNDES.

3. Geipot.

Na proposição original, o FSE vigoraria no biênio 1994-1995 e teria objetivo “de saneamento financeiro da Fazenda Pública Federal e de estabilização econômica”. Em síntese, visava à formação de uma grande massa de recursos a ser aplicada “no custeio das ações dos sistemas de saúde e educação, benefícios previdenciários e auxílios assistenciais de prestação continuada, inclusive liquidação de passivo previdenciário, e outros programas de relevante interesse econômico e social”.

Para atenuar a rigidez orçamentária e aumentar a carga tributária, o projeto do Ministério da Fazenda pretendia redirecionar ao fundo 15% da arrecadação de todos os impostos e contribuições federais, mais a receita decorrente da cobrança de um adicional de 5% sobre as alíquotas daqueles tributos. Estimava, assim, o total de recursos do FSE em 3,5% do produto interno bruto (PIB) (US\$ 15,8 bilhões), dos quais 23% eram provenientes da arrecadação do adicional tributário e 17% da diminuição das transferências obrigatórias aos estados e municípios.

3 A EMENDA REVISTA

No Congresso revisor foram travados intensos debates em torno da proposta, que resultaram em uma atenuação do alcance e conteúdo das propostas originais. Em comum acordo com o Executivo, o relator geral da revisão, ao final de janeiro de 1994, apresentou substitutivo que criava o FSE na forma de disposições constitucionais transitórias, mantendo os objetivos e prazos propostos pelo Ministério da Fazenda, mas modificando muito a natureza das fontes de recursos.

As receitas do FSE provenientes de acréscimo da tributação foram limitadas às mudanças na legislação ordinária que constituíam o tradicional *pacote* baixado nos últimos dias de 1993 e às majorações de alíquotas propostas no corpo da própria proposta de emenda. Decidido que não seriam alteradas as proporções do Imposto de Renda (IR) e do Imposto Sobre Produtos Industrializados (IPI) destinadas aos fundos de participação – Fundo de Participação dos Estados (FPE) e Fundo de Participação dos Municípios (FPM) – e de investimentos regionais como paliativos, o remanejamento para o FSE das receitas tributárias já existentes foi ampliado para 20% e também foi vinculado ao fundo todo produto do imposto de renda retido na fonte pela própria União – basicamente incidente sobre a renda paga aos seus servidores.

Os debates no Plenário da revisão se concentraram no aumento da carga tributária, cuja receita adicional seria destinada integralmente ao FSE, não mais respeitando as vinculações originais (fundos de repartição, educação, seguridade social ou amparo ao trabalhador). Em Plenário também foi decidido o veto ao uso de medida provisória para regular o FSE. Em comparação com o primeiro substitutivo do relator, foram rejeitadas a limitação aos gastos com pessoal e a autorização para o Executivo ajustar automaticamente os orçamentos de 1994 e 1995 durante sua execução.

O *pacote* baixado nos últimos dias de 1993, na forma de um conjunto de medidas provisórias, não foi aprovado integralmente pelo Congresso Nacional que, inclusive, impediu o aumento do Imposto de Renda Pessoa Jurídica (IRPJ). As mudanças aprovadas na legislação do Imposto sobre Propriedade Territorial Rural (ITR), do Imposto operações financeiras (IOF) e do Imposto de Renda, com destaque para o aumento das alíquotas aplicadas ao Imposto de Renda Pessoa Física (IRPF), renderiam, nas previsões do governo, cerca de US\$ 1,4 bilhão em 1994. Vale destacar que só com o aumento das alíquotas do IR sobre pessoas físicas de 25% para 26,6% e, no caso das rendas mensais mencionadas de US\$ 10 mil, para 35%, o governo estimava arrecadar a mais cerca de US\$ 600 milhões por ano.

Para efeito de operacionalizar a vinculação de tais recursos ao FSE, em Plenário foram introduzidas na emenda constitucional vinculações parciais do produto total da arrecadação dos respectivos impostos. Também foi peculiar a decretação, no próprio texto da emenda, da majoração das alíquotas das contribuições sociais incidentes sobre os lucros (Contribuição Social sobre o Lucro Líquido – CSLL) e sobre as receitas (Programa de Integração Social – PIS) devidas pelas instituições financeiras, cujo Plenário limitou a exigência até dezembro de 1995.

Aprovada em duas votações pelo Plenário, a proposta de instituição do fundo de emergência foi sancionada, em caráter excepcional – antes do final dos trabalhos da revisão –, por meio da Emenda Constitucional de Revisão nº 1, em 1º de março de 1994.

A pretexto da urgência para aprovar o fundo emergencial, entende-se que foi perdida a oportunidade de já se realizar alterações definitivas. Um caso típico respeita à exclusão permanente do IR retido na fonte pela própria União da base de cálculo dos fundos de participação. Há muito se reclamava o mesmo tratamento que a Constituição dispensa aos IRs retidos por estados e municípios e integralmente incorporados aos seus cofres. A proposta era, inclusive, prevista em muitos projetos de reforma tributária apresentados na primeira fase da revisão. Também a majoração do IRPF e das contribuições sociais das instituições financeiras poderiam ter caráter permanente em vista da reduzida incidência sobre a renda individual comparativamente a outros países em desenvolvimento e desenvolvidos (Tanzi, 1992) e a diminuição dos recolhimentos do setor financeiro na década de 1990 (IRPJ, PIS e Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social – Cofins).

Além do mais, o ajuste do FSE, por sua natureza provisória e caráter emergencial, contribuiu para o adiamento das discussões sobre uma reforma fiscal de maior envergadura e profundidade. Em particular, a emenda do FSE inibiu outras alterações tributárias no curso do processo revisional ao especificar, expressamente, os tributos federais que teriam a incidência ampliada e/ou as receitas vinculadas ao FSE no biênio 1994-1995. Aprovada e sancionada antes das demais propostas,

a emenda do FSE limitou possíveis mudanças na discriminação das competências tributárias da União até o final de 1995. Por hipótese e a título de exemplo, a transferência do ITR aos municípios, a extinção da contribuição sobre o lucro das empresas, a fusão da Cofins e do PIS, entre outras propostas, não poderiam ser aprovadas para entrar em vigor antes de 1996, porque parte das receitas daqueles tributos tinha sido vinculada ao FSE.

4 OS ORÇAMENTOS DO FUNDO

Na prática, o FSE não foi organizado como um fundo tradicional – nem contábil e muito menos com personalidade jurídica própria. Representou apenas a criação de uma mera fonte de recursos vinculados do Tesouro Nacional no âmbito do seu orçamento, ainda que “com destinação regulamentada constitucionalmente”. Como as aplicações do FSE são as mais amplas possíveis – de programas sociais típicos a quaisquer outros de “relevante interesse” –, este singular arranjo institucional já bastava para atender ao objetivo principal de formação de uma grande massa de recursos que pudesse ser alocada com amplo grau de liberdade, teoricamente reduzindo a rigidez orçamentária. O resultado, de fato, é revelado pelo exame da estrutura de fontes e de destinações do FSE nas propostas orçamentárias para 1994 e 1995.⁴

Na última proposta orçamentária para 1994, enviada pelo Executivo já em maio deste ano e aprovada pelo Congresso em meados de outubro, o total de recursos do FSE foi previsto em R\$ 17,2 bilhões, dos quais apenas R\$ 1,9 bilhão era proveniente de receitas tributárias adicionais. Para 1995, a previsão de receita sobe um pouco, para cerca de R\$ 18,2 bilhões, e a participação do incremento esperado da tributação passa de 11% para 13% do total do FSE.

No biênio, se confirmadas as previsões, o aumento de arrecadação esperado (R\$ 4,3 bilhões) mal renderá o que o IPMF arrecadará só em 1994. Como demonstrado na tabela I, a emenda de revisão serviu basicamente para realocar receitas federais já existentes.

Se a desvinculação de receitas mobilizou um montante elevado de recursos (R\$ 31 bilhões no biênio), por outro lado, resultou em um pitoresco balanço entre fontes e usos do FSE (tabelas 2A e 2B). Confrontadas receitas e despesas nos orçamentos, o FSE retirou liquidamente recursos apenas de duas vinculações. Primeiro, o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT), que financia o seguro-desemprego e os investimentos do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES): as perdas orçadas com a *revinculação* das contribuições ao PIS/Programa de

4. Para uma adequada comparação, as dotações originais de 1994 foram atualizadas pela variação do IGP-DI para preços de abril de 1994 e convertidas pela URV média desse mês.

Formação do Patrimônio do Servidor Público (Pasep) se aproximam de R\$ 3,1 bilhões no biênio. Segundo, o FPE, o FPM e o Fundo para Investimentos Regionais (FIR), a previsão é de que as transferências diminuam em R\$ 245 bilhões entre 1994 e 1995. Agregadas, estas duas parcelas explicam apenas 16% do orçamento bienal do FSE.

No caso das dotações orçamentárias dos programas sociais mais importantes da União (seguridade social e educação), o que é retirado pelo lado da desvinculação de suas receitas originais mais do que é devolvido na alocação do FSE.

À parte os recursos do FAT, em 1994, as parcelas das contribuições da seguridade social, redirecionadas para o fundo de emergência, equivalem a R\$ 8 bilhões, sendo que as funções de governo que contemplam tais ações recebem R\$ 13,1 bilhões do FSE; em 1995, os valores orçados são, respectivamente, de R\$ 8,9 bilhões e R\$ 12,4 bilhões. Ou seja, no biênio, pelas propostas orçamentárias elaboradas pelo Executivo, as funções relativas à seguridade social recebem de volta do FSE toda receita *revinculada* de suas contribuições originais com um acréscimo de 51%.

A mesma situação ocorre com a educação. Entre 1994 e 1995, cerca de R\$ 2,3 bilhões originalmente vinculados ao setor são redirecionados para o FSE. Em compensação, este realoca tudo aquilo e mais 61% para a correspondente função. Só em 1995, a educação receberá mais que o dobro dos recursos desvinculados do setor.

Já a distribuição por categoria de despesa (tabela 3) é marcada pela destinação de metade dos recursos do FSE para custeio dos gastos com pessoal e encargos. É verdade, no entanto, que a maior parte dessas despesas se refere a pagamentos a servidores inativos e pensionistas, servindo a emenda constitucional do FSE, indiretamente, para atenuar as restrições impostas em lei federal para destinação de recursos da Cofins e CSLL a estes encargos.

Ao menos em termos da configuração do orçamento federal, o FSE não pode ser acusado de retirar dotações dos programas sociais básicos, nem de financiar ações de governo que pudessem ser adiadas. A crítica que surgiu na imprensa quanto ao FSE financiar ações que não são propriamente sociais, ou gastos públicos não essenciais, não levou em conta sua peculiar e inovadora sistemática orçamentária. Desconhecem os críticos que a emenda de revisão incluiu no FSE não apenas receitas novas e anteriormente vinculadas, como também parcela expressiva dos recursos que o Tesouro Nacional já podia alocar livremente – os chamados recursos ordinários. No biênio 1994-1995, a previsão é de que esta fonte gere R\$ 9,5 bilhões ou cerca de 27% do total orçado do FSE – quase quatro vezes mais do que é retirado dos fundos de participação e mais que o dobro do aumento esperado da tributação.

A confusão reflete o fato de que muitas ações do orçamento fiscal não contam com fontes vinculadas ou em volume expressivo. É o caso típico dos poderes Legislativo e Judiciário, do Ministério Público (MP) e dos ministérios militares, da Justiça e das Relações Exteriores. Como provavelmente não foi possível fechar a proposta orçamentária destes órgãos – inclusive financiar suas despesas correntes – com os recursos do Tesouro, que continuaram de livre aplicação após instituído o FSE, este teve que aportar parte, pequena, de seus recursos (que antes eram ordinários) àqueles órgãos. Às demais funções de governo (à parte as da seguridade social e educação) são alocados R\$ 5,6 bilhões no biênio, apenas 16% do total do FSE e 40% a menos que os recursos ordinários vinculados ao fundo.

Portanto, o fato de um fundo dito social financiar gastos que não são propriamente sociais não significa que foram transferidos recursos das áreas sociais para as demais. Essa confusão em torno dos números reflete, provavelmente, a incompreensão da sofisticada e complexa concepção do FSE.

TABELA 1
Composição das receitas previstas do FSE (1994-1995)

Origens	Arrecadação estimada (R\$ milhões)		Vigência
	1994	1995	
Remanejamento de receitas já existentes	15.335	15.781	-
1- 20% da arrecadação de impostos e contribuições da União ¹	-	-	1/3/1994 a 31/12/1995
1.1- Impostos	4.642	3.627	-
1.2- Contribuições	9.638	10.191	-
2- Imposto de renda retido na fonte pela União, suas autarquias e fundações	565	1.389	1/3/1994 a 31/12/1995
3- PIS das instituições financeiras (alíquota de 0,65%) ²	490	574	1/6/1994 a 31/12/1995
Receitas adicionais	1.885	2.398	-
4- Elevação da alíquota da CSLL das instituições financeiras, de 23 para 30%	227	347	1/6/1994 a 31/12/1995
5- Elevação da alíquota do PIS das instituições financeiras, de 0,65 para 0,75%	75	88	1/6/1994 a 31/12/1995
6- Alterações na legislação ³	-	-	1/1/1994 a 31/12/1995
6.1- ITR (Limitado a 86,2% do total arrecadado)	227	215	-
6.2- IR (limitado a 5,6% do total arrecadado) ⁴	1.017	1.054	-
6.3- IOF	339	694	-
Total	17.220	18.179	-

Fonte: Propostas Orçamentárias da União para 1994 (valores atualizados pelo IGP-DI) e 1995.

Notas: ¹Salvo a prevista nos itens 2.4 e 6. Não incide sobre as parcelas relativas aos fundos constitucionais (FPM, FPE, FE e FEx).

²Estimado o produto da elevação da carga pela proporção simples das alíquotas anterior e nova.

³Contém parcela de recursos desvinculados da partilha com estados, Distrito Federal e municípios: em 1994, ITR = R\$ 113 milhões e IR = R\$ 448 milhões e, em 1995, ITR = R\$ 107 milhões e IR = R\$ 464 milhões.

⁴Alteração das alíquotas do IRPF (de 15% e 25%, para 15%, 26,6% e 35%) e de outras incidências do IR na fonte sobre fundos estrangeiros e dividendos. Valor estimado pelo limite máximo fixado na emenda.

5 PERSPECTIVAS

A despeito das mudanças na concepção inicial, é inegável que o FSE cumpriu seu papel precípuo de contribuir para o ajuste fiscal temporário da União, isto é, de constituir mais um instrumento para redução, e não supressão, do seu *deficit*. Promoveu um peculiar remanejamento de recursos, que viabilizou, de alguma forma, a revisão da primeira proposta orçamentária para 1994 do Executivo. Para 1995, resta uma dúvida: a emenda não dispensou a exigência de lei complementar para o funcionamento dos fundos, lei esta que não foi sequer proposta até outubro de 1994.

Não foi possível examinar as execuções orçamentárias e, principalmente, a financeira do FSE nos seus primeiros meses porque não foram publicadas informações com tal especificidade ou detalhamento. É dispensável arguir que o desempenho de caixa pode diferir do previsto nas propostas orçamentárias e, especialmente em relação à despesa, pode-se contratar e efetivamente liberar às custas da fonte FSE menos do que foi autorizado no orçamento.

A repressão fiscal por meio do contingenciamento das dotações e, principalmente, do controle das liberações tem sido uma tendência notória e marcante do Tesouro Nacional nos anos 1990. No início de 1994, a utilização de tal instrumento de contenção de gasto foi facilitada pelos atrasos do Executivo na revisão da proposta orçamentária, inclusive a pretexto de adaptá-la à versão final do FSE, e do Congresso Nacional na aprovação desse projeto. Após implantado o real, o equilíbrio de caixa do Tesouro Nacional foi beneficiado pelo rápido e expressivo crescimento da receita tributária federal a partir de agosto que, vale mencionar, nada teve a ver com FSE.

TABELA 2A

Fontes e usos do FSE na proposta orçamentária (1994)

Fontes de recursos	R\$ milhões (A)	Participação (%)	Usos por funções	R\$ milhões (B)	Participação (%)	R\$ milhões (B-A)
Seguridade (conceito restrito)	8.059	46,8	Seguridade (conceito restrito)	13.101	76,1	+5.042
20% contribuições seguridade social	7.335	42,6	Assistência e previdência	9.050	52,6	-
20% depósitos judiciais – Finsocial	497	2,9	Saúde e saneamento	4.051	23,5	-
CSLL adicional de instituições financeiras	227	1,3	-	-	-	-
Contribuições para PIS/Pasep	1.810	10,5	Trabalho	251	1,4	-1.559
20% arrecadação normal	1.244	7,2	-	-	-	-
Receita de instituições financeiras	566	3,3	-	-	-	-
Seguridade (conceito amplo)	9.869	57,3	Total seguridade (conceito amplo)	13.352	77,5	+3.483
Impostos/contribuições sem vinculação a educação	1.170	6,8	Educação	1.327	7,7	+157
18% dos impostos, inclusive receitas adicionais	1.067	6,2	-	-	-	-

(Continua)

(Continuação)

Fontes de recursos	R\$ milhões (A)	Participação (%)	Usos por funções	R\$ milhões (B)	Participação (%)	R\$ milhões (B-A)
Contribuição salário – educação (parcela da União)	103	0,6	-	-	-	-
Impostos sem vinculação ao desenvol- vimento regional (FNO/FNE/FCO)	49	0,2	-	-	-	-49
Outras contribuições econômicas	253	1,5	Demais funções de governo	2.541	14,7	+2.288
Impostos sem repartição aos estados/ municípios	818	4,8	-	-	-	-818
ITR – receita adicional	113	0,7	-	-	-	-
IR – receita adicional	448	2,9	-	-	-	-
IR – fonte União	249	1,1	-	-	-	-
Outros (ITR normal/IOF-ouro)	8	0,1	-	-	-	-
Contribuição salário educação sem repartição estados/municípios	204	1,2	-	-	-	-204
Vinculações fiscais	2.494	14,5	Total fiscal	3.868	22,5	+1.374
Recursos ordinários da União, inclusive receitas adicionais	4.857	28,2	-	-	-	-4.857
Total das fontes	17.220	100,0	Total dos usos	17.220	100,0	0

Fonte: Projeto de Lei nº 23/1993, com alterações da Mensagem nº 112, de 3 de maio de 1994 – valores corrigidos para abril de 1994 pela variação do IGP-DI e convertidos para reais pela URV média de abril de 1994 = CR\$ 1.104,0627.

É possível que a política financeira geral do Tesouro Nacional também seja válida para o FSE em particular, dadas as circunstâncias impostas pela reforma monetária que exige a completa eliminação do financiamento inflacionário do governo. Facilitar a administração de caixa pode até ter sido uma função do FSE mais útil do que sua simples tentativa de quebrar a rigidez orçamentária. Coincidência ou não, a repressão fiscal na execução financeira agregada (Tesouro Nacional e Previdência Social) atingiu seu ápice em 1994 se tomada uma série dos fluxos mensais desde 1988: por exemplo, as liberações para atender outras despesas correntes e de capital – mais vulneráveis aos cortes e atrasos – entre janeiro e setembro de 1994 diminuíram 13% em relação aos pagamentos feitos em 1993 e 30% em comparação ao gasto médio nesse período entre 1989 e 1993.⁵

Enfim, mesmo que o ajuste fiscal promovido pelo FSE tenha sido limitado por seu caráter temporário e emergencial e pelas resistências dos parlamentares, e ainda que seus efeitos sobre a execução financeira possam até virtualmente terem sido mais importantes que o da reestruturação orçamentária, essa experiência serviu, acima de tudo, para demonstrar a necessidade de se ampliar cada vez mais o leque das mudanças

5. As outras despesas incluem desembolsos de recursos vinculados ou ordinários e liquidação de restos a pagar. Foram descontadas as transferências do Tesouro Nacional recebidas pela Previdência Social. Os fluxos mensais foram deflacionados pelo IGP-DI. Fontes dos dados primários: Secretaria do Tesouro Nacional (STN) e Instituto Nacional do Seguro Social (INSS).

a serem propostas no âmbito da reforma fiscal. Entre outras, ficou a lição de que importa discutir prioritariamente a questão da despesa pública *vis-à-vis* a da receita.

TABELA 2B
Fontes e usos do FSE na proposta orçamentária (1994)

Fontes de recursos	R\$ milhões (A)	Participação (%)	Usos por funções	R\$ milhões (B)	Participação (%)	R\$ milhões (B-A)
Seguridade (conceito restrito)	8.898	48,9	Seguridade (conceito restrito)	12.433	68,4	+3.535
20% contribuições seguridade social	8.231	45,3	Assistência e Previdência	10.782	59,3	
20% depósitos judiciais – Finsocial	320	1,7	Saúde e saneamento	1.651	9,1	
CSLL adicional de instituições financeiras	347	1,9				
Contribuições para o PIS/Pasep	1.854	10,2	Trabalho	263	1,4	-1.591
20% arrecadação normal	1.192	6,6				
Receita de instituições financeiras	662	3,6				
Seguridade (conceito amplo)	10.752	59,1	Total seguridade (conceito amplo)	12.696	69,8	+1.944
Impostos/contribuições sem vinculação a educação	1.126	6,2	Educação	2.416	13,3	+1.290
18% dos impostos, inclusive receitas adicionais	1.029	5,7				
Contribuição salário – educação (parcela da União)	97	0,5				
Impostos sem vinculação ao desenvolvimento regional (FNO/FNE/FCO)	73	0,4				-73
Outras contribuições econômicas	157	0,9	Demais funções do governo	3.067	16,9	+2.910
Impostos sem repartição aos estados/municípios	1.188	6,5				-1.188
ITR – receita adicional	107	0,6				
IR – receita adicional	464	4,2				
IR – fonte União	611	1,7				
Outros (ITR normal/IOF-ouro)	6					
Contribuição salário educação sem repartição estados/municípios	195	1,1				-195
Vinculações fiscais	1.383	15,1	Total fiscal	5.483	30,2	+2.744
Recursos ordinários da União, inclusive receitas adicionais	4.688	25,8				-4.688
Total das fontes	18.179	100,0	Total dos usos	18.179	100,0	0

Fonte: Projeto de Lei nº 3/1994, de 31 de agosto de 1994.

Em caráter excepcional, o FSE tentou diminuir a vinculação, excessiva segundo alguns, de receitas. Porém, o equacionamento definitivo da crise fiscal exige, acima de tudo, que sejam rediscutidas as obrigações constitucionais e legais impostas

ao Poder Público, de forma compatível com a capacidade de arrecadação. Não se deve deixar de ter em mente que a estrutura da receita e sua tão combatida rigidez apenas refletem o padrão de gastos da União.

TABELA 3
Distribuição do FSE por grupo de natureza da despesa (1994-1995)

Discriminação	1994		1995	
	R\$ milhões	%	R\$ milhões	%
Despesas correntes	16.428	95,4	16.743	92,1
Pessoal e encargos sociais	9.270	53,8	8.990	49,5
Encargos previdenciários da União (EPU)	4.752	27,6	5.922	32,6
Demais	4.518	26,2	3.068	16,9
Outras despesas correntes	7.158	41,6	7.753	42,6
Benefícios previdenciários	4.014	23,3	4.225	23,2
Demais	3.144	18,3	3.528	19,4
Despesas de capital	792	4,6	1.436	7,9
Investimentos	645	3,7	1.174	6,5
Inversões financeiras	147	0,9	206	1,1
Outras despesas de capital	-	-	56	0,3
Total	17.220	100,0	18.179	100,0

REFERÊNCIA

TANZI, V. *et al.* **Brazil**: issues for fundamental tax reform. Apr. 1992.

ÍNDICES DE PREÇO E DE *QUANTUM* DAS EXPORTAÇÕES BRASILEIRAS: NOTA METODOLÓGICA¹

Eduardo Augusto Guimarães²

Armando Castelar Pinheiro³

Carmem Falcão⁴

Henry Pourchet⁵

Ricardo Andrés Markwal⁶

1 INTRODUÇÃO

Este capítulo apresenta a metodologia e divulga os resultados do projeto de pesquisa desenvolvido no âmbito da Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex) com o objetivo de calcular séries de índices de preço e de *quantum* das exportações brasileiras para o período 1974-1996, bem como de implementar uma rotina de cálculo dos referidos índices tendo em vista sua divulgação mensal.

Essas séries contemplam diferentes níveis de agregação, compreendendo: *i*) o *total das exportações* brasileiras; *ii*) *classes de produtos* segundo o seu grau de elaboração, distinguindo-os entre produtos básicos, semimanufaturados e manufaturados; *iii*) as *categorias de uso* dos bens exportados, distinguindo entre bens de capital, intermediários, de consumo duráveis, de consumo não duráveis e combustíveis; e *iv*) os *setores* responsáveis pela produção dos bens exportados, adotando-se nesse caso a classificação proposta pela matriz de insumo-produto de 1985, calculada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE).

As séries relativas ao total das exportações, classes de produtos e categorias de uso foram calculadas para valores anuais e mensais, enquanto as séries referentes aos setores de atividade observam valores anuais e trimestrais.

1. Este anexo foi publicado originalmente como Nota Técnica do Boletim de Conjuntura nº 37, de abril de 1997.

2. Professor do Instituto de Economia da Universidade Federal do Rio de Janeiro (UFRJ) e consultor associado da Funcex.

3. Economista do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico (BNDES) e professor da UFRJ.

4. Pesquisadora do Ipea e consultora da Funcex.

5. Pesquisador da Funcex.

6. Pesquisador do Ipea e consultor da Funcex.

O cálculo desses índices está baseado em metodologia proposta por Pinheiro e Motta (1991), após examinarem diferentes fórmulas de agregação – Laspeyres, Fisher etc. – e formas alternativas de transformação de comparações bilaterais em séries multiperiodais.

2 METODOLOGIA

A metodologia adotada optou pela utilização do índice de Fisher; no caso do índice de preço.

$$I_p^{0,1} = \left\{ \left[\left(\sum p_i^1 \cdot x_i^0 \right) / \left(\sum p_i^0 \cdot x_i^0 \right) \right] \cdot \left[\left(\sum p_i^1 \cdot x_i^1 \right) / \left(\sum p_i^0 \cdot x_i^1 \right) \right] \right\}^{1/2}$$

Esse índice apresenta as propriedades de reversibilidade e invariância em relação à base de cálculo.

No tocante à transformação de comparações bilaterais em séries, optou-se, no cálculo dos índices anuais, pela forma encadeada, na qual a variação entre $t - 1$ e $t + 1$ é determinada pelo produto das variações entre $t - 1$ e t e entre t e $t + 1$; o encadeamento resulta em índices transitivos, aumenta a cobertura dos índices e reduz o viés das comparações sequenciais. No caso das séries mensais e trimestrais, no entanto, a escolha recaiu sobre uma forma mista, que combina comparações bilaterais diretas entre o mês e/ou trimestre e a média do ano anterior com a série anual obtida utilizando-se a forma encadeada. Assim, o índice em junho de 1996, por exemplo, é obtido pela comparação bilateral entre este mês e a média de 1995, a qual é depois multiplicada pelo valor do índice anual em 1995, resultando daí que a variação entre junho e julho de 1996, por exemplo, é obtida pela razão entre as comparações de cada mês com 1995.

O encadeamento anual reduz o viés decorrente das alterações na composição da pauta de exportações e de mudanças na qualidade dos produtos; por sua vez, as comparações bilaterais diretas entre o mês e/ou trimestre e a média do ano anterior evitam o viés resultante de alterações sazonais na pauta de exportações e de excessiva oscilação de preços e quantidades dentro do ano.

Por fim, no caso do índice de *quantum*, optou-se por utilizar um índice implícito, deflacionando-se a série de valor FOB da exportação pelo índice de preços, isto é:

$$I_q^{0,1} = (v^1/v^0)/I_p^{0,1}$$

Essa opção permite que todos os produtos exportados sejam considerados na determinação do índice de *quantum* – mesmo aqueles eliminados do cálculo do índice de preços pelos procedimentos de crítica descritos adiante, em relação aos quais se supõe uma variação dos seus preços idêntica à relativa aos itens

incluídos no índice de preço. Além disso, assegura, evidentemente, que o produto das variações dos índices de preços e de *quantum* seja igual à variação do valor das exportações – uma propriedade do índice de Fisher que, no entanto, poderia não ser observada no presente caso, em virtude da eliminação de produtos imposta pela crítica dos dados.

No caso dos índices setoriais, não foram considerados os setores cujas exportações foram inferiores a 0,5% das exportações brasileiras no período 1990-1993. Este critério implicou que *não* fossem calculados índices relativos aos setores petróleo e carvão, farmacêutica e perfumaria, produtos de plástico, artigos de vestuário e laticínios.

3 ROTINA OPERACIONAL: CRÍTICA DOS DADOS

As informações fornecidas pela Secretaria de Comércio Exterior (Secex) descrevem as operações de exportação realizadas no período (mês), discriminando: código NBM-SH (até 1988, código NBM a oito dígitos), valor FOB da operação, quantidade da mercadoria exportada (com indicação da unidade de medida utilizada) e peso da mercadoria. Tais informações são complementadas, pela Funcex, com a classificação da operação segundo a categoria de uso e o setor de atividade correspondentes ao produto exportado, a partir de tradutores que relacionam cada item da NBM a uma categoria de uso e a um setor de atividade. Os dados provenientes da Secex são, em seguida, agregados, obtendo-se o total exportado mensalmente por item da NBM-SH (10 dígitos).⁷

Os dados resultantes dessa agregação – que constituem a base do cálculo dos índices de preços e de *quantum* – devem ser submetidos a crítica, que tem por objetivo dar conta da entrada ou saída de produtos da pauta de exportação e de eventuais erros de digitação e de medida. Esta crítica se desdobra em diversas etapas.

3.1 Etapa 1: identificação e eliminação de produtos com valor FOB igual a zero no período 0 ou 1

O valor zero pode indicar ausência de exportação no período ou, eventualmente, ocorrência de alteração da NBM, com criação de um novo item ou extinção de um já existente. Neste último caso, o problema estará localizado no período em que ocorre a alteração da classificação de mercadorias. Com relação à criação de um novo item, no entanto, será necessário introduzir, nos tradutores utilizados, a especificação da categoria de uso e do setor correspondentes ao novo item.

7. A partir de 1º de janeiro de 1997 começou a vigorar a Nomenclatura Comum do Mercosul (NCM), com desagregação máxima de oito dígitos.

3.2 Etapa 2: verificação da existência de informação sobre peso diferente de zero nos períodos 0 e 1

Se esta condição não for observada, a informação sobre peso deverá ser substituída pelo dado relativo à quantidade. Cabe, neste caso, examinar: *i)* se as informações sobre quantidade nos períodos 0 e 1 são diferentes de zero; e *ii)* se o código de quantidade é o mesmo para ambos os períodos. Se uma das quantidades for igual a zero ou o código de quantidade não for o mesmo para ambos os períodos, o item deverá ser eliminado do cálculo do índice de preços, retomando, porém, no cálculo do índice de *quantum*. A preferência pelo peso em lugar das quantidades justifica-se porque a qualidade da informação referente ao peso é melhor, por sofrer uma crítica mais criteriosa pela Secex. Isto se refletiu em uma distribuição empírica dos preços relativos (p_i^t/p_i^{t-1}), quando calculados com os pesos, com variância bem menor do que quando foram utilizadas as quantidades, caso em que a presença de *outliers* e de grandes variações de preços relativos foi mais comum.

3.3 Etapa 3: comparação dos preços médios nos períodos 0 e 1

Procede-se ao cálculo da relação p_t/p_{t-1} para cada um dos itens não eliminados nas etapas 1 e 2, sendo p medido como a razão entre o valor FOB e o peso da mercadoria exportada – ou quantidade, caso o peso tenha sido substituído pela quantidade na etapa 2. No cálculo dos índices anuais, são comparados os preços dos dois anos. Para os índices mensais e/ou trimestrais, a comparação é entre o preço do mês e/ou trimestre e o preço médio do ano anterior. São eliminados da amostra 5% dos produtos de cada uma das caudas da distribuição da variação de preços entre os dois períodos (p_t/p_{t-1}), isto é, são eliminados os produtos abaixo do percentil 5% e acima do percentil 95% dessa distribuição. Este critério objetiva eliminar eventuais erros de digitação e de medida e os casos em que possam ter ocorrido modificações significativas na qualidade dos produtos exportados, refletidas na variação dos preços desses produtos.

3.4 Etapa 4: avaliação da amostra relativa ao período

Procede-se ao cálculo da porcentagem do valor FOB das exportações nos períodos 0 e 1 correspondentes aos itens excluídos segundo os dois critérios contemplados nas etapas 1 e 2 e na etapa 3. Considera-se, de maneira geral, aceitável uma porcentagem de exclusão – pelos dois critérios – inferior a 10% em ambos os períodos, no caso dos índices relativos ao total das exportações, às classes de produtos e às categorias de uso, e inferior a 20%, no caso dos índices setoriais – ou seja, níveis de cobertura da amostra superiores, respectivamente, a 90% e 80% do valor FOB das exportações. Se a exclusão superar esses limites, cabe realizar

um estudo mais detalhado dos itens excluídos antes de se proceder ao cálculo dos índices – esta análise focalizará os itens excluídos que apresentam os maiores valores FOB de exportação.⁸

4 ROTINA OPERACIONAL: CÁLCULOS DOS ÍNDICES DE PREÇO E DE *QUANTUM*

Como se apontou anteriormente, os índices relativos ao total das exportações, às classes de produtos e às categorias de uso são calculados para valores anuais e mensais, enquanto os índices referentes aos setores de atividade observam valores anuais e trimestrais.

Assinale-se que a variação anual dos preços medida pela comparação das médias anuais dos índices mensais e/ou trimestrais difere daquela indicada pelo índice anual. De fato, neste último caso, utiliza-se a média anual dos preços para calcular a variação anual, a qual reflete, no primeiro caso, a média das variações de médias mensais de preços.

Para evitar esta duplicidade de resultados relativos à variação anual, os valores dos índices mensais e/ou trimestrais são corrigidos a partir da seguinte expressão – no caso do índice de preço:

$$I_p^{\text{mes } j \text{ corr}} = I_p^{\text{mes } j} \cdot [I_p^{\text{anual}} / (\sum I_p^{\text{mesi}} / 12)].$$

Esse ajuste impõe que os índices mensais e/ou trimestrais divulgados regularmente tenham que ser corrigidos no início de um novo ano, após o cálculo do índice anual, devendo ser divulgada então a série mensal e/ou trimestral revista do ano anterior.

5 SOBRE OS ÍNDICES DESAGREGADOS DE EXPORTAÇÃO

Para a elaboração dos índices desagregados de exportação – por exemplo, por categorias de uso e setores de atividades – é necessário recorrer a vários tradutores, sendo os seguintes os três mais importantes.

- 1) O que relaciona a classificação NBM a oito dígitos, que prevaleceu até 1988, com aquela a dez dígitos (NBMSH), que vigorou entre 1989 e 1996. Este tradutor assina cada produto ou grupo de produtos com classificação NBM um produto ou grupo de produtos com classificação NBM-SH, gerando uma terceira classificação que é um híbrido das duas.

8. A elaboração dos índices de preço e de *quantum* para o período 1974-1996 não requereu, em nenhum caso, a realização de um estudo com essas características. A rigor a porcentagem de exclusão foi tipicamente inferior a 5%. Somente atingindo níveis em torno de 10% no caso dos índices setoriais trimestrais.

- 2) O que relaciona cada NBM com uma categoria de uso, setor de atividade ou qualquer outra desagregação utilizada, inclusive valor adicionado.
- 3) Um semelhante ao anterior, que relaciona cada NBMSH com uma categoria de uso, setor de atividade ou qualquer outra desagregação utilizada.

Tradutores semelhantes ao primeiro são utilizados ano a ano, para incorporar mudanças de classificação que vão sendo processadas, as quais, porém, são normalmente incrementais, atingindo uma parcela pequena dos produtos e constituindo-se, na maior parte dos casos, em uma abertura de códigos para permitir melhor identificação dos produtos que vão ganhando expressão na pauta de comércio. Muito diferente, porém, foi a passagem de 1988 para 1989, quando se processaram mudanças drásticas nos conceitos de classificação.⁹

A construção dos índices, particularmente os de *quantum*, é sensível à estrita consistência desses tradutores. Em particular, é necessário que, ao se gerar um código sombra com agregação de produtos nos dois anos, todo e cada produto esteja classificado nos dois anos dentro do mesmo agregado – categoria de uso e/ou setor de atividade. De outra forma, um produto pode ser classificado em um determinado ano em um grupo quando a variação é medida em relação ao ano anterior (por exemplo, 1988-1989), e em outro grupo quando a comparação é feita com o ano seguinte (por exemplo, 1989-1990). Neste caso, o índice de *quantum* não será igual à variação de valores deflacionada pelo índice de preços correspondentes.

O que se tem observado na prática é que esse é um requerimento extremamente difícil de ser plenamente cumprido. O problema parece ter sido empiricamente mais comum para produtos pouco homogêneos, como bens de capital e de consumo, ou para setores específicos, como elementos químicos, químicos diversos e outros. Além disso, como também seria de se esperar, mostrou-se particularmente relevante na passagem de 1988 para 1989. Nos demais casos, ainda que às vezes presente, o problema foi identificado como muito pouco relevante.

A opção, em todos os casos, foi respeitar a variação obtida pelo índice de preços, calculando o índice de *quantum* a partir da deflação da variação dos valores FOB obtidos usando a classificação ano a ano dos produtos, gerando, desta forma, um único valor para cada ano. Com isso, e como os índices são obtidos de forma encadeada, para algumas categorias e setores, o encadeamento dos índices no período 1974-1988 com os valores dos índices no período 1989-1996 é menos confiável – devido à menor consistência entre tradutores – do que se desejaria.

9. Em 1979-1980 processou-se uma reclassificação de número significativo de produtos, mas sem a mudança de conceitos observada em 1988-1989. A mudança promovida em janeiro de 1997, com a introdução da classificação NCM, ainda não pode ser avaliada, mas poderá gerar distorções semelhantes às comentadas nesta seção.

Em outras palavras, a diferença entre os valores obtidos quando se usa a agregação gerada pela combinação do tradutor I com o tradutor II, e aqueles que resultam da utilização direta do tradutor III é, em alguns casos, significativa.¹⁰ Note-se ainda que, como o problema não é significativo nos demais anos, as séries 1974-1988 e, mais importante, 1989-1996, separadamente, não apresentam esses problemas de consistência.

Para as categorias de uso e os setores em que a inconsistência entre os três tradutores é maior, cabe um esforço adicional de adaptação dos tradutores, o que pode ser feito, de forma pragmática, analisando, por ordem decrescente de valor FOB, os produtos que são responsáveis por essas inconsistências, até que essas se resumam a uma proporção muito pequena das exportações da categoria de uso ou do setor em questão. Feito isso, e adaptados os tradutores, pode-se então encadear as séries 1974-1988 e 1989-1996 com maior confiança.¹¹

REFERÊNCIAS

PINHEIRO, A. C. Desempenho exportador e competitividade: resultados para o período 1980-88. **Planejamento e Políticas Públicas**, Brasília, n. 8, dez. 1992.

_____. **Uma análise desagregada do comércio exterior brasileiro no período 1974-92**. Rio de Janeiro: Ipea, jun. 1993a. (Texto para Discussão, n. 306).

_____. Índices para o comércio exterior brasileiro. **Revista Brasileira de Comércio Exterior**, n. 37, out-dez. 1993b.

PINHEIRO, A. C.; MOTTA, R. S. Índices de exportação para o Brasil: 1974-1988. **Pesquisa e Planejamento Econômico**, Rio de Janeiro, v. 21, n. 2, ago. 1991.

10. O problema, conforme destacado, ocorre principalmente nas categorias de consumo de bens de capital e de bens de consumo duráveis, bem como em setores específicos como elementos químicos, químicos diversos, máquinas e tratores, equipamentos eletrônicos, agropecuária, beneficiamento de produtos vegetais e outros produtos alimentares. Nas demais categorias de uso, assim como para a maioria dos setores, as diferenças são muito pouco significativas. Nas classes de produtos e, obviamente, no agregado (total das exportações), o problema não se apresenta, sequer para a passagem de 1988 para 1989.

11. A tarefa de adaptação dos tradutores está passando por uma última tentativa de aprimoramento. Por essa razão, as séries anuais, mensais e/ou trimestrais para categorias de uso ao período 1974-1988 só serão divulgadas em maio de 1997.

O REAJUSTE DO SALÁRIO MÍNIMO DE MAIO DE 1995¹

Marcelo Neri²

1 INTRODUÇÃO

O último editorial da *Carta de Conjuntura* do Ipea revela que entre 1994 e 1996 a proporção de pobres caiu de um terço para cerca de um quarto da população do conjunto das principais regiões metropolitanas (RMs) brasileiras. Segundo a Pesquisa Mensal de Emprego (PME), mais de 40% desta queda da proporção de pobres ocorreu em maio de 1995. Nesse mês, o salário mínimo passou de R\$ 70,00 para R\$ 100,00, perfazendo um reajuste nominal de 42,86% quando a taxa de inflação mensal se situava no patamar de 2,1% ao mês. A análise dos padrões regionais da queda da pobreza entre as seis maiores e principais RMs brasileiras revela que a queda relativa observada em maio de 1995 foi mais expressiva no Rio de Janeiro (-15%) e em Belo Horizonte (-18%).

Na medida em que os índices de pobreza se baseiam no conceito de renda *domiciliar per capita*, eles resumem uma série de efeitos do salário mínimo sobre a cauda inferior da distribuição de renda. Em particular, índices de pobreza baseados em renda do trabalho sintetizam mudanças nos rendimentos, no nível de emprego e nas características da ocupação de diversos membros dos domicílios. Este capítulo procura explicitar alguns efeitos colaterais imediatos do reajuste concedido ao salário mínimo de maio de 1995 sobre o mercado de trabalho.

2 NÍVEIS *VERSUS* VARIAÇÕES DE SALÁRIOS

O efeito mais característico de uma política de salário mínimo seria concentrar toda a massa da distribuição de salários com níveis inferiores aos do mínimo no valor exato assumido pelo mínimo. A ideia é que caso não houvesse a política de salário mínimo observaríamos uma distribuição contínua cuja a principal característica é que cada ponto no domínio da distribuição teria uma probabilidade nula de ser observado. A política de salário mínimo discretiza parte desta distribuição, concentrando massa (isto é, um átomo) no valor assumido pelo mínimo. Nesse sentido, o cálculo de medidas de avaliação do impacto do mínimo sobre a distribuição de salários não deveria se basear na comparação de médias dos salários com o valor

1. Este anexo foi publicado originalmente como Nota Técnica do Boletim de Conjuntura nº 37, de abril de 1997.

2. Universidade Federal Fluminense (UFF) e do PNPE do Ipea. O autor agradece a eficiente assistência de pesquisa de Milene Ancora, Danilo Coelho e Alexandre Pinto.

do mínimo ou em estatísticas como a proporção de indivíduos abaixo do mínimo, mas sim no número de indivíduos recebendo exatamente um salário mínimo. A proporção de salários exatamente iguais ao mínimo em abril e maio de 1995 corresponde a 13% e 16% da força de trabalho. A ideia intuitiva por trás deste indicador é que a proporção de pessoas em qualquer ponto da distribuição seria nula, o efeito do mínimo é deslocar pessoas abaixo do mínimo para exatamente o valor assumido pelo mínimo. Portanto, a proporção de trabalhadores com salários idênticos ao mínimo corresponderia à parcela que estaria sendo afetada pela existência do piso mínimo de salários.

A análise visual da distribuição de salários nos fornece indicações de que uma grande parte dos salários se concentra em múltiplos inteiros do mínimo. Isto quer dizer que o salário mínimo estaria sendo usado como numerário no processo de fixação dos salários, extrapolando a sua função original como piso nacional de salários. Nos meses de abril e maio de 1995, cerca de 14% e 32% dos salários, respectivamente, correspondiam a múltiplos inteiros do mínimo, excluindo o valor de um salário mínimo.

A natureza longitudinal dos dados da PME nos permite acompanhar os movimentos de curto prazo da renda individual e sintetizar num único número as pessoas que são afetadas pelo mínimo. O indicador aqui proposto para o estudo da efetividade da política de salário mínimo é a proporção de indivíduos cujos reajustes salariais mensais são exatamente e iguais aos do mínimo.

Cabe ressaltar que esta estatística foi calculada apenas para os indivíduos continuamente empregados num mesmo posto de trabalho. Por sua vez, em contraste, com estatísticas baseadas no nível de salário, como a proporção de indivíduos com nível de rendimentos idênticos às do mínimo. Estatísticas baseadas na variação individual de salários, como a proporção de indivíduos com variações de rendimentos idênticos as do mínimo, captam o uso do salário mínimo como indexador no processo de determinação de salários entre firmas e trabalhadores. Isto quer dizer que todos os salários fixados em termos de salário mínimo, mas não necessariamente idênticos a um salário mínimo ou a múltiplos inteiros do mínimo, são afetados da mesma forma. Em suma, captamos além dos efeitos do salário mínimo no sentido tradicional – isto é, a proibição de níveis de salário inferiores ao piso mínimo – também o uso do mínimo como numerador estável na determinação das rendas do trabalho. Na verdade, estamos impondo condições de efetividade do salário mínimo sobre os salários nos meses antes e depois do *reajuste*.³

A proporção de reajustes idênticos aos do mínimo em maio de 1995 correspondeu a 15% da força de trabalho. A análise da evolução desta estatística em

3. Neri (1996) demonstra que a escolha de datas-base foi historicamente afetada pelas datas de reajuste do mínimo. Nesse contexto, um aumento da massa salarial no momento de reajuste do salário mínimo pode-se dever ao *timing* do reajuste e não pela magnitude do reajuste. Isto é, as empresas se pré-determinaram a sincronizar as suas respectivas datas de reajustes salariais com as do mínimo. Portanto, parte dos salários tendem a ser reajustados nestas datas, independentemente da magnitude do reajuste contemporaneamente concedido ao mínimo. Note-se que a estatística aqui adotada, a proporção dos reajustes exatamente iguais aos do mínimo, é robusta em relação a este problema.

subperíodos de maior interesse analítico revelou que a proporção de empregados cujos reajustes coincidem com os do mínimo sobe em torno de 6% na primeira metade dos anos 1980 para 14% no período pós-Real. De uma maneira geral, observamos um incremento significativo no grau de efetividade do salário mínimo à medida que caminhamos em direção a períodos mais recentes.

3 O EFEITO-FAROL

A princípio aumentos de salário mínimo não teriam grandes impactos sobre o nível de bem-estar social em economias com grandes contingentes de trabalhadores alocados no segmento informal do mercado de trabalho. Este segmento concentraria grande parte dos indivíduos pobres, mas estaria fora do alcance dos efeitos coercitivos da regulação incidente sobre os salários. Em oposição, alguns argumentam que o salário mínimo seria usado como balizador das rendas do trabalho nos segmentos informais da economia brasileira. Entretanto, esta tradição oral, denominada *efeito-farol*, ainda não foi testada de maneira adequada no caso brasileiro. A estatística sobre a proporção de indivíduos, cujos reajustes salariais são idênticos aos do mínimo, abre a possibilidade de testar a operação do *efeito-farol*.

A análise da proporção de empregados com carteira de trabalho e dos empregados sem carteira de trabalho cujos reajustes corresponderam aos do mínimo indica que o crescimento de efetividade observado entre os informais é muito superior ao observado no restante do mercado de trabalho. Na primeira metade dos anos 1980, a política de salário mínimo se apresenta em média mais efetiva no âmbito do segmento formal do mercado de trabalho. Enquanto 6% dos empregados com registro na carteira apresentaram reajustes idênticos ao do mínimo, esta estatística cai para 2,8% no âmbito dos trabalhadores sem carteira de trabalho. A partir de 1990, observamos uma inversão desse quadro: o segmento informal tende apresentar uma proporção maior de reajustes idênticos aos do mínimo. Esta característica é válida para todas as datas de reajuste do mínimo da década de 1990, com exceção do período da URV. No reajuste de maio de 1995, cerca de 12% dos trabalhadores formais apresentaram variações idênticas as do mínimo enquanto entre os empregados sem carteira de trabalho esta estatística corresponde a 22%.

A explicação para o expressivo ganho de efetividade da política de salário mínimo observado entre o setor informal pode talvez ser creditada à contínua deterioração da credibilidade dos diversos índices de preços ao longo do período de alta inflação e planos de estabilização frequentes. A maior tangibilidade do salário mínimo em relação aos demais indexadores de salários também pode explicar a sua crescente popularidade no período de instabilidade econômica.

4 O EFEITO-PRECARIZAÇÃO

A análise realizada anteriormente esteve restrita aos movimentos de salários de indivíduos continuamente empregados num mesmo posto de trabalho. Objetivamos agora complementá-la incorporando os efeitos do mínimo no sentido de expulsar os indivíduos para fora do segmento formal do mercado de trabalho. As estatísticas apresentadas a seguir demonstram a probabilidade de saída da posição de empregado formal para dois outros estados: empregados sem carteira e desocupados – isto é, inativos e desempregados. Estas probabilidades serão calculadas para dois grupos de agentes: o primeiro grupo seria aquele mais afetado pelo salário mínimo no sentido tradicional, aqui captado pelos indivíduos cujos rendimentos se situavam entre o antigo e o novo salário mínimo – isto é, entre R\$ 70 e R\$ 100. As probabilidades de um trabalhador do segmento formal passar para o segmento informal e para a condição de desocupado seriam 8,8% e 6,3%, respectivamente. O segundo grupo aqui utilizado para fins de controle se refere aos indivíduos com salário situados entre 1,5 e 3,0 salários mínimos novos – isto é, entre R\$ 150,00 e R\$ 300,00. Neste grupo, estas estatísticas correspondem a 4,2% e 4,1%, respectivamente. As diferenças mais marcantes nestes dados é que a probabilidade de transitar de uma posição formal (com carteira) para uma posição informal (sem carteira) é mais que o dobro no grupo afetado pelo mínimo em relação ao grupo de controle. Entretanto, é possível que este experimento seja invalidado, se indivíduos de baixa renda com carteira de trabalho apresentarem maiores probabilidades de transição em direção a estados informais e de desocupação, independentemente da concessão ou não de reajuste ao mínimo.

A fim de prevenir contra o problema, mencionado antes, é interessante realizar um outro tipo de experimento, como comparar o reajuste de maio de 1995 com um intervalo maior de tempo. A análise das probabilidades de transição do setor formal para o segmento informal e para os não ocupados correspondeu a 5,1% e 3,9%, respectivamente, para todos os trabalhadores durante o mês de maio de 1995. Usando como controle todos os meses desde 1988 observamos que estas probabilidades de transição correspondem a 4,1% e 3,6%, respectivamente. Estes dados tomados a valor de face não nos permitem rejeitar a hipótese de que o mínimo incrementaria o fluxo de trabalhadores formais em direção aos estados mais precários de ocupação, como a informalidade e a desocupação.⁴

4. A metodologia adotada aqui foi inspirada em Card e Krueger (1995). Esses autores inovaram ao aplicar métodos empíricos tomados de ciências naturais, incluindo comparações entre grupos de “tratamento” e de “controle” quando aumentos de salário mínimo são concedidos para alguns trabalhadores, mas não para outros. Outros autores utilizaram como experimentos naturais uma série de episódios recentes de quando o salário mínimo foi reajustado de forma diferenciada entre estados norte-americanos. Cabe notar que os impactos sobre a pobreza e sobre o emprego encontrados aqui são qualitativamente distintos em relação aos de Card e Krueger (1995).

5 O EFEITO-PREVIDÊNCIA

Como vimos, mais de 40% da queda da pobreza observada no período pós-Real foi contemporânea ao aumento concedido ao mínimo em maio de 1995. Cabe, entretanto, ressaltar que os dados de rendimentos utilizados se baseiam unicamente na renda do trabalho, e assim não incorporam os efeitos do mínimo sobre a renda da aposentadoria. Esta restrição é particularmente relevante na análise dos efeitos do mínimo sobre a pobreza, pois, segundo a Pesquisa Nacional por Amostras de Domicílios (Pnad), cerca de 22% da renda das famílias pobres advêm de pensões e aposentadorias. Simulações com base na PNAD do impacto do aumento do salário mínimo sobre a pobreza por meio de pensões e aposentadorias indicam um efeito adicional de queda do número de pobres de 4,75%, se o reajuste de 42,86% fosse plenamente incorporado pelas pensões e aposentadorias.

Existem pelo menos dois argumentos básicos para o desatrelamento dos benefícios concedidos pela Previdência Social em relação ao salário mínimo. O primeiro decorre da necessidade de as famílias diversificarem as suas fontes de renda. Isto quer dizer que, na presença de incertezas de renda, famílias avessas a risco preferem não retirar “todos os seus ovos da mesma cesta”. Como a renda do trabalho e as aposentadorias são afetadas pelo salário mínimo real, quaisquer choques, positivos ou negativos, atuantes sobre o salário mínimo nominal ou sobre o índice geral de preços vão afetar uma parte maior das rendas das famílias do que se os processos de fixação destas duas fontes de renda fossem independentes.

O outro argumento mais fundamental é de cunho fiscal. Este efeito se dá pelo aumento das despesas a título de pensões e aposentadorias. Na verdade, esta questão nos remete ao clássico problema levantado por Haavelmo de escassez de instrumentos de política econômica diante do número de objetivos independentes de política econômica. Entre os objetivos principais do governo brasileiro, o combate à pobreza e ao *deficit* público aparecem no topo das prioridades. Entretanto, aumentos de salário mínimo geram efeitos conflitantes nestas duas frentes.

Cabe por fim ressaltar uma medida recente do governo no sentido de ampliar os graus de liberdade do uso de instrumentos de política econômica: o desatrelamento da política do mínimo da política de reajustes oficiais adotada para os demais salários acima do mínimo.⁵ O abandono de regras de indexação compulsórias generalizadas inibiu os efeitos inflacionários de reajuste do mínimo ao mesmo tempo que aumentou o seu grau de focalização como política de alívio de pobreza.

5. Simonsen (1995) destacou que o maior problema das regras de indexação salariais oficiais brasileiras era a sua obrigatoriedade, aqui chamamos a atenção para a sua generalidade.

6 CONCLUSÕES

O nosso ponto de partida foi a constatação de que uma significativa parcela da melhora dos indicadores sociais baseados em renda do trabalho observada recentemente foi contemporânea ao reajuste do mínimo concedido em maio de 1995. De forma geral, a análise pura e simples dos efeitos da queda abrupta da taxa de inflação proporcionada pelo Plano Real não parece ser suficiente para explicar o deslocamento e a dinâmica dos diversos índices de pobreza. A nossa conjectura básica é que a manutenção da estabilidade dos preços conferiu um caráter real e permanente aos aumentos não triviais concedidos ao salário mínimo no ano posterior ao lançamento do Plano Real. Nesse sentido, a estabilização seria mais uma condição necessária do que suficiente à consecução de uma política efetiva de redistribuição de renda do trabalho. Obviamente, a extração de qualquer relação entre aumentos do salário mínimo e quedas nos índices de pobreza no episódio relatado neste capítulo é em si insuficiente.

A análise conjunta dos movimentos do salário mínimo e da pobreza pode ser encarada como uma forma reduzida de se captar uma série de efeitos do salário mínimo sobre a cauda inferior da distribuição da renda, aí incluindo efeitos sobre o rendimento dos chefes, o rendimento dos outros membros do domicílio, o nível de emprego e o grau de precarização das relações de trabalho. Em primeiro lugar, observamos um perfeito sincronismo em termos de *timing* e de magnitude entre os movimentos do salário mínimo e os movimentos dos salários de uma significativa parcela de trabalhadores. De forma surpreendente, esse sincronismo tem sido mais pronunciado nos segmentos informais do que nos segmentos formais da economia brasileira. Portanto, os segmentos informais e pobres da economia brasileira não parecem estar à margem dos efeitos da política de salário mínimo. Em contrapartida, os grupos mais afetados pelo mínimo no segmento formal apresentam maiores probabilidades de transição em direção a situações de desemprego, inatividade e informalidade. Isto quer dizer que o salário mínimo parece ter um efeito colateral indesejado de levar a cada mês uma proporção maior de trabalhadores a estados identificados como precários. O efeito líquido positivo sobre a pobreza indica que o impacto sobre os indivíduos continuamente empregados mais do que compensa os efeitos indutores de transições em direção a estados mais precários do mercado de trabalho.⁶

6. Uma alternativa para tornar este desatrelamento mais aceitável do ponto de vista político seria permitir uma regionalização descentralizada do salário mínimo, permitindo que governos estaduais e prefeituras de regiões metropolitanas fixem valores de salário mínimo acima do piso nacional de salários. Esse piso nacional seria válido para a previdência e governo federal. Esta política nos levaria em direção ao modelo americano de salários mínimos regionalmente diferenciados e fixados de maneira descentralizada no âmbito, dos estados. A proximidade do problema de folhas de salários públicas em nível regional torna a austeridade em relação ao mínimo compatível em termos de incentivos. Notem que essa política se molda ao formato descentralizado de novas políticas sociais brasileiras – por exemplo, políticas de renda mínima e de geração de emprego – diferentemente da política brasileira de salários mínimos regionalizados vigente até maio de 1984.

Por fim e mais construtivamente, o mínimo exerce um efeito fiscal adverso sobre as contas da Previdência Social e as folhas de pagamento do setor público em níveis federal, estadual e municipal. Neste sentido, a proposta do senador Ney Suassuna (PEC 26/1996) que prevê o desatrelamento do salário mínimo utilizado pelo setor privado em relação ao salário mínimo usado pela Previdência Social e pelos salários de servidores do setor público é bastante oportuna.⁴ Esta proposta diminuiria os custos fiscais do compromisso de campanha do presidente Fernando Henrique Cardoso, reafirmado em 27 de maio de 1995, de dobrar o poder de compra do salário mínimo durante o curso do seu governo.

REFERÊNCIAS

- CARD, D.; KRUEGER, A. **Myth and measurement**. The new economics of the minimum wage. Princeton: Princeton University Press, 1995.
- NERI, M. **Sincronismo de negociações salariais**: uma abordagem positiva. Ipea, 1996. Mimeografado.
- SIMONSEN, M. H. **Trinta anos da indexação salarial no Brasil**. Rio de Janeiro: FGV, 1995.

INDICADORES IPEA DE TENDÊNCIA DA INFLAÇÃO NO BRASIL¹

Ajax Reynaldo Bello Moreira²

Leonardo Carvalho³

1 INTRODUÇÃO

Este texto apresenta resultados preliminares dos indicadores de tendência da inflação (*core inflation*)⁴ no Brasil que, doravante, serão mensalmente produzidos e divulgados pelo Ipea. O restante desta seção introduz o conceito de tendência da inflação e sua motivação. As seções seguintes discutem os métodos de estimação de dois indicadores propostos pelo Ipea como medida da tendência da inflação no Brasil, bem como suas estimativas para o período de julho de 1994 a dezembro de 1999.

A inflação relevante para orientar a política de metas inflacionárias não é, necessariamente, aquela medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) ou qualquer outro índice de custo de vida. A política monetária visa minorar os efeitos deletérios da inflação sobre as decisões econômicas em geral e não somente sobre as decisões de consumo. É necessário obter informações e previsões sobre as variações de preços de conjuntos mais amplos de transações de mercado que sofrem os efeitos da política monetária além das matérias-primas e produtos intermediários, essas transações podem envolver ativos reais e financeiros. Essa é a finalidade precípua de se construir uma medida da tendência da inflação (*core inflation*).

As variações dos preços que compõem um índice de custo vida não são igualmente relevantes ou informativas para essa finalidade, muito embora possam existir efeitos significativos sobre o valor do índice e o bem-estar da sociedade. Algumas variações de preços são fenômenos restritos a produtos ou períodos específicos e, seja porque são idiossincráticas ou porque se anulam com o passar do tempo, não refletem nem antecipam adequadamente as variações dos preços de conjuntos mais amplos de bens. Em princípio, portanto, a medida de inflação que orienta a política monetária deveria desconsiderar esse tipo de variações de preços.

1. Este anexo foi publicado originalmente como Nota Técnica do Boletim de Conjuntura nº 48, de janeiro de 2000.

2. Técnico de Planejamento e Pesquisa do Ipea.

3. Técnico de Planejamento e Pesquisa do Ipea.

4. Tendência da inflação parece-nos uma tradução mais clara do conceito de *core inflation* do que cerne, núcleo da inflação ou ainda inflação latente.

Por fim, certas variações de preços possuem caráter discricionário e eventual (*once and for all*) e não são afetadas por decisões de política monetária. Exemplos óbvios são as alterações nos impostos ou nas tarifas públicas, ou variações nos preços internacionais do petróleo. As taxas de juros não deveriam ser alteradas quando esses preços variam e, portanto, os índices de preços relevantes para as decisões de política monetária deveriam desconsiderá-las.

De forma mais rigorosa, as taxas de inflação convencionais são definidas como médias ponderadas das taxas de variações dos preços de um conjunto amplo de bens e serviços. As taxas de variações de preços dos diversos itens podem ser decompostas em variações comuns e idiossincráticas. Ambos os componentes podem apresentar volatilidade excessiva para os fins da política monetária. A flutuação da componente comum pode ser parcialmente transitória e, nessa medida, esta parte deveria ser extraída. As componentes idiossincráticas, por sua vez, tendem a apresentar alta frequência de valores extremos (isto é, grandes variações positivas ou negativas nos preços) e, portanto, medidas de tendência da inflação podem ser feitas de forma mais eficiente desconsiderando esses valores extremos.⁵

A literatura propõe quatro procedimentos básicos para se medir a tendência da inflação (*core inflation*): *i*) aumentar a eficiência do estimador pela eliminação das variações extremas;⁶ *ii*) amortecer o efeito da componente transitória utilizando filtros;⁷ *iii*) estimar a tendência comum dos vários componentes de um mesmo índice de preços ou de vários índices de preços;⁸ e, por fim, *iv*) estimar a tendência da inflação com modelos cuja especificação seja teoricamente motivada.⁹

O Ipea construiu, até o momento, dois tipos de indicadores de tendência da inflação. O primeiro indicador (ITI1) é obtido de um modelo que combina os procedimentos citados anteriormente (*i*) e (*ii*) para reduzir volatilidades idiossincráticas e intertemporais do IPCA. O segundo indicador (ITI2) adota o procedimento (*iii*) para estimar tendências comuns entre componentes do IPCA, bem como entre o IPCA e outros índices. Devido às controvérsias teóricas e à necessidade de séries temporais mais longas para estimações confiáveis, o procedimento (*iv*) não foi tentado, por enquanto. Nas seções seguintes, discutem-se a metodologia e os resultados de cada um dos indicadores.

5. Ou seja, a distribuição das variações de preços possui uma cauda pesada quando comparada à distribuição normal. Custos de remarcação dos catálogos de preços podem explicar esta propriedade, bem como os custos políticos no caso de variação das tarifas públicas. Nas distribuições com caudas pesadas, o estimador da média truncada é mais eficiente do que o estimador da média. Ver Cecchetti (1996).

6. Esse procedimento tem como caso particular o conhecido *Ex food and energy* adotado em vários países. Ver Bryan e Cecchetti (1993).

7. Ver Cogley (1998).

8. Ver Cecchetti (1996).

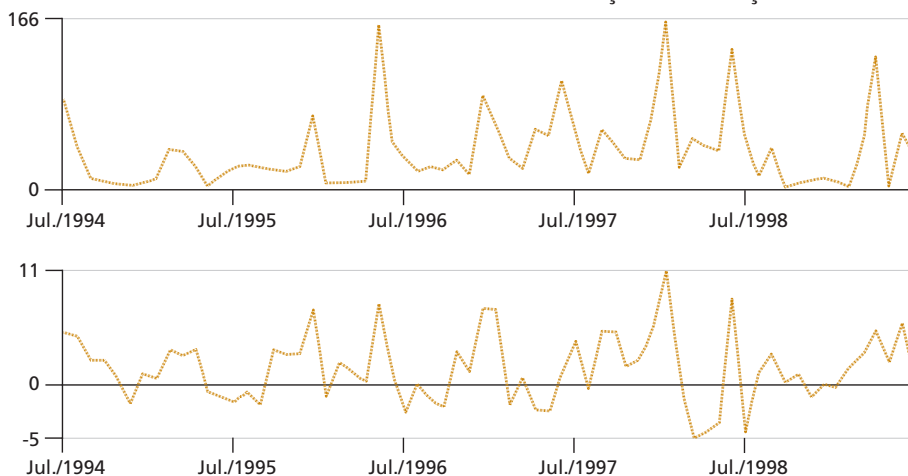
9. Ver Blix (1997) e Quah e Vahey (1995).

2 O MODELO DE REDUÇÃO DA VOLATILIDADE

O modelo supõe que as variações de preços dos produtos são causadas por dois tipos de choques complementares: choques comuns ou sistêmicos que afetam conjuntamente todos os preços e choques idiossincráticos ou específicos que afetam cada produto. Supõe-se que os primeiros tenham uma componente de caráter transitório que pode ser filtrada utilizando um mecanismo de ajustamento parcial que amortece seus efeitos ao longo do tempo. Os choques idiossincráticos apresentam distribuições de frequência assimétricas e com caudas pesadas, o que implica a redução da eficiência do estimador da média, especialmente para pequenas amostras. Neste caso, o aumento da eficiência pode ser obtido pela eliminação das variações extremas, ou seja, com a adoção de médias truncadas. Os coeficientes de achatamento e assimetria da distribuição dos preços dos 350 bens e serviços que compõem o IPCA ao longo da amostra estão apresentados, respectivamente, pelo gráfico 1. Esse gráfico mostra a ocorrência de achatamento excessivo na distribuição das variações de preços – ou seja, o quanto sua cauda é pesada comparada à normal – ao longo de toda a amostra. Isso mostra que o truncamento traz ganhos significativos para a eficiência do estimador.

GRÁFICO 1

Coefficientes de achatamento e assimetria das distribuições das variações



A tendência da inflação não é observável mas pode ser conceitualmente aproximada pela média móvel centrada da taxa de inflação que, ao incluir as taxas do passado e do futuro próximos reduz o ruído da informação e, nesse sentido, pode ser vista como a verdadeira taxa de inflação presente.¹⁰ No modelo, essa tendência centrada da inflação, observada no período t , é especificada por:

10. Ver Cecchetti (1996).

$$\pi_t^1 = \frac{1}{2m+1} \{ \pi_t + \sum_{i=1}^m \{ (\pi_{t+i} + \pi_{t-i}) \} \}$$

onde π é a taxa de inflação observada no período t .

Um conceito alternativo da tendência da inflação com características mais prospectivas é a média móvel das taxas de inflação *futuras*. No modelo, essa tendência *prospectiva* da inflação observada no período t , é especificada por:

$$\pi_t^2 = \frac{1}{m+1} \{ \pi_t + \sum_{i=1}^m \pi_{t+i} \}$$

Nota-se que, em ambas as alternativas, a tendência da inflação não é observada no período presente, pois requer informações da taxa de inflação média nos m períodos futuros.

O modelo especificado a seguir permite estimar o valor da tendência centrada da inflação no presente (para a tendência prospectiva seria análoga):

$$\pi_t^1 = \mu_t + e_t \quad e_t \sim N(0, \sigma^2)$$

$$\mu_t = \mu_{t-1} + \rho (g(z_t, w_t | \alpha) - \mu_{t-1})$$

sendo π_t^1 , a medida da tendência da inflação observada no passado; z_t , o vetor da relação entre t e $t-1$ dos preços de cada um dos 350 produtos que compõem o IPCA;¹¹ μ_t , o vetor das ponderações destes produtos; $g(z_t, w_t | \alpha)$, a função que estima a média para um dado grau α de truncamento;¹² ρ , o coeficiente de alisamento exponencial; e m_t , o estimador da tendência (prevista ou centrada) da inflação dado o conjunto de informação $\Omega = \{\pi_1^1, \dots, \pi_T^1, z_1, \dots, z_T, w_1, \dots, w_T\}$, onde T é o último período para o qual se dispõe de observações para a taxa de inflação.

Nesse modelo, dado (α, ρ) , pode ser calculada a tendência, m_t , e a sua verossimilhança, o que possibilita a obtenção das distribuições não condicionais de $(m_t | \Omega)$ que estimam a tendência da inflação por meio do procedimento descrito no apêndice.

Diante da mudança estrutural introduzida no regime de preços da economia brasileira após o Plano Real,¹³ é aconselhável restringir as estimações ao período pós-julho de 1994. Essa série temporal relativamente pequena – cerca de cinco anos – impõe limitações sobre o horizonte temporal da média móvel que define a tendência da inflação observada. Além disso, torna desaconselhável incorporar componentes sazonais no modelo.

11. Após agosto de 1999, 512 grupos de produtos são divulgados.

12. A média truncada $g(z_t, w_t, \alpha) = \sum_{i \in I(\alpha)} w_i z_{it}$, $I(\alpha) = \{i; \alpha < W_i < 1 - \alpha\}$, $W_i = \sum_{j=1}^J w_{ij}(i)$ amostra ordenada por z_i .

13. Ver Fiorenco e Moreira (1999).

Os gráficos 2A e 2B mostram a trajetória das estimativas, bem como seus intervalos de confiança com linhas tracejadas, das tendências *centrada* e *preditiva* da inflação para diferentes horizontes temporais ou janelas de estimação – seis e nove meses.

GRÁFICO 2A

IPCA e a tendência centrada e preditiva do IPCA dado horizonte de seis meses

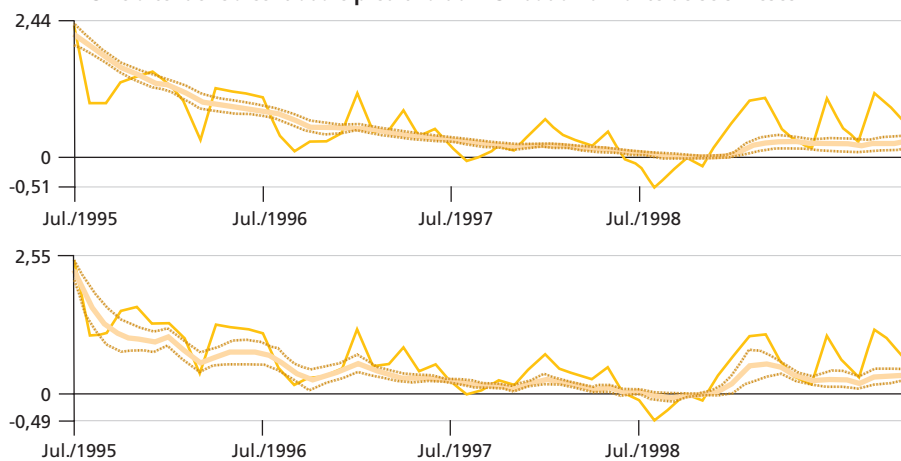
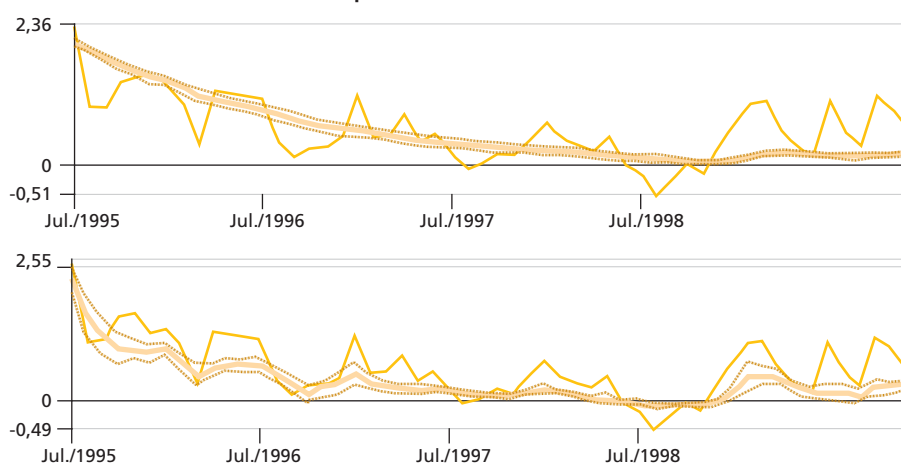


GRÁFICO 2B

IPCA e a tendência centrada e preditiva do IPCA dado horizonte de nove meses



Fonte: IPCA.

3 MODELO DE TENDÊNCIA COMUM

Estimou-se um modelo de espaço de estados com componentes de tendência e transitório para taxas de inflação das seis categorias do IPCA¹⁴ e outro para taxas de inflação de um conjunto selecionado de índices de preços que inclui IPCA, Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (Fipe), Índice Geral de Preços do Mercado (IGPM) e IPA. A tendência comum extraída desses modelos pode ser interpretada como uma medida de tendência da inflação.

Na forma multivariada,¹⁵ esse modelo pode ser descrito pelas equações que se seguem:

$$\begin{aligned} X_{it} &= B\mu_1 + Dy_{it} + e_{it} & e_{it} &\sim N(0, \Sigma) \\ \mu_t &= \mu_{t-1} + \xi_\mu & \xi_\mu &\sim N(0, v_\mu) \\ y_{it} &= \varphi(\rho, w)^{13} y_{it-1} + \xi_{it} & \xi_{it} &\sim N(0, v) \end{aligned}$$

onde x_{it} é a taxa de inflação da categoria ou índice i , no período t ; y_{it} a componente transitória; e_{it} o resíduo idiossincrático; e μ_t a tendência comum.

Os modelos foram estimados impondo a restrição de apenas uma tendência comum.¹⁶ Além disso, escolheu-se o menor número de componentes transitórias que não impusesse restrição significativa ao modelo.¹⁷ A estimação do modelo permitiu extrair a tendência comum entre as seis categorias do IPCA, e outra entre um conjunto selecionado de índices que inclui o IPCA, Fipe, IGP-M e IPA. A primeira tendência seria uma medida da tendência da inflação considerando as variações de preços dos componentes do IPCA, e a segunda é uma medida mais abrangente que considera variações de preços de outros índices de preços, ambas calculadas condicionais aos estimadores de máxima verossimilhança dos parâmetros $(\Sigma, v_\mu, v, \rho, w)$. Os gráficos 3A e 3B apresentam a tendência comum obtida nos dois casos.

14. Limitações do programa adotado Structural Time Series Analyser Modeller and Predictor (STAMP) tornaram necessário agregar as categorias saúde e despesa pessoal do IPCA.

15. Ver Harvey (1989) ou West e Harrison (1997).

16. Essa restrição permite interpretar a tendência estatística como medida de tendência da inflação. Nos dois casos, o teste de razão de verossimilhança foi estatisticamente significativo.

17. O modelo foi estimado de forma irrestrita, e reduzindo progressivamente o número de componentes transitórias até que o teste de razão de verossimilhança não indicasse igualdade entre os modelos.

GRÁFICO 3A

IPCA e núcleo medido pela tendência comum das componentes do IPCA

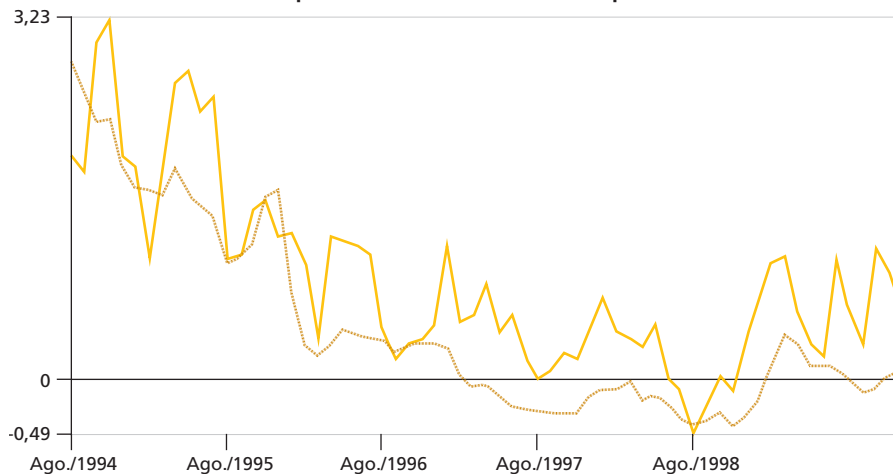
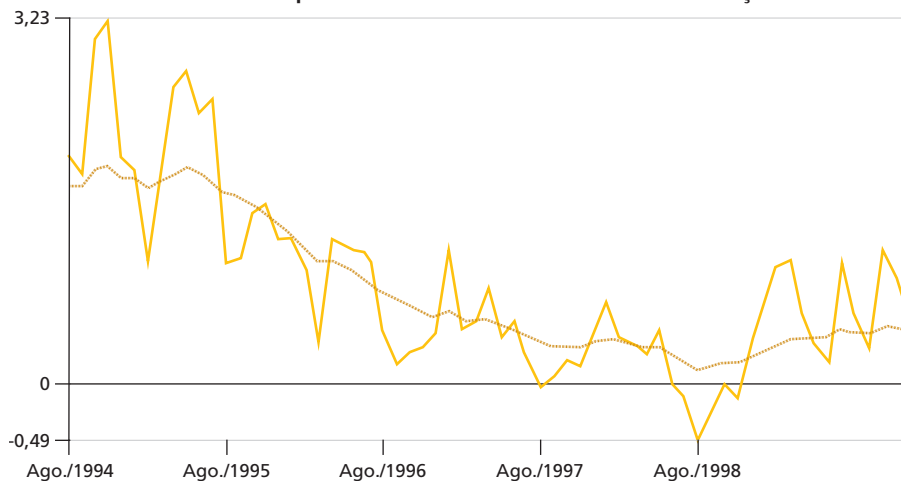


GRÁFICO 3B

IPCA e núcleo medido pela tendência comum entre índices de inflação



4 CONCLUSÃO

Os modelos de tendência comum e de redução da variabilidade do IPCA descrevem medidas de tendência da inflação com características distintas. O primeiro modelo utiliza um conjunto de informações amplo e detalhado para reconstruir um índice de preços com características mais adequadas para

orientar a política monetária e sua vantagem depende fortemente do ganho de eficiência devido à utilização do estimador da média truncada. Os modelos de tendência utilizam um conjunto menor de informação, mas dispõem de uma representação mais rica da dinâmica das séries, o que permite a eliminação mais adequada do efeito de eventuais componentes transitórias.

Como a magnitude do ganho de eficiência é uma questão empírica, pretende-se, futuramente, medir este ganho utilizando-se as distribuições de aumento de preço do IPCA, oferecendo evidências adicionais a favor ou contra a utilização de médias truncadas.

Os dois modelos estão restritos pela pequena dimensão temporal da amostra de dados, o que impede, por exemplo, o tratamento de um eventual componente sazonal. A utilização de médias truncadas, e o amplo conjunto de informações considerado pelo primeiro modelo restringiram o tratamento dos movimentos transitórios da série.¹⁸ O modelo de tendência comum tem uma dinâmica transitória mais rica, porém utiliza índices que são obtidos com estimadores menos eficientes.

As duas abordagens apresentadas podem ser vistas como complementares, ambas têm vantagens e desvantagens que foram sumariamente discutidas. Uma alternativa é o acompanhamento de todas as medidas ampliando o conjunto de informação disponível.

Finalizando, a tabela 1 apresenta as várias estimativas da tendência da inflação em dezembro de 1999 obtidas com os modelos propostos e os valores respectivos dos desvios-padrão dessas estimativas.¹⁹

TABELA 1
Estimativas da tendência da inflação para dezembro de 1999

Conceito de tendência	Horizonte temporal	
Centrada da inflação	6 meses	$0,30 \pm 0,05$
Preditiva da inflação	6 meses	$0,36 \pm 0,05$
Centrada da inflação	9 meses	$0,21 \pm 0,01$
Prospectiva da inflação	9 meses	$0,34 \pm 0,04$
Comum do IPCA	Não se aplica	0,08
Comum múltipla	Não se aplica	0,50

Fonte: Ipea/Dimac.

18. A tendência extraída pelos modelos de espaço de estado tem a propriedade da raiz unitária, restrição que pode não ser as séries de inflação brasileiras para o período pós-Plano Real.

19. No momento, ainda não foi possível extrair uma estimativa da incerteza da tendência comum.

REFERÊNCIAS

- BLIX, M. **Underlying inflation**: a common trends approach. Sveriges Riksbank, Oct. 1997.
- BRYAN, M.; CECCHETTI, S. **The seasonality of consumer prices**. Jul. 1995. (NBER, n. 5173).
- _____. **The consumer price index as a measure of inflation**. Oct. 1993. (NBER, n. 4505).
- BRYAN, M.; CECCHETTI, S.; WIGGINS, R. **Efficient inflation estimation**. Sept. 1997. (NBER, n. 6183).
- CECCHETTI, S. **Measuring short run inflation for central bankers**. Oct. 1996. (NBER, n. 5786).
- COGLEY, T. **A simple adaptive measure of core inflation**. Federal Reserve Bank of San Francisco, Oct. 1998.
- FIORENCIO, A.; MOREIRA, A. **Measuring the stability of the price system**. Ipea, set. 1999. (Texto para Discussão, n. 673).
- HARVEY, A. **Forecasting structural time series models and the kalman filter**. Cambridge University Press, 1989.
- QUAH, D.; VAHEY, S. Measuring core inflation. **Economic Journal**, v. 105, 1995.
- WEST, M., HARRISON, J. **Bayesian forecasting and dynamic models**. Springer-Verlag, 1997.
- WYNNE, M. **Core inflation**: a review of some conceptual issues. Federal Reserve Bank of Dallas, Jun. 1999.

ANEXO METODOLÓGICO

No modelo:

$$\pi_t^1 \sim N(\mu_t, \sigma^2),$$

$$\mu_t = \mu_{t-1} + \rho (g(z_t, w_t, \alpha) - \mu_{t-1})$$

dado (α, ρ) podemos calcular $m_t(\alpha, \rho)$, e também a densidade:

$$p(\pi_1^1, \pi_2^1, \dots, \pi_T^1 | \mu_t(\alpha, \rho)) = p(\pi_1^1, \pi_2^1, \dots, \pi_T^1 | \alpha, \rho, \sigma^2) \propto$$

$$\propto -0,5 (\sigma^2)^{-T} \exp \left\{ \frac{-1}{\sigma^2} \sum (\pi_t^1 - \mu_t(\alpha, \rho))^2 \right\},$$

que, calculada para o estimador de máxima verossimilhança de σ^2 , fica:

$$p(\pi_1^1, \pi_2^1, \dots, \pi_T^1 | \alpha, \rho) = p(\alpha, \rho | \Omega) \propto -0,5 (\hat{\sigma}^2(\alpha, \rho))^{-T}$$

Onde

$$\hat{\sigma}^2(\alpha, \rho) = \frac{1}{T} \sum (\pi_t^1 - \mu_t(\alpha, \rho))^2$$

Então o valor esperado para a tendência da inflação é dado por:

$$E(\mu_t | \Omega) = \frac{\int_{\alpha, \rho} p(\alpha, \rho | \Omega) \mu_t(\alpha, \rho)}{\int_{\alpha, \rho} p(\alpha, \rho | \Omega)}$$

que pode ser interpretado como uma média das tendências calculadas para os diversos pares (α, ρ) ponderadas pela sua verossimilhança $p(\alpha, \rho | \Omega)$.

O procedimento de estimação adotado consistiu em calcular os valores de $p(\alpha, \rho | \Omega)$ para uma grade de (α, ρ) , e adotar a aproximação:

$$E(\mu_t | \Omega) \cong \sum_i p(\alpha_i, \rho_i | \Omega) \mu_t(\alpha_i, \rho_i)$$

$$V(\mu_t | \Omega) \cong \sum_i p(\alpha_i, \rho_i | \Omega) (\mu_t(\alpha_i, \rho_i) - E(\mu_t | \Omega))^2$$

QUAL É A TAXA DE CÂMBIO REAL QUE EQUILIBRA O SETOR EXTERNO DA ECONOMIA BRASILEIRA?¹

Marco Antônio Freitas de Hollanda Cavalcanti²

1 INTRODUÇÃO

Sob um regime de taxa de câmbio flutuante, o equilíbrio das contas externas está automaticamente garantido. O fluxo líquido de capitais para o país determina o *deficit* em conta corrente. A taxa de câmbio real é a variável de ajuste.

O nível de equilíbrio da taxa de câmbio real no longo prazo seria aquele que compatibilizaria os fluxos de capital com os demais fundamentos econômicos do *deficit* em conta corrente – política fiscal, produtividade, termos de troca etc. No curto prazo, porém, oscilações nos fluxos de movimentos de capital podem causar a subvalorização ou sobrevalorização do câmbio em relação ao seu nível de equilíbrio de longo prazo.

O cálculo da taxa de câmbio de equilíbrio de um país – e, portanto, do desvio da taxa observada em relação ao nível de equilíbrio – permite inferir a direção e magnitude do desalinhamento em relação aos seus fundamentos, fornecendo recomendações importantes para a condução apropriada das políticas macroeconômicas.

O objetivo deste capítulo é calcular a taxa de câmbio real de equilíbrio para o país com base no Modelo Trimestral da Economia Brasileira desenvolvido na Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea,³ de modo a avaliar o grau de desalinhamento da taxa de câmbio corrente em relação ao equilíbrio de longo prazo.

2 METODOLOGIA

O cálculo da taxa de câmbio real de equilíbrio pode ser feito a partir de vários métodos.⁴ O exercício apresentado a seguir baseou-se na simulação do Modelo Trimestral da Economia Brasileira, pelos seguintes passos.

1. Este anexo foi publicado originalmente como Nota Técnica do Boletim de Conjuntura nº 52, de janeiro de 2001.

2. Dimac do Ipea.

3. Para uma apresentação esquemática do modelo, ver Cavalcanti (2000a e 2000b).

4. Ver Williamson (1994).

- 1) Determinação do fluxo de capitais de longo prazo para o país – em porcentagem do produto interno bruto (PIB) –, o que equivale a estabelecer o *deficit* em conta corrente sustentável no longo prazo. Foram considerados valores na faixa de 1% a 4% do PIB.
- 2) Determinação da trajetória de ajustamento do *deficit* em conta corrente atual para o *deficit* de longo prazo, por um processo de ajustamento parcial. Trabalhou-se com dois cenários para a velocidade do ajustamento, denominados *cenário de restrição forte no curto prazo* (ajustamento mais rápido) e *cenário de restrição moderada no curto prazo* (ajustamento mais lento).
- 3) Simulação do modelo, na qual se calculou a taxa de câmbio real consistente com as hipóteses anteriores. A simulação foi realizada para o período 2001T4/2006T4.

A utilização de um modelo macroeconômico estrutural no cálculo da taxa de câmbio de equilíbrio assegura que os efeitos de interação do câmbio, setor externo e nível de atividade doméstica são considerados na análise. Isso representa grande vantagem em relação a métodos de equilíbrio parcial baseados em equações de comércio exterior ou cálculos simples baseados em alguma forma de paridade do poder de compra.

Deve-se observar que a taxa de câmbio real de equilíbrio é geralmente definida como a taxa compatível com a manutenção simultânea do *equilíbrio externo* – geração de saldos em conta corrente *sustentáveis* – e do *equilíbrio interno* – obtenção do mais alto nível de atividade doméstica consistente com o controle da inflação. O exercício realizado impõe explicitamente apenas a restrição de equilíbrio externo, de modo que a definição mais precisa para a taxa de câmbio real calculada seria *taxa de câmbio de equilíbrio externo*. Cabe notar, contudo, que em nenhum dos casos analisados a taxa de inflação sai de controle, chegando ao final do período de simulação, no pior cenário (ajustamento rápido do *deficit* para 1% do PIB), na faixa dos 6% ao ano (a.a.). Dessa forma, o exercício parece fornecer uma aproximação razoável da taxa de câmbio compatível com os equilíbrios externo e interno.

3 RESULTADOS

Os gráficos a seguir apresentam os principais resultados obtidos.

O gráfico 1 mostra a taxa de câmbio real ao final do período de simulação – quando a economia parece próxima de uma situação de *equilíbrio de longo prazo* – sob diferentes hipóteses para o influxo líquido de capitais de longo prazo, no

cenário de restrição forte no curto prazo. Constatase que o nível de câmbio real vigente no último trimestre de 2000 está muito próximo do nível de equilíbrio de longo prazo, independentemente da hipótese adotada para o fluxo de capitais. No caso de menor influxo de capitais de longo prazo (1% do PIB), seria necessária uma desvalorização real de aproximadamente 7%; no caso de maior influxo de capitais (4% do PIB), o câmbio deveria valorizar cerca de 7%. O gráfico 1 apresenta valores semelhantes para o cenário de restrição moderada no curto prazo.

GRÁFICO 1

Taxa de câmbio real de equilíbrio, sob diferentes hipóteses para o fluxo de capitais de longo prazo (2006 4T)
(Em % do PIB)

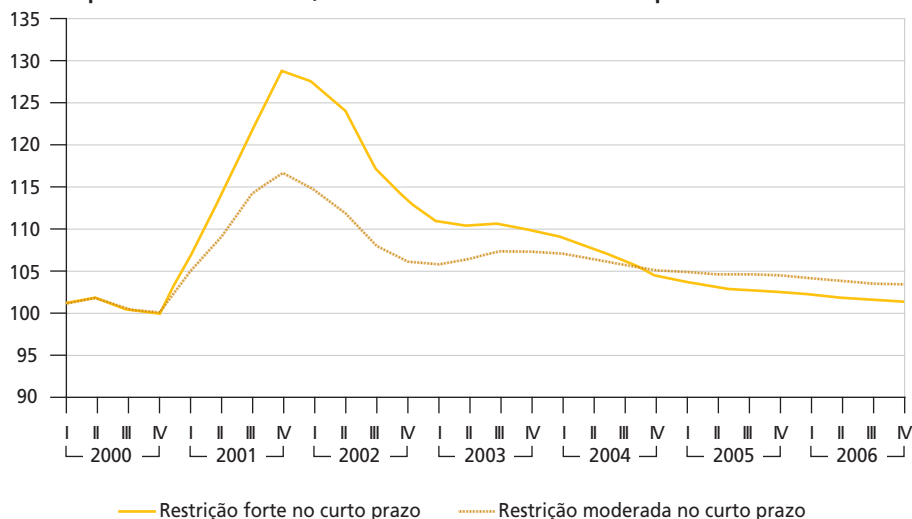


Obs.: Base: 2000 4T = 100.

O gráfico 2 apresenta a trajetória da taxa de câmbio de equilíbrio para o caso de influxo de capitais de longo prazo de 2% do PIB, sob os dois possíveis cenários de ajustamento no curto prazo. Observa-se que, após uma desvalorização inicial, a taxa de câmbio real tende a convergir gradualmente para níveis muito próximos aos observados atualmente. O ciclo de desvalorização-valorização do câmbio é explicado pelas relativamente baixas elasticidades preço das exportações e importações no curto prazo, que implicam grande sensibilidade da taxa de câmbio real a variações na trajetória dos fluxos de capital. Tendo em vista que o ajuste do *deficit* em conta corrente é relativamente mais forte nos primeiros períodos da simulação, a manutenção do equilíbrio externo requer grande desvalorização. Tal desvalorização acarreta efeitos positivos sobre a balança comercial com defasagens, de modo que nos períodos subsequentes, em que a necessidade de ajuste é menor, a desvalorização anterior revela-se desnecessária.

GRÁFICO 2

Trajetória da taxa de câmbio real de equilíbrio com fluxo de capitais de longo prazo equivalente a 2% do PIB, sob diferentes cenários de curto prazo



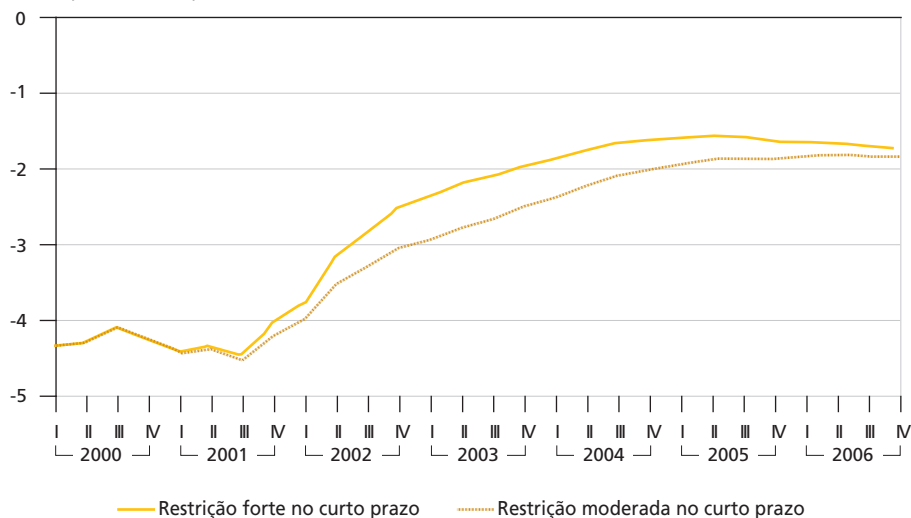
Obs.: média móvel de quatro trimestres. Base: 2000 4T = 100.

A magnitude da desvalorização inicial depende, evidentemente, da profundidade da restrição externa no curto e no longo prazo; quanto menor for o nível de longo prazo do fluxo de recursos externos para o país e quanto mais rápida for a redução desse fluxo no curto prazo, maior deverá ser a desvalorização. Nos casos sob análise, a desvalorização varia entre 15% e 30%; no cenário básico das projeções macroeconômicas do Ipea apresentadas na seção de projeções deste estudo, a taxa de câmbio real se mantém virtualmente constante.

O gráfico 3 ilustra a diferença entre as trajetórias do *deficit* em conta corrente sob os cenários de *restrição forte* e *restrição moderada* no curto prazo, para o caso de um *deficit* de longo prazo de 2% do PIB. Observa-se que, no primeiro caso, o *deficit* passa de 4,25% do PIB, ao final de 2000, para 4%, em 2001, 2,5%, em 2002, e 2%, em 2003, enquanto, no segundo caso, o *deficit* passa para 4,2%, em 2001, 3%, em 2002, e 2,5%, em 2003, somente atingindo 2% em 2004.

GRÁFICO 3

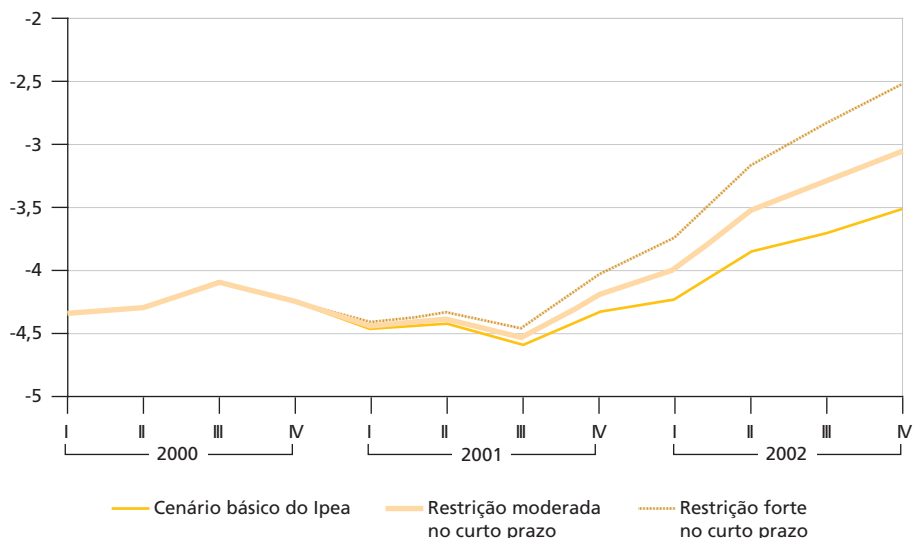
Projeção do *deficit* em transações correntes com fluxo de capitais de longo prazo equivalente a 2% do PIB, sob diferentes cenários de curto prazo
(Em % do PIB)



Com o objetivo de dimensionar a restrição de liquidez externa subjacente a esses cenários, o gráfico 4 compara a trajetória do *deficit* em conta corrente sob esses cenários e sob o cenário básico das projeções macroeconômicas do Ipea. Cabe notar que o cenário básico do Ipea, que gera uma taxa de câmbio real relativamente estável ao longo de 2001-2002, também pressupõe a queda do *deficit* em conta corrente como proporção do PIB, mas a um ritmo significativamente mais lento do que nos casos anteriores.

GRÁFICO 4

Projeção do *deficit* em transações correntes, cenário básico do Ipea *versus* cenários com maior restrição de fluxos de capital no curto prazo
(Em % do PIB)



4 CONCLUSÃO

O exercício realizado neste estudo mostra que a taxa de câmbio real vigente atualmente é compatível com a manutenção do *deficit* em conta corrente em níveis sustentáveis. Caso o fluxo líquido de recursos externos caia abruptamente do atual patamar de 4% do PIB rumo a seu nível de longo prazo, a taxa de câmbio real deverá desvalorizar inicialmente, mas em seguida tenderá a voltar para níveis próximos do atual. Caso a redução do influxo de capitais seja suficientemente suave, pode-se esperar a relativa estabilidade do câmbio real.

REFERÊNCIAS

CAVALCANTI, M. A. F. H. **Um modelo macroeconômico trimestral para o Brasil**: possibilidades, limitações e resultados preliminares. Seminários Dimac, 16 jun. 2000a.

_____. Projeções macroeconômicas trimestrais para o Brasil: 2000-2001. **Boletim de Conjuntura**, n. 51, out. 2000b.

WILLIAMSON, J. (Ed.). **Estimating Equilibrium Exchange Rates**. Institute for International Economics, 1994.

PRODUTIVIDADE TOTAL DOS FATORES (PTF) E PRODUTO POTENCIAL DA ECONOMIA BRASILEIRA: UMA NOTA^{1,2}

Regis Bonelli³

1 INTRODUÇÃO

Este capítulo apresenta estimativas da Produtividade Total dos Fatores (PTF) e do produto interno bruto (PIB) potencial da economia brasileira na década de 1990.⁴ O modelo utilizado consiste de duas equações de contabilidade do crescimento derivadas de uma função de produção Cobb-Douglas agregada para a economia brasileira.

A primeira equação estima a PTF em função das variações do PIB real⁵ (y), do estoque de capital não residencial⁶ utilizado⁷ (ku) e do número de pessoas ocupadas⁸ (n):

$$ptf = y - \alpha \cdot ku - (1 - \alpha)n \quad (1)$$

onde α é a participação do capital no produto e todas as demais variáveis são taxas de variação relativa.

1. Este anexo foi publicado originalmente como Nota Técnica do Boletim de Conjuntura nº 53, de abril de 2001.

2. O autor agradece as sugestões de Eustáquio Reis e de Paulo Levy a uma versão anterior.

3. Pesquisador associado da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

4. A restrição à década de 1990 deve-se à disponibilidade de dados.

5. Departamento de Contas Nacionais (Decna) do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), Contas Nacionais.

6. O estoque de capital não residencial líquido é a soma cumulativa dos investimentos em estruturas não residenciais e do consumo aparente de máquinas e equipamentos, deduzidas as respectivas depreciações ao longo da vida útil. Séries do Ipeadata sendo os valores de 2000 estimativas preliminares gentilmente cedidas por Lucilene Morandi da Dimac/Ipea.

7. O grau de utilização do estoque de capital não residencial em uso (ku) foi, supostamente, igual ao quociente entre o valor do PIB real e aquele da série de tendência (exponencial) entre os anos de 1980 e 1987, cuja taxa de crescimento médio foi de 2,46% ao ano (a.a.). Uma alternativa seria corrigir a série do estoque de capital por um índice de utilização da capacidade industrial instalada, como o da Fundação Getúlio Vargas (FGV) ou o da Confederação Nacional da Indústria (CNI). Preferimos o método descrito pois supostamente refletiria a utilização do estoque de capital na economia e não apenas na indústria. *En passant*, note-se que o índice industrial é muito mais volátil do que o utilizado. Note-se que a segunda alternativa evitaria a circularidade da primeira (usar estimativa de PIB potencial para corrigir série de capital que será usada para construir outra estimativa de PIB potencial) que, sem maior rigor, pode ser vista como uma aproximação em dois estágios.

8. O correto seria o número de horas trabalhadas, informação que no Brasil só existe para as indústrias de transformação e extrativa mineral. Analogamente, deveriam ser usadas estimativas dos fluxos de serviços do estoque de capital, estimativas não disponíveis no Brasil.

GRÁFICO 1

Crescimento do PIB real, do PIB potencial e da produtividade total dos fatores (1990-2000)
(Em % ao ano)

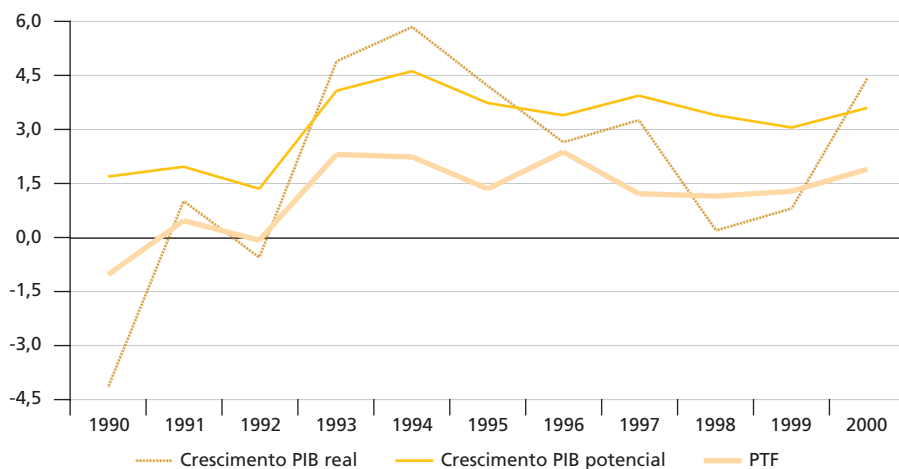


TABELA 1

PIB real, capital utilizado, pessoal ocupado, produtividade total dos fatores, estoque de capital, PEA e PIB potencial: taxas anuais de crescimento (1990-2000)

(Em %)

Anos	VAR PIB real	VAR K (USO)	VAR P OCUP	PTF	VAR K estoque	VAR PEA	PIB POT
1990	-4,18	-4,34	-2,00	-1,01	2,28	3,13	1,70
1991	1,03	0,33	0,77	0,48	1,74	1,18	1,95
1992	-0,54	-1,28	0,37	-0,09	1,70	1,18	1,35
1993	4,92	4,59	0,64	2,31	2,13	1,45	4,10
1994	5,85	5,92	1,30	2,24	2,53	2,23	4,62
1995	4,22	4,35	1,36	1,37	2,58	2,23	3,78
1996	2,66	2,88	-2,39	2,42	2,68	-0,75	3,38
1997	3,27	3,52	0,58	1,22	2,71	2,78	3,96
1998	0,22	-0,10	-1,79	1,17	2,13	2,35	3,41
1999	0,79	0,08	-1,11	1,31	1,74	1,75	3,05
2000	4,46	3,65	1,40	1,93	1,67	1,75	3,64

A segunda equação estima a variação do PIB potencial (y^*) somando as estimativas da PTF – como as obtidas na primeira equação – às variações reais do estoque de capital não residencial (k) e às variações da população economicamente ativa (PEA)⁹ (p).

9. Série do Ipea/Disoc elaborada por Ana Amélia Camarano com base nas PNADs até 1998. Valores para 1999 e 2000 extrapolados pela taxa de crescimento da PEA entre 1989 e 1998 que foi 1,75% a.a. Essa taxa é provavelmente inferior à observada em 1999. As estimativas mostradas mais adiante sugerem o uso de taxas da ordem de 3,1% para aquele ano. Note-se que a série utilizada ainda não considera os novos resultados do Censo Demográfico de 2000, que elevou a taxa de crescimento da população brasileira na década de 1990 em relação às estimativas derivadas da Contagem Populacional de 1996. Dessa forma, os dados usados provavelmente representam uma subestimativa da PEA.

$$y^* = ptf + \alpha\kappa + (1 - \alpha)p \quad (2)$$

Para fins de estimação, o valor da participação do capital no produto, α , foi suposto igual a 0,5 para todos os anos do período de análise. Esse valor foi obtido das Contas Nacionais comparando-se a remuneração dos empregados à soma do excedente operacional bruto com as rendas de propriedade enviadas e recebidas do resto do mundo – soma essa que pode ser associada à remuneração do capital; a remuneração dos autônomos, por ser um rendimento misto, é excluída. Nas Contas Nacionais, o valor de α foi levemente crescente durante a década de 1990, atingindo, aproximadamente, 0,53 em 1999. Para efeitos práticos, o uso de um coeficiente constante de 0,5 é, portanto, justificado.

A tabela 1 e o gráfico 1 apresentam os resultados das estimativas¹⁰ que mostram que o PIB potencial brasileiro cresceu entre 3,1% e 4,6% desde o início do Plano Real. Os resultados revelam que o PIB real cresceu 2,67% a.a., em média, entre 1990 e 2000. O PIB potencial teria crescido 3,32% a.a.¹¹ Note-se também que a variação anual da PTF é bem mais volátil que a do PIB potencial. Os resultados também sugerem que a PTF é pró-cíclica pois, à exceção de 1996, seu crescimento foi maior nos anos em que o PIB real cresceu mais. Observe-se que sua taxa média anual de crescimento foi de 1,33% a.a. entre 1990 e 2000 – mais de 1,75% a.a. entre 1992 e 2000.

Uma questão de especial interesse no momento presente diz respeito ao nível atual de utilização da capacidade da economia brasileira. As estimativas anteriores ajudam a lançar luz sobre esse ponto se postularmos um valor para o grau de utilização em algum ano do período analisado. Assim, se supusermos que a capacidade instalada da economia brasileira estava plenamente ocupada em 1995 – isto é, que naquele ano o PIB potencial foi igual ao PIB real –,¹² o hiato de produto em 2000 ainda seria da ordem de 6% – já que o PIB real cresceu 11,87% e o potencial 18,70% acumulados no período 1995-2000. Isso sugere que a plena capacidade ainda não teria sido atingida naquele ano, havendo, portanto, espaço para crescer sem pressionar o nível de preços.¹³

10. Uma questão, que não cabe discutir aqui, é se a PTF estimada a partir das taxas de variação de variáveis efetivas e em uso (produto, capital e mão de obra ocupada) é igual à obtida a partir das variações do PIB potencial e dos estoques de capital e mão de obra. Por definição, o método supõe que sim.

11. Tanto a taxa de variação do pessoal ocupado em 2000 quanto a taxa de crescimento da PEA em 1999 e 2000 são estimativas do autor. O mesmo para a estimativa da variação do emprego em 1990 (-2%). No primeiro caso, adotou-se a hipótese de que a ocupação agropecuária manteve em 2000 o nível de 1999 e a restante cresceu segundo o emprego registrado pelo Ministério do Trabalho e Emprego (MTE). No segundo caso, a estimativa foi feita pela extrapolação da série até 1998 segundo o crescimento observado entre 1989 e aquele ano. Para a ocupação em 1990, uma escolha foi feita simplesmente para não deixar de aproveitar os demais dados para esse ano. Obviamente, as estimativas que daí resultam devem ser encaradas com cautela redobrada.

12. Essa escolha se deve ao fato de que é um dos anos de pico na década de 1990.

13. Cabe acrescentar uma nota final de cautela quanto aos resultados: as séries de PEA disponíveis ainda não levam em conta os resultados do Censo Demográfico de 2000, que elevou a taxa de crescimento da população brasileira na década de 1990. Isso implica que as variações anuais da PEA, quando revistas, resultarão maiores do que as apresentadas na tabela.

O DESEMPENHO DO MERCADO (FOCUS) E DO BACEN NA PREVISÃO DA INFLAÇÃO: COMPARAÇÕES COM MODELOS LINEARES UNIVARIADOS¹

Elcyon Caiado Rocha Lima²

Brisne J. Vasquez Céspedes³

1 INTRODUÇÃO

A capacidade de o Banco Central (BCB) prever a taxa de inflação e inferir qual é a expectativa do mercado sobre a taxa de inflação futura é crítica para o bom andamento da política monetária. Neste capítulo, investigamos se é razoável considerar que os levantamentos diários (Focus), realizados pelo BCB, junto aos agentes econômicos, são bons preditores da taxa de inflação em diversos horizontes de previsão. Procuramos também verificar se as previsões da inflação, contidas nos relatórios sobre a inflação do BCB, têm em média maior grau de acerto que alguns modelos lineares univariados (autorregressivos e Arima).

Há razões para se acreditar que as previsões de inflação, coletadas pelo BCB junto a participantes do mercado financeiro, não espelhem as expectativas do mercado em relação à taxa de inflação futura. Se determinado agente econômico percebe que pode afetar a Selic, manipulando o que declara como a sua inflação esperada, então há forte incentivo para que ele não revele o verdadeiro valor esperado para a taxa de inflação. Há diversos modelos, desenvolvidos com o auxílio da Teoria dos Jogos, que procuram explicitar o tipo de jogo que se desenvolverá, neste caso, entre o agente e o BCB. Uma forma indireta de se testar a fidelidade das informações dos agentes é testar se as suas previsões possuem um grau de acerto não inferior ao de modelos de previsão facilmente computáveis. Isso porque se espera que agentes racionais utilizem, na formação de suas expectativas, modelos que tenham, em média, habilidade preditiva no mínimo igual à de modelos facilmente computáveis. Neste estudo, seguiremos esta rota.

A investigação do grau de acerto das previsões de inflação, contidas nos relatórios de inflação do BCB, também é útil. Caso elas sejam piores, em média, do que a dos modelos lineares simples, então poderemos concluir que não são

1. Este anexo foi publicado originalmente como Nota Técnica do Boletim de Conjuntura nº 60, de março de 2003.

2. Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

3. Dimac do Ipea.

indicativas da taxa de inflação esperada pelo BCB e que são apenas exercícios de simulação que não consideram o cenário mais provável. Caso nada se possa concluir a respeito da qualidade das previsões, dos relatórios de inflação, então essa constatação pode estar indicando ou a dificuldade de se prever a inflação – com modelos mais complicados do que os lineares simples – ou, ainda, que estas não são as previsões do BCB para a taxa de inflação.

2 DADOS

A taxa de inflação é medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), utilizado pelo BCB para fixar suas metas de inflação e publicado pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) a partir de janeiro de 1995. Os modelos são estimados tomando-se o logaritmo da taxa mensal de inflação.

As expectativas do mercado, a respeito da taxa de inflação, são obtidas pelos levantamentos diários (Focus) realizados pelo Banco Central junto a participantes do mercado financeiro. Há dois tipos básicos de levantamentos iniciados em janeiro de 2000: *i)* os levantamentos com previsões da taxa mensal de inflação, para os meses corrente e subsequentes; e *ii)* os levantamentos com previsões da taxa de inflação anual do ano corrente e subsequentes. Da pesquisa Focus, são extraídas duas subamostras com início em novembro de 2001: a dos participantes *Top Five* nas previsões de curto prazo (um mês à frente), a dos participantes *Top Five* nas previsões de médio prazo (de um a seis meses à frente). Há ainda uma subamostra da Focus, com início em janeiro de 2002, com os participantes *Top Five* nas previsões de longo prazo (de um a doze meses à frente). Os critérios utilizados pelo BCB para incluir ou excluir participantes dos grupos *Top Five* estão explicitados na nota Instituições *Top 5 – Metodologia* disponível no *site* do banco.

As previsões do BCB, para a taxa de inflação, são obtidas a partir dos relatórios de inflação publicados trimestralmente pelo banco. Há dois tipos de previsões para a inflação nos relatórios de inflação: as previsões com taxa de juros constante e igual à decidida na última reunião do Comitê de Política Monetária (Copom) e as previsões com taxas de juros iguais às esperadas pelo mercado.

3 METODOLOGIA

Foram estimados, tomando-se o logaritmo da taxa de inflação, os seguintes modelos lineares: autorregressivo com duas defasagens (AR(2)), autorregressivo com cinco defasagens (AR (5)), Arima (0, 1, 2) e Arima (2, 1, 4). Os modelos univariados lineares utilizados, nas comparações de habilidade preditiva, foram selecionados a partir dos critérios estatísticos utilizados por dois pacotes estatísticos alternativos: X12-Arima e Eviews.

Para se obter as previsões fora da amostra, todos os modelos lineares foram recursivamente reestimados com dados disponíveis até as datas imediatamente anteriores a todas as datas para as quais foram efetuadas as previsões. Na previsão h passos à frente, da taxa de inflação de determinado período t , foram utilizados modelos estimados com informações disponíveis até a data $t-h$.

Foram consideradas somente as previsões da Focus – nas suas diversas amostras e subamostras e para os diversos passos à frente – coletadas no primeiro dia útil após a divulgação do índice de inflação (IPCA) do mês anterior ao do início das previsões. Isto torna o conjunto de informações da Focus comparável aos dos modelos lineares que utilizaram, nestas mesmas previsões, parâmetros estimados a partir de uma amostra que se inicia em janeiro de 1995 e termina no mês anterior ao do início das previsões.

4 RESULTADOS

Nas diversas tabelas, que serão apresentadas a seguir, utilizou-se, como medida da habilidade preditiva relativa, a razão entre o erro quadrático médio do modelo linear e o erro quadrático médio da pesquisa Focus – ou do relatório de inflação – em questão. Um valor inferior a 1 desta razão é tomado como evidência de que o modelo linear selecionado prevê melhor do que o alternativo (mercado ou BCB). Os desvios-padrão destas razões são também apresentados e são robustos na presença de autocorrelação serial e heterocedasticidade nos erros de previsão (Work, 1996).

A habilidade preditiva dos modelos lineares relativamente às Focus completas com previsões mensais e anuais pode ser observada nas tabelas de 1 a 4. Nas tabelas 1 e 2, são apresentadas estatísticas da habilidade preditiva, para diversos meses à frente, utilizando-se, respectivamente, o valor mediano e médio das previsões dos participantes. Como se pode observar, adotando-se a mediana ou a média, os modelos lineares superam o mercado em habilidade preditiva para previsões superiores a três meses à frente. Nas tabelas 3 e 4, são apresentadas estatísticas da habilidade preditiva relativa das taxas de inflação acumuladas em três, seis, nove (Focus completa e mensal) e doze (Focus completa anual) meses para, respectivamente, mediana e média das previsões dos participantes. Novamente pode-se concluir que não há qualquer evidência de que os participantes das Focus preveem melhor do que modelos lineares simples em horizontes superiores a três meses.

As estatísticas das habilidades preditivas das subamostras *Top Five* encontram-se nas tabelas de 5 a 10. Os resultados, no entanto, não diferem dos obtidos com as Focus completas: não há qualquer evidência de que os *Top Five* tenham maior habilidade preditiva do que os modelos lineares para horizontes maiores do que um mês à frente. Há, no entanto, evidências de que as *Top Five* preveem as taxas de inflação acumuladas durante três e seis meses com maior imprecisão do que os modelos univariados lineares. Os resultados para as *Top Five* devem ser observados com cautela dado o número reduzido de erros de previsão computados.

Nas tabelas 11 e 12, apresentamos estatísticas da habilidade preditiva relativa do BCB (relatórios de inflação) considerando-se, respectivamente, a taxa de juros constante ou igual às previsões do mercado. Observando-se as tabelas, conclui-se que não há qualquer evidência de que o BCB, nos relatórios de inflação, preveja melhor a inflação, em qualquer um dos dois casos, que os modelos lineares em horizontes mais longos do que um mês à frente. Há, contudo, evidências de que o BCB, nos relatórios de inflação, prevê a taxa de inflação com menor precisão do que os modelos lineares, em horizontes superiores a nove meses.

TABELA 1

Habilidade preditiva fora da amostra: modelos lineares versus focus (mediana)

Passos à frente (meses)	Número de observações	Focus REQM	AR (2)	AR (5)	Arima (0, 1, 2)	Arima (0, 1, 4)	Arima (2, 1, 4)
Erro quadrático médio relativo ¹							
1	33	0,0042	1,602 (0,276)	1,593 (0,438)	1,358 (0,200)	1,627 (0,354)	1,543 (0,295)
2	33	0,0059	1,252 (0,184)	1,250 (0,137)	1,080 (0,105)	1,322 (0,225)	1,226 (0,216)
3	33	0,0065	0,937 (0,490)	0,719 (0,495)	1,126 (0,523)	1,130 (0,517)	1,036 (0,487)
4	32	0,0067	0,816 (0,246)	0,896 (0,149)	0,812 (0,233)	0,798 (0,245)	0,799 (0,256)
5	28	0,0071	0,798 (0,248)	0,871 (0,158)	0,764 (0,273)	0,765 (0,271)	0,792 (0,259)
6	20	0,0081	0,753 (0,262)	0,842 (0,171)	0,720 (0,307)	0,722 (0,303)	0,760 (0,263)
7	12	0,0103	0,728 (0,263)	0,812 (0,194)	0,695 (0,290)	0,696 (0,288)	0,700 (0,287)
8	8	0,0120	0,727 (0,266)	0,813 (0,199)	0,696 (0,290)	0,698 (0,288)	0,677 (0,304)
9	6	0,0137	0,747 (0,209)	0,841 (0,148)	0,706 (0,235)	0,710 (0,232)	0,699 (0,235)

Nota: ¹Erro quadrático médio relativo = erro quadrático médio do modelo descrito na primeira linha dividido pelo erro quadrático médio da pesquisa Focus utilizada.

Obs.: os modelos foram estimados utilizando-se o logaritmo neperiano da taxa mensal de inflação. Os melhores modelos foram identificados utilizando-se os pacotes X12 Arima e Eviews. A comparação foi feita com a pesquisa Focus mensal. Os valores entre parênteses são os desvios-padrão. REQM é a raiz do erro quadrático médio.

TABELA 2
Habilidade preditiva fora da amostra: modelos lineares *versus* Focus (média)

Passos à frente (meses)	Número de observações	Focus REQM	AR (2)	AR (5)	Arima (0, 1, 2)	Arima (0, 1, 4)	Arima (2, 1, 4)
Erro quadrático médio relativo¹							
1	33	0,0042	1,548 (0,239)	1,539 (0,391)	1,313 (0,170)	1,572 (0,312)	1,491 (0,256)
2	33	0,0060	1,219 (0,194)	1,217 (0,124)	1,051 (0,125)	1,287 (0,229)	1,193 (0,226)
3	33	0,0065	0,914 (0,488)	0,702 (0,493)	1,098 (0,520)	1,102 (0,514)	1,010 (0,485)
4	32	0,0067	0,817 (0,241)	0,897 (0,144)	0,813 (0,228)	0,799 (0,240)	0,800 (0,251)
5	28	0,0072	0,789 (0,248)	0,861 (0,160)	0,755 (0,272)	0,756 (0,270)	0,783 (0,258)
6	20	0,0082	0,744 (0,265)	0,833 (0,176)	0,712 (0,309)	0,715 (0,305)	0,752 (0,266)
7	12	0,0103	0,730 (0,265)	0,814 (0,197)	0,697 (0,293)	0,698 (0,291)	0,703 (0,290)
8	8	0,0120	0,726 (0,273)	0,812 (0,205)	0,694 (0,296)	0,696 (0,294)	0,676 (0,310)
9	6	0,0137	0,742 (0,215)	0,835 (0,155)	0,701 (0,240)	0,706 (0,238)	0,694 (0,240)

Nota: ¹Erro quadrático médio relativo = erro quadrático médio do modelo descrito na primeira linha dividido pelo erro quadrático médio da pesquisa Focus utilizada.

Obs.: os modelos foram estimados utilizando-se o logaritmo neperiano da taxa mensal de inflação. Os melhores modelos foram identificados utilizando-se os pacotes X12-Arima e Eviews. A comparação foi feita com a pesquisa Focus mensal. Os valores entre parênteses são os desvios-padrão. REQM é a raiz do erro quadrático médio.

TABELA 3
Habilidade preditiva fora da amostra: modelos lineares *versus* Focus (mediana)

Taxa de inflação acumulada (meses)	Número de observações	Focus REQM	AR (2)	AR (5)	Arima (0,1,2)	Arima (0,1,4)	Arima (2,1,4)
Erro quadrático médio relativo¹							
3	31	1,3351	1,078 (0,328)	0,980 (0,266)	0,828 (0,317)	1,050 (0,387)	1,008 (0,386)
6	20	2,2054	0,803 (0,280)	0,867 (0,212)	0,534 (0,386)	0,666 (0,342)	0,804 (0,307)
9	6	3,9492	0,454 (0,358)	0,591 (0,274)	0,345 (0,408)	0,380 (0,395)	0,417 (0,389)
12	24	3,0398	0,385 (0,374)	0,429 (0,337)	0,348 (0,387)	0,360 (0,388)	0,534 (0,427)

Nota: ¹Erro quadrático médio relativo = erro quadrático médio do modelo descrito na primeira linha dividido pelo erro quadrático médio da pesquisa Focus utilizada.

Obs.: os modelos foram estimados utilizando-se o logaritmo neperiano da taxa mensal de inflação. Os melhores modelos foram identificados utilizando-se os pacotes X12 Arima e Eviews. Para as taxas acumuladas, durante três, seis e nove meses, a comparação foi feita com a pesquisa Focus mensal e para doze meses com a pesquisa Focus anual. Os valores entre parênteses são os desvios-padrão. REQM é a raiz do erro quadrático médio.

TABELA 4

Habilidade preditiva fora da amostra: modelos lineares *versus* Focus (média)

Acumulado (meses)	Número de observações	Focus REQM	AR (2)	AR (5)	Arima (0, 1, 2)	Arima (0, 1, 4)	Arima (2, 1, 4)
Erro quadrático médio relativo ¹							
3	31	1,3114	1,118 (0,317)	1,016 (0,248)	0,858 (0,299)	1,088 (0,379)	1,045 (0,377)
6	20	2,1918	0,813 (0,286)	0,878 (0,217)	0,540 (0,395)	0,674 (0,349)	0,814 (0,314)
9	6	3,9906	0,445 (0,358)	0,579 (0,277)	0,338 (0,405)	0,372 (0,393)	0,408 (0,387)
12	24	3,0259	0,389 (0,378)	0,433 (0,341)	0,351 (0,392)	0,363 (0,393)	0,539 (0,432)

Nota: ¹ Erro quadrático médio relativo = erro quadrático médio do modelo descrito na primeira linha dividido pelo erro quadrático médio da pesquisa Focus utilizada.

Obs.: os modelos foram estimados utilizando-se o logaritmo neperiano da taxa mensal de inflação. Os melhores modelos foram identificados utilizando-se os pacotes X12 Arima e Eviews. Para as taxas acumuladas, durante 3, 6 e 9 meses, a comparação foi feita com a pesquisa Focus mensal e para 12 meses com a pesquisa Focus anual. Os valores entre parênteses são os desvios-padrão. REQM é a raiz do erro quadrático médio.

TABELA 5

Habilidade preditiva fora da amostra: modelos lineares e Focus (completa) *versus* Top Five (longo prazo)

Passos à frente	Número de observações	Top Five REQM	AR (2)	AR (5)	Arima (0, 1, 2)	Arima (0, 1, 4)	Arima (2, 1, 4)	Focus (Média)
Erro quadrático médio relativo ¹								
1	12	0,0060	1,161 (0,135)	1,303 (0,406)	1,117 (0,125)	1,220 (0,251)	1,153 (0,176)	0,932 (0,045)
2	11	0,0089	0,925 (0,117)	1,054 (0,088)	0,937 (0,086)	0,940 (0,094)	0,893 (0,130)	1,058 (0,080)
3	10	0,0104	0,365 (0,555)	0,286 (0,558)	0,413 (0,561)	0,410 (0,554)	0,410 (0,554)	1,000 (0,007)
4	9	0,0112	0,708 (0,280)	0,834 (0,173)	0,726 (0,267)	0,708 (0,278)	0,692 (0,296)	0,980 (0,019)
5	8	0,0121	0,735 (0,272)	0,836 (0,185)	0,704 (0,292)	0,706 (0,290)	0,722 (0,288)	0,975 (0,025)
6	7	0,0129	0,755 (0,217)	0,857 (0,142)	0,698 (0,259)	0,702 (0,256)	0,749 (0,220)	1,009 (0,020)
7	6	0,0139	0,725 (0,219)	0,812 (0,163)	0,688 (0,242)	0,690 (0,240)	0,684 (0,239)	1,004 (0,012)
8	5	0,0147	0,740 (0,180)	0,826 (0,126)	0,707 (0,199)	0,710 (0,197)	0,690 (0,212)	1,053 (0,047)
9	4	0,0161	0,786 (0,119)	0,879 (0,073)	0,745 (0,139)	0,749 (0,137)	0,743 (0,140)	1,081 (0,053)

Nota: ¹ Erro quadrático médio relativo = erro quadrático médio do modelo descrito na primeira linha dividido pelo erro quadrático médio da pesquisa Top Five utilizada.

Obs.: os modelos foram estimados utilizando-se o logaritmo neperiano da taxa mensal de inflação. Os melhores modelos foram identificados utilizando-se os pacotes X12 Arima e Eviews. A comparação foi feita com a pesquisa Top Five longo prazo mensal. Os valores entre parênteses são os desvios-padrão. REQM é a raiz do erro quadrático médio.

TABELA 6
Habilidade Preditiva fora da amostra: modelos lineares e Focus (completa) versus Top Five (médio prazo)

Passos à frente	Número de observações	Top Five REQM	AR (2)	AR (5)	Arima (0, 1, 2)	Arima (0, 1, 4)	Arima (2, 1, 4)	Focus (Média)
1	12	0,0074	0,776 (0,315)	0,872 (0,190)	0,747 (0,316)	0,816 (0,259)	0,772 (0,292)	0,624 (0,380)
2	11	0,0096	0,806 (0,230)	0,918 (0,086)	0,816 (0,202)	0,819 (0,208)	0,778 (0,239)	0,922 (0,084)
3	10	0,0104	0,371 (0,562)	0,290 (0,565)	0,419 (0,568)	0,417 (0,561)	0,417 (0,561)	1,015 (0,013)
4	9	0,0112	0,706 (0,295)	0,833 (0,188)	0,724 (0,281)	0,707 (0,293)	0,690 (0,310)	0,978 (0,035)
5	8	0,0120	0,745 (0,268)	0,848 (0,180)	0,713 (0,289)	0,716 (0,287)	0,731 (0,285)	0,989 (0,016)
6	7	0,0128	0,763 (0,221)	0,866 (0,144)	0,706 (0,263)	0,710 (0,260)	0,757 (0,224)	1,019 (0,021)
7	6	0,0140	0,711 (0,227)	0,796 (0,173)	0,674 (0,249)	0,676 (0,247)	0,670 (0,246)	0,983 (0,009)
8	5	0,0153	0,684 (0,209)	0,763 (0,162)	0,654 (0,225)	0,656 (0,224)	0,638 (0,236)	0,973 (0,017)
9	4	0,0168	0,720 (0,139)	0,804 (0,099)	0,682 (0,157)	0,686 (0,155)	0,680 (0,157)	0,989 (0,003)

Nota: ¹Erro quadrático médio relativo = Erro quadrático médio do modelo descrito na primeira linha dividido pelo erro quadrático médio da pesquisa Top Five utilizada.

Obs.: os modelos foram estimados utilizando-se o logaritmo neperiano da taxa mensal de inflação. Os melhores modelos foram identificados utilizando-se os pacotes X12 Arima e Eviews. A comparação foi feita com a pesquisa Top Five médio prazo mensal. Os valores entre parênteses são os desvios-padrão. REQM é a raiz do erro quadrático médio.

TABELA 7
Habilidade preditiva fora da amostra: modelos lineares e Focus (completa) versus Top Five (curto prazo)

Passos à frente	Número de observações	Top Five REQM	AR (2)	AR (5)	Arima (0,1, 2)	Arima (0,1,4)	Arima (2,1,4)	Focus (Média)
Erro quadrático médio relativo¹								
1	12	0,0046	2,006 (1,415)	2,252 (2,260)	1,930 (1,400)	2,108 (1,789)	1,994 (1,558)	1,611 (0,957)
2	11	0,0091	0,883 (0,146)	1,007 (0,055)	0,894 (0,118)	0,898 (0,124)	0,853 (0,158)	1,010 (0,038)
3	10	0,0106	0,353 (0,557)	0,276 (0,560)	0,399 (0,563)	0,396 (0,556)	0,396 (0,556)	0,965 (0,040)
4	9	0,0114	0,687 (0,289)	0,810 (0,189)	0,704 (0,277)	0,687 (0,287)	0,671 (0,304)	0,951 (0,045)
5	8	0,0119	0,756 (0,247)	0,860 (0,156)	0,724 (0,269)	0,727 (0,266)	0,742 (0,265)	1,004 (0,015)
6	7	0,0126	0,783 (0,199)	0,888 (0,119)	0,723 (0,243)	0,728 (0,240)	0,776 (0,202)	1,045 (0,056)

(Continua)

(Continuação)

Passos à frente	Número de observações	Top Five REQM	AR (2)	AR (5)	Arima (0,1, 2)	Arima (0,1,4)	Arima (2,1,4)	Focus (Média)
Erro quadrático médio relativo ¹								
7	6	0,0133	0,792 (0,179)	0,887 (0,113)	0,751 (0,206)	0,753 (0,204)	0,747 (0,203)	1,096 (0,093)
8	5	0,0148	0,735 (0,180)	0,820 (0,127)	0,702 (0,199)	0,705 (0,197)	0,686 (0,212)	1,045 (0,041)
9	4	0,0164	0,758 (0,121)	0,847 (0,075)	0,718 (0,140)	0,722 (0,138)	0,717 (0,140)	1,042 (0,038)

Nota: ¹Erro quadrático médio relativo = Erro quadrático médio do modelo descrito na primeira linha dividido pelo erro quadrático médio da pesquisa *Top Five* utilizada.

Obs.: os modelos foram estimados utilizando-se o logaritmo neperiano da taxa mensal de inflação. Os melhores modelos foram identificados utilizando-se os pacotes X12 Arima e EvIEWS. A comparação foi feita com a pesquisa *Top Five* curto prazo mensal. Os valores entre parênteses são os desvios-padrão. REQM é a raiz do erro quadrático médio.

TABELA 8

Habilidade preditiva fora da amostra: modelos lineares e focus completa versus *Top Five* (longo prazo)

Taxa de inflação acumulada (meses)	Número de observações	Top Five REQM	AR(2)	AR(5)	Arima (0,1,2)	Arima (0,1,4)	Arima (2,1,4)	Focus (Média)
Erro quadrático médio relativo ¹								
3	10	2,1296	0,673 (0,158)	0,726 (0,134)	0,661 (0,168)	0,625 (0,184)	0,618 (0,187)	0,979 (0,012)
6	7	3,3780	0,726 (0,141)	0,803 (0,103)	0,554 (0,209)	0,632 (0,184)	0,689 (0,162)	0,982 (0,014)
9	4	4,7629	0,476 (0,484)	0,635 (0,369)	0,381 (0,532)	0,403 (0,523)	0,414 (0,516)	0,968 (0,045)

Nota: ¹Erro quadrático médio relativo = Erro quadrático médio do modelo descrito na primeira linha dividido pelo erro quadrático médio da pesquisa *Top Five* utilizada.

Obs.: os modelos foram estimados utilizando-se o logaritmo neperiano da taxa mensal de inflação. Os melhores modelos foram identificados utilizando-se os pacotes X12 Arima e EvIEWS. A comparação foi feita com a pesquisa *Top Five* longo prazo mensal. Os valores entre parênteses são os desvios-padrão. REQM é a raiz do erro quadrático médio.

TABELA 9

Habilidade preditiva fora da amostra: modelos lineares e pesquisa Focus versus *Top Five* (médio prazo)

Taxa de inflação acumulada (meses)	Número de observações	Top Five REQM	AR (2)	AR (5)	Arima (0,1, 2)	Arima (0,1, 4)	Arima (2,1, 4)	Focus (média)
Erro quadrático médio relativo ¹								
3	10	2,1567	0,659 (0,169)	0,711 (0,146)	0,647 (0,180)	0,612 (0,194)	0,605 (0,197)	0,959 (0,028)
6	7	3,3741	0,730 (0,140)	0,807 (0,103)	0,557 (0,210)	0,635 (0,184)	0,693 (0,162)	0,987 (0,014)
9	4	4,7020	0,537 (0,434)	0,717 (0,288)	0,430 (0,496)	0,455 (0,484)	0,467 (0,475)	1,092 (0,124)

Nota: ¹Erro quadrático médio relativo = Erro quadrático médio do modelo descrito na primeira linha dividido pelo erro quadrático médio da pesquisa *Top Five* utilizada.

Obs.: os modelos foram estimados utilizando-se o logaritmo neperiano da taxa mensal de inflação. Os melhores modelos foram identificados utilizando-se os pacotes X12 Arima e EvIEWS. A comparação foi feita com a pesquisa *Top Five* médio prazo mensal. Os valores entre parênteses são os desvios-padrão. REQM é a raiz do erro quadrático médio.

TABELA 10
Habilidade preditiva fora da amostra: modelos lineares e pesquisa Focus *versus* Top Five
(médio prazo)

Taxa de inflação acumulada (meses)	Número de observações	Top Five REQM	AR (2)	AR (5)	Arima (0, 1, 2)	Arima (0, 1, 4)	Arima (2, 1, 4)	Focus (média)
3	10	2,1650	0,652 (0,167)	0,703 (0,144)	0,639 (0,176)	0,604 (0,191)	0,598 (0,194)	0,947 (0,031)
6	7	3,3630	0,738 (0,127)	0,816 (0,090)	0,563 (0,196)	0,642 (0,171)	0,700 (0,149)	0,998 (0,016)
9	4	4,8324	0,486 (0,462)	0,650 (0,342)	0,390 (0,512)	0,412 (0,503)	0,423 (0,496)	0,989 (0,005)

Nota: ¹Erro quadrático médio relativo = erro quadrático médio do modelo descrito na primeira linha dividido pelo erro quadrático médio da pesquisa Top Five utilizada.

Obs.: os modelos foram estimados utilizando-se o logaritmo neperiano da taxa mensal de inflação. Os melhores modelos foram identificados utilizando-se os pacotes X12 Arima e Eviews. A comparação foi feita com a pesquisa Top Five curto prazo mensal. Os valores entre parênteses são os desvios-padrão. REQM é a raiz do erro quadrático médio.

TABELA 11
Habilidade preditiva fora da amostra: modelos lineares *versus* BCB (com juros fixos)

Inflação acumulada em 12 meses						
Trimestre à frente	Número de observações	BCB REQM	AR (2)	AR (5)	Arima (0, 1, 2)	Arima (0, 1, 4)
Erro quadrático médio relativo ¹						
Trimestre corrente	11	0,1532	5,700 (11,503)	3,247 (4,940)	2,748 (1,574)	6,032 (10,745)
1	10	1,9875	1,087 (0,307)	1,017 (0,197)	0,871 (0,222)	0,956 (0,311)
2	9	2,6766	1,018 (0,268)	0,978 (0,182)	0,656 (0,367)	0,839 (0,314)
3	8	3,5198	0,619 (0,440)	0,634 (0,383)	0,364 (0,468)	0,487 (0,459)
4	7	4,3721	0,260 (0,408)	0,367 (0,381)	0,192 (0,410)	0,199 (0,414)
5	6	4,9586	0,157 (0,322)	0,304 (0,292)	0,165 (0,328)	0,161 (0,328)
6	5	5,8132	0,149 (0,290)	0,330 (0,252)	0,121 (0,296)	0,123 (0,295)
7	4	6,4291	0,142 (0,259)	0,317 (0,224)	0,113 (0,265)	0,118 (0,264)

Nota: ¹Erro quadrático médio relativo = Erro quadrático médio do modelo descrito na primeira linha dividido pelo erro quadrático médio da previsão do BCB nos Relatórios de Inflação.

Obs.: a previsão da taxa anual de inflação acumulada até o final do trimestre corrente é feita prevendo-se apenas a taxa de inflação do último mês do trimestre. Este procedimento é consistente com o adotado pelo BCB nos relatórios de inflação. Seguindo este mesmo procedimento as previsões h trimestres à frente são previsões 3h+1 meses à frente. As previsões vão desde o segundo trimestre de 2000 até o último trimestre de 2002. REQM é a raiz do erro quadrático médio.

TABELA 12

Habilidade preditiva fora da amostra: modelos lineares *versus* BCB (com juros previstos pelo mercado)

Inflação acumulada em 12 meses						
Trimestre à frente	Número de observações	BCB REQM	AR (2)	AR (5)	Arima (0, 1, 2)	Arima (0, 1, 4)
Erro quadrático médio relativo ¹						
Trimestrecorrente	11	0,1884	3,767 (5,200)	2,146 (2,355)	1,816 (0,713)	3,986 (4,809)
1	10	2,1750	0,907 (0,415)	0,849 (0,347)	0,728 (0,377)	0,798 (0,432)
2	9	2,6127	1,068 (0,261)	1,026 (0,165)	0,689 (0,369)	0,881 (0,310)
3	8	3,1080	0,794 (0,381)	0,814 (0,283)	0,467 (0,419)	0,624 (0,405)
4	7	3,9845	0,313 (0,362)	0,442 (0,322)	0,231 (0,364)	0,239 (0,369)
5	6	4,8048	0,167 (0,307)	0,323 (0,272)	0,176 (0,313)	0,171 (0,313)
6	5	5,6354	0,158 (0,268)	0,351 (0,225)	0,129 (0,274)	0,131 (0,274)
7	4	6,2971	0,148 (0,240)	0,331 (0,202)	0,118 (0,245)	0,123 (0,245)

Nota: ¹Erro quadrático médio relativo = erro quadrático médio do modelo descrito na primeira linha dividido pelo erro quadrático médio da previsão do BCB nos relatórios de inflação.

Obs.: a previsão da taxa anual de inflação acumulada até o final do trimestre corrente é feita prevendo-se apenas a taxa de inflação do último mês do trimestre. Este procedimento é consistente com o adotado pelo BCB nos relatórios de inflação. Seguindo este mesmo procedimento as previsões h trimestres à frente são previsões $3h + 1$ meses à frente. As previsões vão desde o segundo trimestre de 2000 até o último trimestre de 2002. REQM é a raiz do erro quadrático médio.

5 CONCLUSÕES

Neste capítulo, investigamos se é razoável considerar que os levantamentos diários (Focus), realizados pelo Banco Central junto aos agentes econômicos, são bons preditores da taxa de inflação em diversos horizontes de previsão. Procuramos também verificar se as previsões da inflação, contidas nos relatórios sobre a inflação do BCB, têm em média maior grau de acerto que alguns modelos lineares univariados (autorregressivos e Arima).

Por meio de testes de habilidade preditiva, em que as previsões contidas na Focus e nos relatórios de inflação foram comparadas com as de modelos univariados lineares, concluímos que não há qualquer evidência de que o mercado (Focus) ou o BCB, em seus relatórios, prevejam a inflação com razoável grau de acurácia em horizontes suficientemente longos para nortear a política monetária.

Em relação às previsões do mercado, concluímos que os modelos lineares superam o mercado, em habilidade preditiva, para previsões superiores a três meses à frente, e este resultado é ainda mais significativo se são consideradas apenas as *Top Five* (curto, médio e longo prazos). Os resultados sugerem que as previsões do mercado, em horizontes mais longos do que três meses, não espelham as verdadeiras expectativas do mercado e que, portanto, não deveriam ter qualquer influência na formulação da política monetária do país.

No que diz respeito às previsões do BCB, contidas nos relatórios de inflação, concluímos que não superam as previsões dos modelos univariados em horizonte superior a um mês e são significativamente piores nas previsões mais do que nove meses à frente. Dessa forma, estas previsões, em horizontes superiores a um mês, devem ser tomadas como meras simulações condicionadas a cenários, não necessariamente os mais prováveis, e não devem refletir as verdadeiras expectativas do BCB a respeito da taxa de inflação.

Na tabela 13, são apresentadas as previsões dos modelos Arima (0, 1, 2) e Arima (0, 1, 4) para a taxa de inflação de 2003. Esses dois modelos foram os que tiveram melhor desempenho, no passado, nas previsões de longo prazo. As previsões dos dois modelos foram comparadas com as da Focus, *Top Five* e com as do BCB, nos relatórios de inflação. As previsões foram feitas utilizando-se dados até novembro de 2002 ou, alternativamente, dados até janeiro de 2003. Os modelos Arima selecionados, utilizando dados até janeiro de 2003, preveem uma taxa anual de inflação entre 12,3 e 13,6. Estes valores estão entre os maiores previstos.

TABELA 13
Previsão da inflação anual em 2003 (IPCA)

	Com informação até 2002.11	Com informação até 2003.01
Focus média	10,48	12,29
Focus mediana	10,34	12,06
Arima (0, 1, 2)	9,54	12,30
Arima (0, 1, 4)	11,33	13,58
Top Five curto prazo	12,53	12,05
Top Five médio prazo	11,18	12,50
Top Five longo prazo	9,18	10,40
BCB juro fixo	9,50	-
BCB juro de mercado	7,30	-

REFERÊNCIA

WORK, K. D. Asymptatic Inference about Predicture Ability. **Econométrica**, v. 64, p. 1067-1084, 1996.

O BRASIL PRECISA DE UMA AGENDA DE CONSENSO¹

Antonio Delfim Netto²

Fabio Giambiagi³

1 A IMPORTÂNCIA DO SUPERAVIT PRIMÁRIO

É natural que existam divergências de opinião entre membros de qualquer governo. Quem tem um pouco de experiência sabe que, na preparação do orçamento – mais do que na sua execução –, as disputas acirram-se contra os ministros que têm a obrigação de manter a *ordem orçamentária*. Estes têm a necessidade de *somar* todas as reivindicações e, assim, frequentemente, limitam as aspirações dos ministros *políticos*, mais interessados nos projetos que facilitam sua reeleição do que naqueles com maior taxa de retorno social. Para um mínimo de eficiência do gasto estatal, é preciso que se estabeleça a prioridade entre todos os gastos públicos, não apenas setorialmente, mas também dentro dos próprios setores. Por sua vez, para um mínimo de ordem financeira, é preciso: *i*) que a *soma* das partes não seja maior do que o todo – a receita efetivamente disponível; e *ii*) que o eventual excesso (o *deficit* fiscal) seja coberto com um endividamento público – relação dívida do setor público/produto interno bruto (PIB) – bem estruturado e mantido dentro de limites razoáveis.

A observação de países com taxa de crescimento entre 4% e 6%, com PIB até US\$ 10 mil *per capita*, com taxa de inflação entre 2% e 5% e com relativo equilíbrio externo mostra que, de um modo geral, eles têm:

- uma carga tributária bruta da ordem de 25% a 30%;
- uma dívida líquida do setor público em torno de 30% do PIB; e
- um coeficiente dívida externa líquida/exportação de bens e serviços da ordem de 1,0 ou menos.

Esses são índices *ideais* dos países virtuosos, aqueles que almejam o *grau de investimento* (que reduz o juro da dívida externa) e que têm curvas de juros normais

1. Este anexo foi publicado originalmente como Nota Técnica do Boletim de Conjuntura nº 71, de dezembro de 2005.

2. Economista, professor aposentado da Universidade de São Paulo (USP) e deputado federal.

3. Do Ipea.

(as taxas de curto prazo menores do que as de longo prazo), com juro real de 2% a 3% ao ano (a.a.) para papéis de noventa dias.

Medida por esses parâmetros, a economia brasileira revela toda a sua dificuldade, exatamente porque, durante muito tempo, temos nos recusado a cumprir as restrições referidas no primeiro parágrafo deste trabalho (tabela 1).

É por isso que, no Brasil, quem sugere, ao mesmo tempo, a redução do juro e do *superavit* primário está pedindo algo extremamente difícil de executar sem alguma “mágica”. Até aqui, a intuição do presidente Lula tem felizmente rejeitado qualquer expediente nesse sentido, porque sabe que eles terminam muito mal. Para reduzir os juros, o mais razoável é aumentar o *superavit* primário.

O tamanho do Estado e a sua relativa ineficiência, quando comparado com o setor privado, explicam uma boa parte do nosso baixo crescimento dos últimos anos. O setor privado (mais eficiente) entrega mais de 35% de tudo o que produz por ano para o consumo de um Estado inchado e lento, que devolve poucos serviços – e de baixa qualidade –, além de não investir na infraestrutura, cujas externalidades aumentam o retorno dos investimentos do próprio setor privado. Além do mais, trata-se de um Estado endividado, que se apropria de parte da poupança privada, que, com juros menores, financiaria melhor o desenvolvimento do país. De um lado, o Estado dissipa recursos utilizando-os mal e, de outro, ocupa recursos que agilizariam o setor privado. Com o aumento permanente das suas despesas, na ausência de restrições, o Estado brasileiro não caberá no PIB!

TABELA 1
Indicadores comparados

	Indicadores	
	Ideal	Brasil
1. Carga tributária bruta (%)	25 a 30	37
2. Dívida líquida/PIB (%)	30	52
3. Dívida externa/exportação	1,0	1,1
4. Taxa de juro real de curto prazo (%)	2 a 3	13
5. Taxa de crescimento/PIB (%)	4 a 6	3

Fonte: Para o Brasil, estimativa dos autores para 2005.

Pesquisas empíricas bem conduzidas sugerem que, pelo menos no Brasil, existem as seguintes ligações entre a *expectativa de inflação* – que orienta o Banco Central (BCB) na fixação dos juros –, o *superavit* primário, a relação dívida líquida/PIB e a taxa de juros real:

- 1) a *expectativa de inflação* depende de maneira importante da magnitude do *superavit* primário (Cerisola e Gelos, 2005);

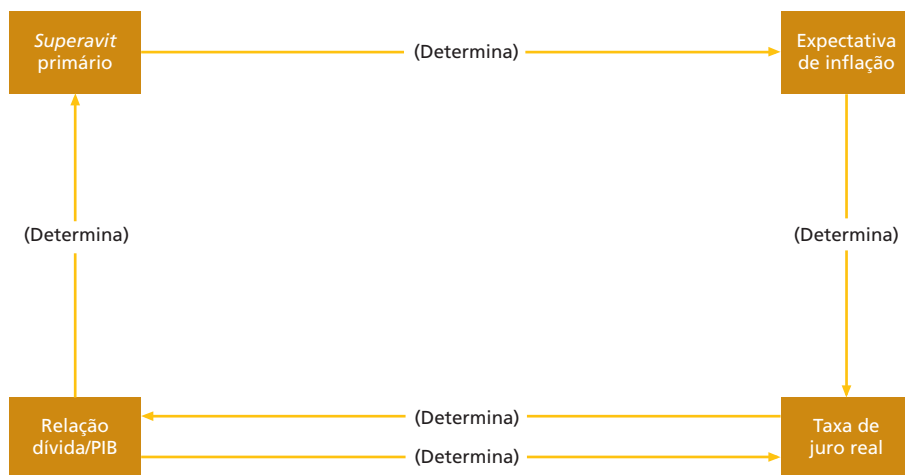
- 2) a taxa de juro real de curto prazo, no momento presente, depende positivamente e de maneira importante da relação dívida líquida/PIB e, no momento seguinte, a determina;
- 3) quando a relação dívida/PIB se aproxima de 55% a 56%, o mercado financeiro sofre uma situação de *stress* e exige juros maiores para continuar a financiar a dívida.

É importante compreender que essas relações (exceto a 3) são perfeitamente antecipáveis teoricamente e sustentadas empiricamente. Em outras palavras, elas não são um ato da vontade dos agentes públicos ou privados. A opinião contrária de um economista ou de um ministro ou até mesmo do presidente da República sobre elas é absolutamente irrelevante: elas existem e se manifestarão em resposta à ação dos agentes ou à ação do governo, quer eles as conheçam, quer não. O terceiro enunciado parece ser, no momento atual, uma *constante* característica da economia brasileira, constatada na experiência dos últimos anos.

Há mais um fato e, dessa vez, puramente aritmético: o *superavit* primário necessário para manter a relação dívida/PIB em um determinado patamar é resultado de um algebrismo simples, imune aos desejos e ao poder da autoridade. A condição necessária para a redução da taxa de juros não é desejá-la como ato de *vontade*, mas produzi-la pela redução monotônica da relação dívida/PIB. Trata-se de um problema aritmético. Qual o *superavit* primário necessário para reduzir a relação dívida/PIB? O algebrismo, simplificado, é o seguinte: para manter essa relação constante e desprezando efeitos de segunda ordem ligados ao surgimento de *esqueletos* e à possibilidade de haver algum financiamento pela *senhoriagem*, o *superavit* deve ser igual ao nível da dívida excluindo a base monetária (hoje 47% do PIB) multiplicado pela diferença entre a taxa de juros real (hoje 13%) e a taxa de crescimento real do PIB (hoje 3%). Que número é esse? 4,7% do PIB. Qualquer número menor do que esse aumentará a relação dívida/PIB e estimulará um aumento dos juros. Nas condições atuais, portanto, o *superavit* de 4,25% ampliaria a relação dívida/PIB e tornaria mais difícil reduzir a taxa de juros.

Enquanto não tivermos as condições objetivas de converter a aspiração em realidade, não adianta sonhar com uma taxa de juro real de menos de 10% e supor um crescimento de 5%, situação em que um *superavit* primário de 4,25% seria suficiente para reduzir sistematicamente a relação dívida/PIB.

O esquema a seguir mostra, impressionisticamente, essas relações.



É a existência dessa retroalimentação que torna a redução da taxa de juros um problema delicado e mostra que sua solução deve iniciar-se por um forte suporte da política fiscal em um horizonte de longo prazo.

Devido à existência dessas relações e à situação em que se encontra a economia brasileira, quem pede, ao mesmo tempo, a redução imediata da taxa de juro real e a diminuição do *superavit* perávit primário está apelando para o uso da *magia negra* que o presidente Lula garante que não fará. A condição fundamental para atingir o desejado objetivo é um *choque fiscal* sério, com a redução do peso das despesas correntes do governo no PIB, simultaneamente a alguma redução da carga tributária. Como fazer isso é o que discutiremos a seguir.

2 UMA AGENDA DE CONSENSO

Nos últimos dois anos, dando continuidade a uma tendência que vem de longa data, os gastos correntes do governo têm se expandido a taxas vigorosas. Em 2004, o gasto primário do governo central, utilizando como deflator o próprio deflator do PIB, cresceu em termos reais nada menos que 8,3% e, nos primeiros nove meses de 2005, tendo como deflator o Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) médio, ele aumentou a uma taxa idêntica. Isso dá seguimento a uma tendência que vem se arrastando desde o começo do Plano Real, de aumento sistemático do gasto primário expresso como proporção do PIB. O mais grave é que, tomando como referência o investimento do governo central verificado no último ano da administração anterior (que esteve longe de ser satisfatório) de 0,8% do PIB, isso terá ocorrido ao mesmo tempo em que o investimento público caiu! De fato, na média de 2003 a 2005, o governo Lula terá investido apenas 0,6% do PIB.

O gasto está aumentando, sem maiores benefícios para os mais pobres. Tome-se como exemplo o que tem acontecido com o salário mínimo. Um estudo empírico de dois especialistas renomados no tema da pobreza mostra que: *i*) com um aumento real de 10% do piso previdenciário, só 4% da renda extra das famílias beneficiadas seriam destinados aos brasileiros definidos como *extremamente pobres*; e *ii*) apenas 3% das famílias extremamente pobres têm a presença de um idoso, ao menos (Barros e Carvalho, 2005). O resultado disso é que, quando se aumenta em 10% o valor real do salário mínimo, o coeficiente de Gini continua em 0,58 e a relação entre a renda apropriada pelos 10% mais ricos e os 40% mais pobres continua em 21. A diferença, ínfima, só aparece na terceira casa decimal. Em outras palavras, rios de aumentos do gasto público geram gotas de melhoria da distribuição de renda. Dessa forma, o Brasil gasta muito e mal!

O país corre um sério risco de que, no ano eleitoral de 2006, esse fenômeno se agrave, no rastro de uma redução expressiva do *superavit* primário. A indicação de que o presidente da República estaria sendo pressionado a aumentar o salário mínimo em nada menos que 15% ano que vem é a expressão mais eloquente disso. O perfil de um país onde o gasto corrente e a carga tributária têm ambos um *viés de alta* tende a gerar como resultado um crescimento medíocre da economia e a pressionar a taxa de inflação, com consequências sobre a taxa de juros fixada pelo BCB.

Em face de tais considerações é que defendemos a necessidade de definir uma *agenda de consenso*. Ela parte de seis pressupostos fundamentais.

- 1) As condições políticas do país não permitem implementar cortes de gastos, mas isso não deve impedir que se aprovelem medidas tendentes a diminuir a relação entre o gasto público e o PIB, com base na contenção do crescimento da despesa abaixo da taxa de crescimento da economia.
- 2) Há uma vasta série de reformas (previdenciária, tributária, política etc.), muitas delas extremamente complexas e todas profundamente controversas, que deverá congestionar a agenda parlamentar de 2007, qualquer que seja o vencedor das eleições presidenciais de 2006.
- 3) O próximo governo deverá continuar a conviver com algumas das dificuldades políticas estruturais que têm delimitado a ação das autoridades nos últimos dez a quinze anos, em particular: *i*) a necessidade de aprovar emendas constitucionais para modificar a Carta Magna e modernizar a economia; *ii*) o fato de que o partido do presidente eleito não consegue representar mais de 25% do Congresso; e *iii*) a circunstância de que, para ter um *quorum* que viabilize a aprovação de uma Proposta de Emenda Constitucional (PEC), é necessário o apoio de uma coalizão de pelo menos quatro partidos.

- 4) Na ausência de antecipação para 2006 de alguns itens da agenda de reformas, corre-se o risco de que, em face da premência da aprovação de alguns pontos em 2007 – como a prorrogação da Contribuição Provisória por Movimentação Financeira (CPMF) ou da Desvinculação de Receitas Orçamentárias (DRU), sem as quais o equilíbrio fiscal de 2008 estará seriamente ameaçado –, a negociação de 2007 se concentre especificamente nesses pontos, deixando de lado os temas mais controversos, repetindo o que já aconteceu em outras ocasiões.
- 5) A oposição, que tem chances de chegar ao poder em 2007, deveria ter interesse em negociar previamente a aprovação de alguns itens da agenda, que facilitariam a ação das futuras autoridades.
- 6) Uma negociação nesses termos teria uma excelente repercussão e seria uma demonstração de que há espaços de diálogo que podem ser aproveitados em benefício dos interesses do país, resgatando o clima positivo dos entendimentos políticos suprapartidários de 2002 e melhorando as chances de obtenção do tão almejado *grau de investimento* (*investment grade*) no próximo governo. Apresentamos a seguir o que se poderia esperar de uma agenda de consenso nos próximos dez anos.

3 OS BENEFÍCIOS POTENCIAIS DE UM CONSENSO

Partimos, nas contas a serem feitas neste capítulo, de uma previsão de despesa primária do governo central em 2006, à luz das tendências recentes, de 22,35% do PIB, divididos da seguinte forma (tabela 2):

TABELA 2
Em % do PIB

Transferências a estados e municípios	4,20
Pessoal	4,80
INSS	7,60
Outras despesas correntes e de capital (OCC)	5,75
Total	22,35

Nos 5,75% das outras despesas correntes e de capital (OCCs), supõe-se que o investimento seja de 0,75% do PIB, com os restantes 5,0% do PIB correspondendo a gastos correntes. A médio prazo, o país precisa enfrentar dois problemas: *i*) o aumento do investimento público; e *ii*) a redução da carga tributária.

A solução de ambos deveria estar associada a uma diminuição da relação despesas correntes/PIB. No primeiro caso, porque seria a forma de criar espaço

para a ampliação do gasto de capital, sem pressionar o total. E no segundo porque, se um certo nível de *superavit* primário tiver de ser preservado por questões fiscais, a carga tributária só poderá cair se, concomitantemente, houver uma redução equivalente da relação entre o gasto primário e o PIB. Um simples cálculo dá ideia dessa possibilidade. Se assumirmos que a execução das *outras despesas correntes* (sem contar transferências, pessoal e INSS) em 2006 seja de 5,00% do PIB – sendo o restante 0,75% do PIB que compõe OCC associado a investimentos (em torno de R\$ 16 bilhões a preços de 2006) – e se a cada ano ela aumentar, em termos reais, módicos 2%, por exemplo, em um contexto de expansão da economia de 4% a.a., no ano seguinte, essa despesa cairá para $5,0 \times 1,02/1,04 = 4,9\%$ do PIB. Em cinco anos a redução já totalizará uma diminuição de 0,5% do PIB ou aproximadamente R\$ 10 bilhões a preços de 2006, que poderão ser utilizados para o aumento do investimento público.

O problema é que, nas atuais circunstâncias, a diminuição da relação gastos correntes/PIB torna-se difícil pela existência de diversas vinculações, seja ao valor da receita ou ao próprio PIB. A solução para essa questão exige um conjunto de quatro medidas.

- 1) Aprovação, em 2006, da extensão da DRU (hoje fixada apenas até 2007) por um período de dez anos (até 2016, inclusive) – ao fim do qual se espera que a crise fiscal tenha sido inteiramente superada –, com aumento gradual dela a partir de 2008, passando a DRU da porcentagem atual de 20% para 30% a 35%, ao final de um período de transição.
- 2) Modificação da chamada *Emenda (Constitucional) da Saúde* de maneira que, em vez de garantir uma proporção fixa do PIB a ser destinada aos gastos do setor, estes sejam corrigidos pela inflação e acrescidos de um adicional real correspondente ao crescimento populacional – para evitar uma redução da despesa *per capita* – pelos próximos dez anos. Isso possibilitaria uma redução do coeficiente entre o dispêndio corrente e o PIB, desde que a economia cresça em termos reais acima de 1,3% a.a. – nível do crescimento demográfico – nos próximos anos.
- 3) Limitação, mediante estabelecimento de um teto constitucional, do crescimento real anual da folha de salário de cada um dos três poderes, em relação a 2006, por um período de dez anos, a uma porcentagem igual ao crescimento populacional – próximo do denominado *crescimento vegetativo* –, sendo tal controle feito separadamente por cada um dos três poderes.
- 4) Adoção de um limite constitucional para as despesas correntes do governo central, excluindo as transferências a estados e municípios, nos moldes da recentemente aprovada Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO). O limite teria caráter duradouro e não apenas restrito a um único ano,

por um período de dez anos, tendo como referência um teto inicial de 17,40% do PIB em 2007 – igual ao previsto para 2006 – e reduzindo o teto em 0,10% do PIB a cada ano, de 2008 (inclusive) a 2016, até 16,50% do PIB.

Essa última medida se destinaria a elevar a poupança do governo e seria consistente com o aumento do espaço para o investimento, em função das outras medidas de controle da despesa corrente anteriormente mencionadas. Dado o crescimento da despesa com pessoal em 1,3% e supondo, por hipótese, um crescimento das demais despesas correntes de OCC de modo a respeitar o teto de despesas até 2016, além da estabilidade – como proporção do PIB – das transferências a estados e municípios e um crescimento anual de 4,0% do gasto do Instituto Nacional do Seguro Social (INSS), teríamos o cenário exposto na tabela 3, associado a um quadro de contenção – mas com aumento real – da despesa corrente e de incremento da participação do investimento público no PIB.

TABELA 3

Cenário de evolução da despesa primária corrente, excluindo transferências a estados e municípios e sem considerar investimentos
(Em % do PIB)

Composição	2006	2016
INSS	7,60	7,38
Pessoal	4,80	3,59
Outras despesas correntes	5,00	5,53
Total sem transferências	17,40	16,50
Transferências a estados e municípios	4,20	4,20
Total com transferências	21,60	20,70

Elaboração dos autores.

Obs.: adota-se uma hipótese de crescimento da economia de 4,0% a.a. para o período 2007-2010 e de 4,5% a.a. para o período 2011-2016.

Adicionalmente, a *agenda de consenso* incluiria a proposta de renovação da CPMF a partir de 2007, a ser aprovada também em 2006, com o cronograma de alíquotas a ser exposto a seguir, que visaria simultaneamente.

- 1) Criar condições para a obtenção durante algum tempo de um estrito equilíbrio das finanças públicas (NFSP = 0) ainda na primeira metade do próximo governo, em um quadro de redução gradual das taxas de juros.
- 2) Garantir uma situação fiscal sólida para toda a gestão 2007-2010.
- 3) Alcançar, no final do processo de redução gradual das alíquotas, uma diminuição efetiva da carga tributária, acompanhada de um aumento da competitividade do país, pela redução significativa de um tributo *em cascata* que ainda onera as nossas exportações.

- 4) Preservar, no final da transição, uma alíquota mínima de 0,08% sobre as transações financeiras, para fins de fiscalização, consistente com a preservação dos recursos do Fundo de Combate à Pobreza.

O valor inicial da CPMF e sua receita correspondente, bem como o valor correspondente a essas variáveis, dez anos depois, aparecem expostos na tabela 4. Caberia definir na negociação parlamentar o ritmo mais adequado para a redução das alíquotas ao longo do tempo.

TABELA 4
Proposta de alíquota declinante da CPMF

Ano	Proposta de alíquota	Receita da CPMF (% do PIB)
2007	0,38	1,50
2016	0,08	0,32

Elaboração dos autores.

4 O CENÁRIO MACROECONÔMICO

O pressuposto aqui seguido é que a adoção de uma agenda como a proposta, combinada com uma nova safra de reformas modernizantes em 2007 por parte do governo escolhido nas urnas em outubro, permitirá uma queda significativa da taxa de juros que, então sim, comportaria uma redução gradual do esforço primário. A dinâmica da taxa de juros, combinada com a ação do Tesouro, vai gerar, a médio prazo, uma curva de juros *normal*, com uma estrutura a termo caracterizada por taxas de longo prazo maiores que as de curto prazo e a possibilidade de emitir títulos prefixados de longo prazo, em um contexto de inflação baixa.

A combinação das tabelas 3 e 4 permite chegar aos números da tabela 5, onde se supõe, por hipótese, uma redução do *superavit* primário do governo central ao longo do tempo, de uma previsão de 2,65% do PIB em 2006 – excluindo o ajuste metodológico associado ao pagamento da dívida de Itaipu – até 1,00% do PIB em 2016.

O investimento é então obtido por resíduo, face à hipótese de preservação das demais receitas como proporção do PIB e dos limites de gasto antes citados. Observe-se que o investimento do governo central praticamente triplicaria como proporção do PIB em dez anos.

Assumimos um *superavit* primário de estados e municípios da ordem de grandeza de 1% do PIB, embora gradualmente declinante. Mesmo que, ao longo dos próximos anos, o *superavit* das empresas estatais seja *zerado* para permitir um maior nível dos investimentos em setores-chave, como saneamento e energia, os números são consistentes com um *superavit* primário consolidado de 2,0% do PIB daqui a dez anos, algo que parece razoável em um contexto de superação da crise fiscal, com uma despesa de juros e uma relação dívida/PIB muito inferiores à atual.

TABELA 5
Superavit primário do governo central
(Em % do PIB)

Composição	2006	2016
Receita total	25,00	23,82
CPMF	1,50	0,32
Outras receitas ¹	23,50	23,50
Despesa total	22,35	22,82
Despesa corrente ¹	21,60	20,70
Investimento	0,75	2,12
Ajuste metodológico ²	0,10	0,10
<i>Superavit primário</i>	2,75	1,10

Elaboração dos autores.

Notas: ¹Desse total, devem ser descontados 4,20% do PIB a título de transferências a estados e municípios, que são parte da despesa corrente da tabela.

²Pagamento das amortizações de Itaípu.

Nesse contexto, a queda dos juros poderia ser mantida até a taxa de juros média real sobre a dívida pública cair a 5%. A partir de um compromisso claro das autoridades com um *superavit* primário consolidado de 4,75% do PIB nos próximos dois anos, ele cairia a partir de 2008, inicialmente na proporção de 0,25% do PIB até 2010 e depois mantendo a diminuição gradual, até 2,0% do PIB. Como a despesa com pessoal aumentaria anualmente 1,3% em termos reais e a do INSS, 4,0%, sobriariam gradativamente mais recursos para investimentos e para outras áreas negligenciadas nos últimos anos. Nesse processo, o PIB, que no próximo governo cresceria 4,0% a.a., aceleraria na próxima década o seu crescimento, para uma taxa anual de 4,5%. A dinâmica das diversas variáveis aparece exposta em detalhes na tabela 6, tendo 2006 como ano-base. O *deficit* público seria zerado já em 2008 e, no final de dez anos (em 2016), a dívida pública teria caído para aproximadamente 20% do PIB e o país certamente teria sido graduado, recebendo o *investment grade*.

Entendemos que uma agenda centrada nesses cinco pontos – extensão da DRU e ampliação da porcentagem de desvinculação; modificação da Emenda da Saúde; contenção da despesa com pessoal; limitação da despesa corrente primária como proporção do PIB; e redução gradual da alíquota da CPMF – teria boas probabilidades de êxito para a rápida organização da curva de juros e a redução importante do juro de curto prazo.

Para isso, ela deveria ser encarada como uma questão de Estado – e não de um governo específico – em moldes similares ao espírito que norteou as conversações políticas por ocasião das negociações entre o país e o Fundo Monetário Nacional (FMI) em 2002. Significa, portanto, que teria de ser uma proposta coordenada

pelo presidente da República em pessoa e submetida publicamente aos principais partidos políticos do país, de forma clara, transparente e devidamente fundamentada. Esse é o desafio que o presidente Lula e o país têm pela frente. Se fracassarem, o crescimento futuro pagará um preço.

TABELA 6
Cenário macroeconômico (2006-2016)

Variável	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016
Crescimento PIB (%)	-	4,0	4,0	4,0	4,0	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Inflação (%)	-	4,25	4,00	3,75	3,50	3,25	3,00	3,00	3,00	3,00	3,00
<i>Superavit</i> primário (% do PIB)	-	4,75	4,50	4,25	4,00	3,50	3,20	2,90	2,60	2,30	2,00
Juros reais brutos: Selic (%)	-	8,5	7,0	6,5	6,0	5,5	5,0	5,0	5,0	5,0	5,0
Alíquota CPMF (%)	-	0,38	0,36	0,34	0,32	0,28	0,24	0,20	0,16	0,12	0,08
Reconhecimento dívidas (% do PIB) ¹	-	0,5	0,4	0,3	0,2	0,1	0,0	0,0	0,0	0,0	0,0
Senhoriagem (% do PIB)	-	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3	0,3
<i>Superavit</i> primário (% do PIB)	4,75	4,75	4,50	4,25	4,00	3,50	3,20	2,90	2,60	2,30	2,00
Estados e municípios	1,10	1,10	1,10	1,05	1,05	1,00	1,00	0,95	0,95	0,90	0,90
Empresas estatais	0,90	0,90	0,80	0,70	0,60	0,50	0,40	0,30	0,20	0,10	0,00
Ajuste metodológico	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10	0,10
Governo central (excluindo ajuste metodológico)	2,65	2,65	2,50	2,40	2,25	1,90	1,70	1,55	1,35	1,20	1,00
Receita líquida (excluindo transferências)	20,80	20,80	20,72	20,64	20,56	20,41	20,25	20,09	19,93	19,77	19,62
CPMF	1,50	1,50	1,42	1,34	1,26	1,11	0,95	0,79	0,63	0,47	0,32
Demais receitas (líquidas)	19,30	19,30	19,30	19,30	19,30	19,30	19,30	19,30	19,30	19,30	19,30
Gasto primário	18,15	18,15	18,22	18,24	18,31	18,51	18,55	18,54	18,58	18,57	18,62
Corrente	17,40	17,40	17,30	17,20	17,10	17,00	16,90	16,80	16,70	16,60	16,50
Pessoal	4,80	4,68	4,55	4,44	4,32	4,19	4,06	3,94	3,82	3,70	3,59
INSS	7,60	7,60	7,60	7,60	7,60	7,56	7,53	7,49	7,46	7,42	7,38
Outros	5,00	5,12	5,15	5,16	5,18	5,25	5,31	5,37	5,43	5,48	5,53
Investimento	0,75	0,75	0,92	1,04	1,21	1,51	1,65	1,74	1,88	1,97	2,12
Juros nominais (% do PIB)	7,00	5,56	4,53	3,92	3,34	2,78	2,29	2,04	1,80	1,59	1,40
NFSP (% do PIB) (- = <i>superavit</i>)	2,25	0,81	0,03	-0,33	-0,66	-0,72	-0,91	-0,86	-0,80	-0,71	-0,60
Base monetária (% do PIB)	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5	4,5
Dívida pública (% do PIB) ²	46,0	43,4	40,3	37,0	33,6	30,2	26,9	23,8	21,0	18,5	16,3
Dívida pública (% do PIB) ³	50,5	47,9	44,8	41,5	38,1	34,7	31,4	28,3	25,5	23,0	20,8
Memo: Selic nominal (%)	16,0	13,1	11,3	10,5	9,7	8,9	8,2	8,2	8,2	8,2	8,2
Memo: taxa de crescimento gasto total (%)	5,1	4,0	4,4	4,1	4,4	5,6	4,7	4,5	4,7	4,5	4,7
Memo: taxa de crescimento gasto corrente (%)	4,3	4,0	3,4	3,4	3,4	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9	3,9

Notas: ¹Esqueletos (fluxo).

²Sem base monetária.

³Com base monetária.

REFERÊNCIAS

BARROS, R. P. de; CARVALHO, M. de. **Salário mínimo e distribuição de renda.** Ipea, nov. 2005 (Seminários Dimac, 196).

CERISOLA, M.; GELOS, G. **What drives inflation expectations in Brazil? An empirical analysis.** IMF, June 2005 (IMF Working Paper, WP/05/109).

DÍVIDA PÚBLICA, RIGIDEZ FISCAL E DINÂMICA MACROECONÔMICA^{1,2}

Felipe C. de F. Pinheiro³

Ajax R. B. Moreira⁴

1 INTRODUÇÃO

As elevadas taxas de juros reais praticadas no Brasil – decorrentes da percepção de risco dos agentes e dos diversos desequilíbrios estruturais da economia brasileira – tornam também elevado o custo de carregamento da dívida pública. Por essa razão, exige-se um esforço fiscal excepcional que permita o máximo pagamento possível de seu serviço de modo a estabilizar a trajetória de seu montante absoluto e de reduzi-la como proporção do produto interno bruto (PIB).

Outro efeito do juro real elevado, que se soma ao da alta carga tributária necessária para produzir os *superavits* primários, é o de inibir os investimentos e, em razão disso, reduzir o potencial de crescimento do país. Essa redução aumenta a participação do custo da previdência como proporção da receita do governo. Isso porque o crescimento das despesas previdenciárias está mais relacionado à demografia e às regras previdenciárias – incluindo as decisões relativas ao salário mínimo, que serve de referência ao piso dos benefícios – do que com o crescimento do PIB, enquanto a receita, por sua vez, possui uma relação direta com ele. Caso o esforço fiscal nesse ambiente de rigidez crescente seja insuficiente para conter o aumento da relação dívida/PIB, o risco da dívida aumentaria provocando o aumento do juro real de equilíbrio, realimentando o ciclo. Acreditamos que essa estória resuma um dos principais nós da economia brasileira no passado recente.

Nessa descrição, temos dois mecanismos se realimentando: o efeito das variáveis macro sobre o endividamento público – representado pela relação dívida/PIB –, e o efeito inverso, ou seja, o efeito do endividamento público sobre a taxa de juros real e a tendência de crescimento. Este último seria percebido de forma indireta: o aumento da relação dívida/PIB gera aumento da taxa real de juros e das ineficiências da economia, como consequência de uma carga tributária maior, compatível com

1. Este anexo foi publicado originalmente como Nota Técnica do Boletim de Conjuntura nº 72, de março de 2006.

2. Os autores agradecem as sugestões de Fabio Giambiagi e de Paulo Levy.

3. Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

4. Dimac do Ipea.

o novo patamar das despesas financeiras, o que reduz os investimentos e limita o potencial de crescimento do país. Quantificar esse efeito, contudo, é difícil, pois envolve a estimativa de relações de longo prazo em uma economia submetida a modificações estruturais, e quantidades que não são diretamente mensuráveis (o produto potencial e as ineficiências).

Esse exercício avalia o efeito dos choques macroeconômicos e de alguns dos condicionantes da despesa pública sobre o endividamento de forma condicional a um cenário de longo prazo para o crescimento do produto, a taxa de juro real e a carga tributária. A evolução da dívida pública depende das trajetórias futuras das variáveis macro – taxa de juros, taxa de inflação e PIB – e do *superavit* primário.

Essas variáveis podem ser projetadas por um analista que imagina diversos cenários para o futuro. Nesse caso todos os resultados estão condicionados à opinião desse analista, que realiza as projeções considerando a trajetória esperada e tendencial das variáveis. Elas também podem ser projetadas com um modelo econométrico que considera o ciclo econômico e a incerteza dos choques sobre a acumulação da dívida, mas que extrapola as tendências históricas das variáveis. Hipótese que pode não ser adequada em um ambiente de ajustes estruturais que a economia realizou nos últimos anos, pois o nível da taxa de juros, da inflação e do crescimento do PIB que ocorrerão no futuro reflete em que medida o país terá sucesso em realizar as reformas que produzam fundamentos econômicos sólidos, informação que não está contida nas séries históricas.

Este estudo propõe uma solução que combina as vantagens das duas abordagens. Utiliza séries históricas para estimar com um modelo VAR a propagação de curto prazo e a magnitude dos choques das variáveis macro, e o conhecimento do analista para definir a tendência de longo prazo dessas variáveis que é incorporada às projeções realizadas pelo modelo VAR.

No modelo VAR, proposto aqui, as variáveis endógenas (hiato do produto, juros e inflação) convergem para um estado estacionário e, na forma como foi especificado, o crescimento do PIB converge para a sua tendência de longo prazo. Neste exercício, substituímos a tendência de longo prazo do PIB e o estado estacionário do modelo VAR por valores escolhidos pelo analista. Admite-se, implicitamente, que os fundamentos afetam os valores de longo prazo mas não afetam a propagação de curto prazo dos choques. A arbitrariedade do analista, dessa forma, se concentra em três valores: a taxa de juros, a inflação e o crescimento do PIB de longo prazo.

A política fiscal se expressa no valor do *superavit* primário como proporção do PIB, cuja definição pode ser modelada segundo duas especificações alternativas: *i*) na suposição de que o governo cumpra as metas pré-estipuladas; e *ii*) que o *superavit* primário resulte da combinação de um esforço fiscal na parte discricionária dos gastos com a execução das demais despesas que seguem regras rígidas.

As despesas podem ser divididas em quatro grupos segundo seu grau e/ou fonte de rigidez: *i*) rigidez da receita e de despesas em relação ao PIB; *ii*) rigidez decorrente das regras da Previdência Social; *iii*) rigidez da folha de pagamentos de pessoal e encargos sociais; e *iv*) gastos discricionários que o governo tem liberdade para controlar.

Os parâmetros que definem as trajetórias são de três tipos: *i*) os estimados econometricamente – caso do modelo VAR e da estimativa do PIB potencial necessária para calcular o hiato do produto; *ii*) os arbitrados pelo analista – crescimento do PIB, inflação e juro no longo prazo; e *iii*) os que definem o *superavit* primário. Em relação a estes últimos, dependendo da especificação, o parâmetro relevante é a meta de *superavit* primário ou o valor dos gastos discricionários (como proporção do PIB) sobre os quais o governo tem algum controle. Enfatizando a importância desses componentes, será apresentada uma função que relaciona, para os cenários selecionados, esses parâmetros à dívida pública como proporção do PIB no final do horizonte de estudo (2015).

A principal simplificação foi ignorar o efeito do endividamento e da carga tributária sobre o crescimento do produto e a taxa de juros real. Uma outra simplificação foi admitir que a dívida cambial doméstica é nula e a dívida externa como proporção do PIB ficará constante. Acredita-se que essas hipóteses não gerem viés, tendo em vista a recente redução desses estoques a níveis relativamente baixos, o que eliminou o efeito direto do risco cambial sobre a dívida.

A relação dívida/PIB (*iv*) é uma razão entre processos cumulativos não lineares e, portanto, afetada pela incerteza dos choques macro.⁵ Por isso foram simuladas, com o modelo VAR modificado, 2 mil realizações para a trajetória futura das variáveis macro e calculadas as correspondentes trajetórias da relação dívida/PIB. Obteve-se, assim, uma amostra da distribuição de probabilidade dessa trajetória condicionada às hipóteses do modelo.

Os modelos de risco de crédito consideram que o valor de uma firma, ou de sua dívida, é incerto, e que a probabilidade de essa quantidade alcançar um valor crítico, que funciona como uma barreira, mede a possibilidade de ocorrer uma crise (por exemplo, a firma entrar em concordata). Esse tipo de metodologia tem sido utilizado para explicar o nível do *spread* dos países emergentes. Neste exercício utilizaremos essa abordagem para calcular a probabilidade de a relação dívida/PIB alcançar, pela primeira vez, uma barreira arbitrária, aqui definida como o nível de 60%. Essa probabilidade seria então uma medida de probabilidade de crise, mas não necessariamente um indicativo de moratória. Na seção 2, apresenta-se o modelo. Na seção 3, são expostos os resultados das simulações para diferentes cenários. A conclusão encontra-se na seção 4.

5. O valor esperado da dívida é diferente do valor da dívida calculado com o valor esperado de seus determinantes.

2 MODELO

No modelo $(E(x_t) = \mu + \phi x_{t-1})$ as variáveis convergem para $(x^* = (I - \phi)^{-1}\mu)$; portanto, para alterar o valor de convergência, basta alterar μ . Admitamos que o analista defina $x_T^* = (0, i^*, \pi^*)$ no período final, e que o efeito da alteração do valor de convergência é distribuído de forma suave ao longo do período de projeção, $x_t^* = x_0^* + t(x_T^* - x_0^*)/T$.

No aspecto fiscal, o modelo foi implementado em duas versões: na versão (A) o governo cumpre o *superavit* primário $s_t = s^*$, enquanto na versão (B) supõe-se que o *superavit* primário é o resultado do *superavit* primário proporcional ao PIB (s_0) subtraído dos gastos do governo central com pessoal (g^*), das despesas previdenciária e de assistência social (g) e da despesa discricionária (u).

O conceito de *superavit* primário proporcional ao PIB foi definido como o saldo entre a receita do governo central e a soma algébrica das transferências para estados e municípios, do *superavit* dos governos infrafederais, decorrentes da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), e dos gastos constitucionais fixados em proporção do PIB. O modelo VAR das variáveis, inflação – Índice de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA) π , taxa *over*/Selic i , e hiato do PIB h – foi estimado com dados trimestrais para o período 1995-2005 e as projeções anualizadas para efeito de simulação e apresentação dos resultados.

Equações:

Dívida: D_t

Dívida líquida do setor público: $D_t = (1 + i_t)(D_{t-1} - M_{t-1}) - s_t + M_t$

Base monetária restrita: $M_t = M_{t-1}(y_t p_t / y_{t-1} p_{t-1})$

$d_t = D_t / (y_t p_t)$

Macro: $x_t = (h_t, i_t, \pi_t)'$

Nível de preços IPCA: $p_t = (1 + \pi_t)p_{t-1}$

Modelo VAR: $x_t = \mu_t + \phi_1 x_{t-1} + \phi_2 x_{t-2} + e_t$ e $e_t \sim (0, \Sigma)$

$\mu_t = (I - \phi) x_{*t} = (I - \phi) x_0^* + t(x_T^* - x_0^*) / T$

PIB:

Tendência determinística: $y^{**}_t = \exp(\gamma + \beta t)$

Prod. potencial: $y^*_t = \rho(y_t - y^{**}_t) + (1 - \rho)y^*_{t-1} + \beta$

Hiato: $h_t = y_t - y^*_t$

Fiscal:

Superavit primário: $s_t = s_0 - (g_t + g_t^* + u_t) / y_t$ ou $s_t = s^*$

Gasto com previdência: $g_t = g_{t-1}(1 + \alpha)(1 + 0.333\theta_t)(1 + \pi_t)$

Gasto com pessoal: $g_t^* = g_{t-1}^*(1 + \alpha^*)(1 + \pi_t)$

Parâmetros:

α^*, α : taxa de crescimento vegetativo do gasto com pessoal e previdência;

θ : taxa de crescimento do salário mínimo real;

β : taxa de crescimento do produto potencial; e

$x^* = (\pi^*, j^*, 0)$: níveis de longo prazo das taxas de inflação e juros e hiato.

Resumindo, os parâmetros de controle são:

$\psi = (\beta, i^*, \pi^*, s^*)$ ou $\psi = (\beta, i^*, \pi^*, \alpha, \alpha^*, \theta, u)$

A tabela 1 relaciona as componentes do *superavit* primário à forma com que o dado é organizado pela Secretaria do Tesouro Nacional (STN).

TABELA 1
Estrutura proposta para o *superavit* primário do setor público

	PIB em 2005%
I - <i>Superavit</i> primário proporcional (a + b + c - d - e - f)	19,5
a - Receita líquida do governo central ¹	20,9
b - <i>Superavit</i> de estados e municípios	1,1
c - <i>Superavit</i> das estatais	0,9
d - FAT	0,6
e - Subsídios	0,5
f - OCC/saúde e educação ²	2,3
II - Despesas com pessoal	4,8
III - Despesas com previdência e assistência social	8,0
IV - Despesa discricionária	1,8
V - <i>Superavit</i> primário (I - II - III - IV)	4,8

Notas: ¹Exclui transferências para estados e municípios.
²Corresponde a 55% do total de OCC.

3 CENÁRIOS

O cenário de referência representa o que consideramos uma visão positiva e possível para a economia – a taxa de juros real de equilíbrio converge suavemente para 6% ao ano (a.a.) em 2015, a tendência de crescimento do PIB é de 3% a.a., e os componentes de gastos seguem os coeficientes médios históricos estimados. Os cenários 2 e 3 avaliam o efeito do crescimento do PIB; os cenários 4 e 5, o efeito

da taxa de crescimento vegetativa do número de beneficiários da previdência; os cenários 6 e 7 avaliam o efeito do salário mínimo real; os cenários 8 e 9 utilizam o modelo fiscal simplificado, que supõe que o governo consegue de alguma forma cumprir metas de *superavit* primário; o cenário 10 tem as mesmas características do cenário de referência, mas com a taxa de juros e a inflação convergindo para os valores estimados historicamente; e, finalmente, o cenário 11 repete o 10, mas com *superavit* primário fixo em um patamar de 3,6%.

O cenário de referência supõe que, de alguma forma, são feitas reformas que permitam uma redução suave da taxa de juros real, enquanto os cenários (10 e 11) representam a continuação da situação atual sob duas diferentes hipóteses, em relação à evolução do *superavit* primário. A seguir, apresentamos os diversos cenários, que tem o seu detalhamento no apêndice A.

No cenário de referência, a taxa de juros *over/Selic* converge para 10% a.a. em 2015 com a inflação convergindo para 4% a.a. O salário mínimo real cresce 10%, 6% e 1% em 2006, 2007 e 2008, para, em seguida, manter-se constante até 2015. A taxa de crescimento do número de pessoas beneficiadas pelo sistema previdenciário e de assistência social é fixa em 3,5%, último valor computado pelo Tesouro e pouco abaixo da média observada a partir de 1997. O PIB potencial, por sua vez, cresce a 3% a.a.

Ressalte-se que os valores relativos às variáveis endógenas referem-se ao valor esperado da variável nas 2 mil replicações.

Nesse cenário, a média das simulações da relação dívida/PIB atinge 34,3%, em 2015, com probabilidade de ultrapassar o patamar de 60% ao longo dessa trajetória (*prob de crise* acumulado) de 3,5%. O *superavit* primário cai de 4,8%, em 2005, para 4,1%, em 2015, em função da despesa previdenciária, que aumenta de 8,0% para 8,9% do PIB.

No segundo e terceiro cenários, testam-se hipóteses alternativas para a taxa de crescimento do PIB potencial. No cenário 2, o crescimento do PIB potencial é de 3,5%, enquanto no cenário 3 esse crescimento é de 2,5%. Sob essas hipóteses a relação dívida/PIB em 2015 atinge, na média das simulações, 28,6% e 41,3%, respectivamente. O *prob de crise* acumulado até 2015 é de 1,5% e 9,3%, nessa ordem. Fica evidente, portanto, a sensibilidade do modelo à hipótese de crescimento do PIB potencial.

TABELA 2
Parâmetros do cenário de referência
 (Em %)

Taxa de crescimento do PIB potencial (β)	3,0
Taxa de juros <i>over</i> /Selic de longo prazo (i^*)	10,0
Taxa de inflação de longo prazo (π^*)	4,0
Taxa de crescimento do salário mínimo real (θ)	10% (2006), 6% (2007), 1% (2008) e 0% de 2008 em diante
Taxa de crescimento dos benefícios previdenciários (α)	3,8

Nos cenários 4 a 7, são testadas diferentes trajetórias para variáveis que possuem relação direta com a conta da previdência.

Nos cenários 4 e 5, o número de pessoas beneficiadas pela previdência e assistência social cresce a 4,0% e 3,0%, respectivamente, contrapondo-se ao crescimento do cenário-base de 3,5%. Sob a primeira hipótese a relação dívida/PIB atingiria 37,3% em 2015 com o *superavit* primário caindo de 4,8% em 2005 para 3,6% em 2015. A despesa previdenciária passaria de 8,0% do PIB para 9,4%. No cenário 5 (com uma taxa de crescimento do número de benefícios da previdência menor), a despesa previdenciária crescerá apenas 0,5% do PIB, atingindo 8,5% em 2015. A relação dívida/PIB atingiria 31,9% com um *prob de crise* acumulado de 2,6%.

Nos cenários 6 e 7, são testados os efeitos de diferentes políticas de salário mínimo. Uma política rígida de salário mínimo, que apenas evitasse perdas reais, como apresenta o cenário 6, levaria a relação dívida/PIB para 28,8% em 2015 com o *prob de crise* acumulado em 1,3%, representando uma sensível redução em relação ao cenário base – cujos valores correspondentes são 34,3% e 3,5%, respectivamente. No cenário 7, assume-se uma política expansionista para o salário mínimo real com crescimentos de 10%, em 2006, 6%, em 2007, e 4% de 2008 em diante. Dessa forma, a relação dívida/PIB cairia para 38,9% e o *prob de crise* acumulado seria de 4,3%.

Os cenários 8 e 9 assumem que o governo possui inteiro controle sobre a gestão do *superavit* primário. O *superavit* primário torna-se, portanto, exógeno e fixo em uma determinada proporção do PIB. No cenário 8, manteve-se o *superavit* fixo em 4,6%, entre 2006 e 2015, enquanto, no cenário 9, essa proporção cai para 3,6%. Sob essas hipóteses, a dívida cairia, em média, para 28,9% do PIB no cenário 8 (*prob de crise* de 2%) e 41,5% no cenário 9 (*prob de crise* de 13,1%).

Nos cenários 10 e 11, as variáveis endógenas, modeladas no VAR, convergem para suas médias históricas. As demais hipóteses são mantidas constantes no cenário 10 enquanto no cenário 11 testa-se a hipótese de um *superavit* primário menor: 3,6% do PIB. Os juros de longo prazo são, nesse caso, da ordem de 20% a.a. e a taxa de inflação de 7,6%. O resultado no cenário 10 é de uma pequena queda da

relação dívida/PIB para 50,9% (*prob de crise* de 26,1%). No cenário 11, a relação dívida/PIB aumentaria em média para 59,2% (*prob de crise* de 50,3%).

TABELA 3
Dívida líquida do setor público/PIB

	2005	2005	2005	2005	2005	2005	2005	2005	2005	2005	2005
(1) Base	52	52	51	50	49	47	45	43	40	37	34
(2) PIB potencial = 3,5%	52	51	51	49	47	45	43	40	36	33	29
(3) PIB potencial = 2,5%	52	52	52	51	50	50	48	47	45	43	41
(4) Benefícios assistenciais = 4,0%	52	52	51	50	49	48	46	44	42	40	37
(5) Benefícios assistenciais = 3,0%	52	52	51	50	48	46	44	42	39	35	32
(6) Crescimento real do SM = 0,0%	52	51	50	49	47	45	42	39	36	33	29
(7) Crescimento real do SM = [10%, 6%, 4%, ... 4%]	52	52	51	50	49	48	46	45	43	41	39
(8) <i>Superavit</i> primário = 4,6%	52	51	50	49	47	45	43	40	37	33	29
(9) <i>Superavit</i> primário = 3,6%	52	52	53	52	52	51	50	48	46	44	42
(10) Tendência histórica de inflação, juros e PIB	52	52	52	52	52	51	51	51	51	51	51
(11) Tendência histórica e <i>superavit</i> primário de 3,6%	52	53	53	54	55	55	56	57	57	58	59

Observado.

TABELA 4
Probabilidade de crise fiscal (%)

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
(1) Base	0,0	0,1	0,4	1,1	2,1	2,8	3,0	3,4	3,5	3,5
(2) PIB potencial = 3,5%	0,0	0,0	0,5	0,7	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5	1,5
(3) PIB potencial = 2,5%	0,0	0,1	1,5	3,6	5,4	6,9	8,0	8,6	9,1	9,3
(4) Benefícios assistenciais = 4,0%	0,0	0,1	0,5	1,7	2,6	3,2	3,6	3,9	4,2	4,4
(5) Benefícios assistenciais = 3,0%	0,0	0,0	0,2	1,0	1,7	2,2	2,4	2,6	2,6	2,6
(6) Crescimento real do SM = 0,0%	0,0	0,1	0,4	0,7	1,0	1,1	1,2	1,3	1,3	1,3
(7) Crescimento real do SM = [10%, 6%, 4%, ... 4%]	0,0	0,0	0,4	1,5	2,6	3,0	3,5	3,9	4,1	4,3
(8) <i>Superavit</i> primário = 4,6%	0,0	0,0	0,3	0,8	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2
(9) <i>Superavit</i> primário = 3,6%	0,0	0,4	2,9	6,0	8,7	10,7	11,8	12,5	12,9	13,2
(10) Tendência histórica de inflação, juros e PIB	0,0	0,2	2,0	5,9	9,3	13,6	17,5	20,9	24,0	26,1
(11) Tendência histórica e <i>superavit</i> primário de 3,6%	0,0	0,7	6,7	15,8	24,1	31,0	36,6	41,8	46,5	50,3

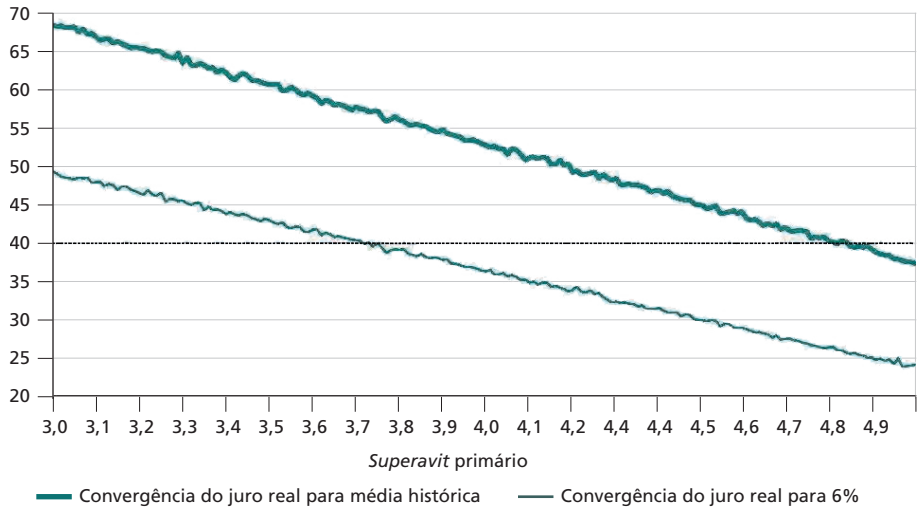
Obs.: probabilidade de a relação dívida/PIB ultrapassar 60% até o ano corrente.

4 CONDICIONANDO O ESFORÇO FISCAL A UMA META PARA A RELAÇÃO DÍVIDA/PIB

O esforço fiscal está representado neste exercício de duas formas: na primeira, admite-se que o governo, de alguma maneira, consegue superar a rigidez fiscal – aumentando a carga tributária ou contraindo as despesas discricionárias – e realiza uma meta de *superavit* (s^*) a cada ano independentemente das incertezas. Na segunda, consideramos a rigidez fiscal que limita o controle exercido pelo governo sobre as despesas a uma componente pequena de gastos discricionários (u). Para cada nível selecionado, (s^*) ou (u) foi calculado o valor esperado da relação dívida sobre PIB (d) em 2015,

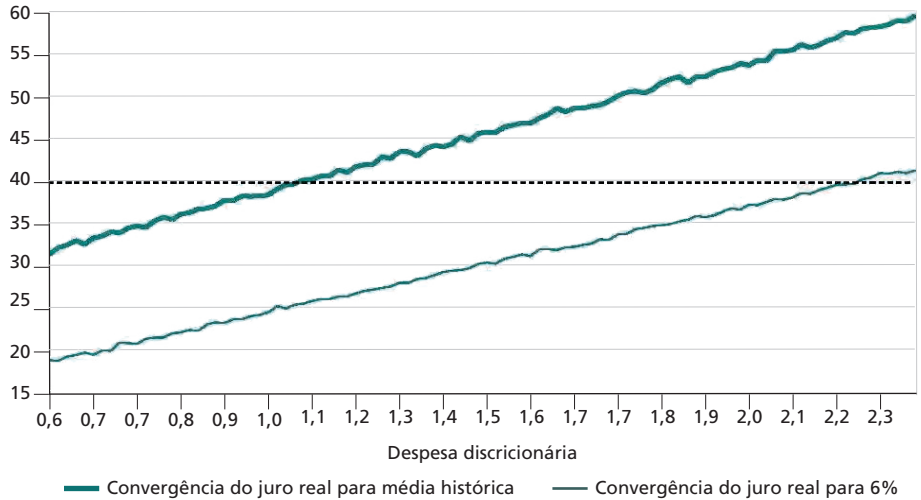
condicionado aos demais parâmetros comportamentais, ou seja $E(d|s, \psi)$ ou $E(d|u, \psi)$. Os gráficos 1A e 1B e 2 mostram essa função para os cenários de referência $y1$ e de tendência histórica $y10$.

GRÁFICO 1A
Superavit primário versus dívida
(Em % do PIB)



Obs.: Imagem cujo leiaute e textos não puderam ser padronizados e revisados em virtude das condições técnicas dos originais disponibilizados pelos autores para a publicação (nota do Editorial).

GRÁFICO 1B
Despesa discricionária versus dívida



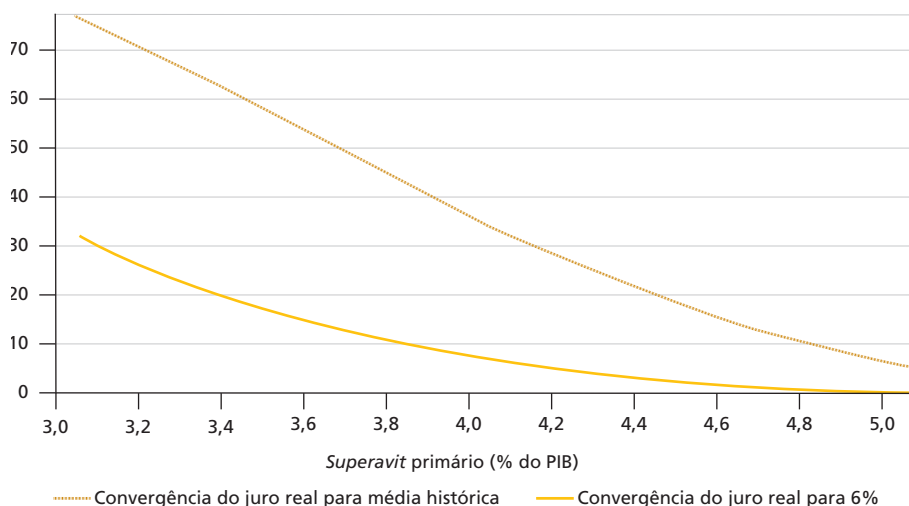
Obs.: Imagem cujo leiaute e textos não puderam ser padronizados e revisados em virtude das condições técnicas dos originais disponibilizados pelos autores para a publicação (nota do Editorial).

Fixado o objetivo de 40% para a relação dívida/PIB em 2015, temos que o *superavit* requerido ao longo do horizonte projetado teria de ser de 3,7% do PIB a.a. Caso o juro real permaneça em seu nível histórico, o resultado seria que o *superavit* primário requerido teria de ser de 4,8% do PIB.

Pela segunda hipótese, a de que o governo possui restrições para alcançar um determinado *superavit* – em razão das diversas fontes de rigidez –, a despesa discricionária poderia aumentar dos atuais 1,8% para 2,2% do PIB, caso as hipóteses de convergência para um juro real de 6% e crescimento do PIB potencial de 3% sejam, de fato, verificadas. Caso o juro real convirja para sua tendência histórica, o esforço fiscal exigido seria o de uma redução das despesas discricionárias de 1,8% do PIB para 1,1%.

O gráfico 2 sumariza as possibilidades futuras para a economia brasileira, apresentando o efeito de diversas alternativas de austeridade fiscal sobre o nível da relação dívida pública/PIB, além da probabilidade de esta variável alcançar 60%, sob dois cenários de convergência da taxa de juros real – o conservador, que admite a permanência da atual situação, e o otimista, que supõe a ocorrência de reformas que permitam a redução suave da taxa de juros real.

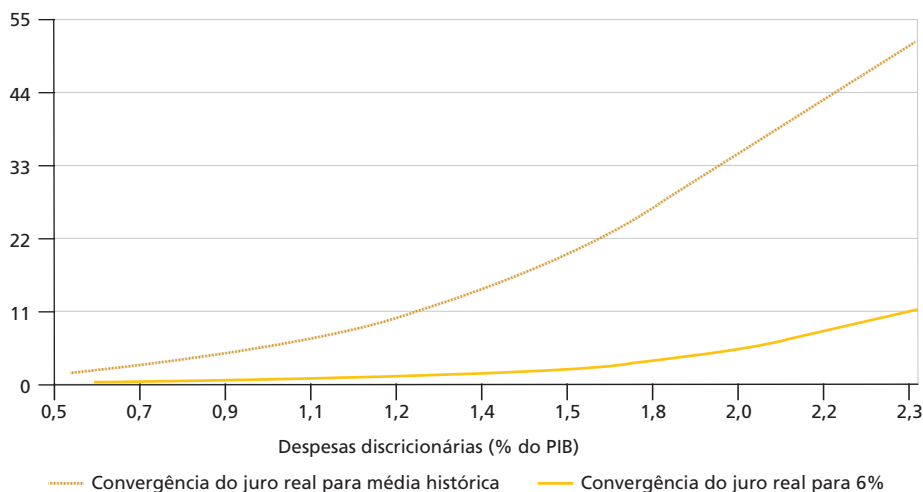
GRÁFICO 2A
Probabilidade de crise conforme *superavit* primário



Obs.: acumulada até 2015.

GRÁFICO 2B

Probabilidade de crise conforme despesa discricionária



Obs.: probabilidade de crise acumulada até 2015.

5 CONCLUSÃO

Este estudo é um exercício com as limitações inerentes a projeções condicionais, em que os resultados são tão bons quanto os cenários propostos, e estes foram propostos de forma arbitrária. Por sua vez, foi considerado adequadamente o efeito dos choques transitórios e de sua propagação. A partir dos resultados foi possível chegar às conclusões apresentadas a seguir.

- 1) O enorme efeito da redução do nível da taxa de juros real que, ao declinar de algo próximo de 13% em 2005 para 6% em 2015, permitiu uma queda de aproximadamente 18% da dívida.
- 2) O enorme efeito do crescimento do PIB sobre a dívida. Uma variação de 0,5% a mais do produto gera uma queda de 5% na relação dívida/PIB após dez anos.
- 3) Um *superavit* maior em 1% do PIB implica menos 13% de dívida.
- 4) A política de aumento do salário mínimo real (com aumentos reais de 10%, em 2006, 6%, em 2007, e 4% entre 2008 e 2015) acarreta, tudo o mais constante, no aumento da dívida em 5% do PIB (em relação ao cenário de referência).

- 5) Se a situação atual de juros elevados perdurar, apesar do esforço fiscal expressivo, o valor esperado da dívida cairia apenas 1 ponto percentual com uma elevada probabilidade de crise (26%).
- 6) Caso os juros elevados perdurem e a meta de *superavit* primário seja reduzida para 3,6% do PIB, o valor esperado da dívida atingiria 59% do PIB em 2015 com uma *prob de crise* de 50,3%.
- 7) Caso os juros reais converjam para 6% a.a. em dez anos, ainda assim será necessário manter um *superavit* primário de 3,7% do PIB ao longo desse período para que se atinja a meta de 40% de relação dívida/PIB em 2015. A despesa discricionária, por sua vez, poderia aumentar do patamar atual de 1,8% do PIB para 2,2%.
- 8) Caso a economia brasileira persista na atual trajetória de crescimento e juro real, que implica um juro real esperado de 12% no final do horizonte, o esforço fiscal teria de ser sensivelmente superior. Seria necessário um *superavit* primário de 4,8% ao longo dos próximos dez anos, ou uma redução da despesa discricionária dos atuais 1,8% do PIB para 1,1% para se alcançar uma relação dívida/PIB de 40%.
- 9) O efeito marginal de um aumento do *superavit* primário ou de uma redução da despesa discricionária sobre a probabilidade de crise é decrescente.
- 10) Admitindo que o cenário mais provável seja algo entre as hipóteses de convergência do juro real para 6% e a sua média histórica, o gráfico 2 delimita o esforço fiscal requerido, dada a restrição implícita sobre o aumento do endividamento público.

APÊNDICE A

Nos cenários apresentados a seguir, as taxas de crescimento do PIB potencial, dos benefícios previdenciários e do salário mínimo real são iguais às do cenário de referência, apresentado na seção 3, a menos que explicitado na tabela correspondente. A base monetária e a dívida externa, ambas em proporção do PIB, foram mantidas constantes em seus valores de 2005 (4,4% e 2,6%, respectivamente).

CENÁRIO 2

Crescimento do PIB potencial = 3,5%

	2005 ¹	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Crescimento real do PIB	2,3	3,1	3,3	3,5	3,5	3,5	3,6	3,5	3,5	3,5	3,5
Taxa <i>over</i> /Selic (acumulada no ano)	19,0	19,1	19,5	18,3	17,1	16,2	15,2	14,1	13,2	12,2	11,0
Inflação (IPCA)	6,2	7,1	7,0	6,7	6,5	6,0	5,6	5,5	5,0	4,7	4,3
<i>Superavit</i> proporcional ao PIB/PIB	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5
Despesa com pessoal/PIB	4,8	4,9	4,8	4,8	4,8	4,7	4,7	4,6	4,6	4,5	4,4
Despesa previdenciária/PIB	8,0	8,3	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Parcela discricionária dos gastos/PIB	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
<i>Superavit</i> primário/PIB	4,8	4,4	4,3	4,3	4,4	4,4	4,5	4,5	4,6	4,6	4,7
Dívida total/PIB	51,7	51,5	50,6	49,2	47,4	45,2	42,6	39,7	36,3	32,6	28,6
Probabilidade de crise até o ano corrente	-	0,0	0,0	0,5	0,7	1,2	1,3	1,3	1,4	1,5	1,5

Nota: ¹Valor observado.

CENÁRIO 3

Crescimento do PIB potencial = 2,5%

	2005 ¹	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Crescimento real do PIB	2,3	2,5	2,3	2,6	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5
Taxa <i>over</i> /Selic (acumulada no ano)	19,0	19,1	19,6	18,2	17,2	16,2	15,1	14,1	12,9	12,1	10,9
Inflação (IPCA)	6,2	7,1	7,0	6,8	6,4	6,2	5,7	5,3	5,0	4,7	4,4
<i>Superavit</i> proporcional ao PIB/PIB	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5
Despesa com pessoal/PIB	4,8	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9	4,9
Despesa previdenciária/PIB	8,0	8,4	8,7	8,8	8,8	8,9	9,0	9,1	9,2	9,3	9,4
Parcela discricionária dos gastos/PIB	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
<i>Superavit</i> primário/PIB	4,8	4,4	4,1	4,0	3,9	3,8	3,7	3,6	3,6	3,5	3,4
Dívida total/PIB	51,7	51,8	51,8	51,2	50,5	49,6	48,3	46,9	45,3	43,5	41,3
Probabilidade de crise até o ano corrente	-	0,0	0,1	1,5	3,6	5,4	6,9	8,0	8,6	9,1	9,3

Nota: ¹Valor observado.

CENÁRIO 4

Taxa de crescimento do número de beneficiados pela assistência social = 4,0%

	2005 ¹	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Crescimento real do PIB	2,3	2,8	2,8	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Taxa <i>over</i> /Selic (acumulada no ano)	19,0	19,1	19,3	18,2	17,2	16,1	15,1	14,0	13,0	12,0	11,1
Inflação (IPCA)	6,2	7,1	7,3	6,7	6,5	6,0	5,6	5,2	4,8	4,7	4,3
<i>Superavit</i> proporcional ao PIB/PIB	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5
Despesa com pessoal/PIB	4,8	4,9	4,9	4,9	4,8	4,8	4,8	4,8	4,7	4,7	4,7
Despesa previdenciária/PIB	8,0	8,4	8,7	8,8	8,9	8,9	9,0	9,1	9,2	9,3	9,4
Parcela discricionária dos gastos/PIB	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
<i>Superavit</i> primário/PIB	4,8	4,4	4,1	4,0	4,0	3,9	3,8	3,8	3,7	3,7	3,6
Dívida total/PIB	51,7	51,7	51,2	50,3	49,2	47,8	46,2	44,3	42,2	39,9	37,3
Probabilidade de crise até o ano corrente	-	0,0	0,1	0,5	1,7	2,6	3,2	3,6	3,9	4,2	4,4

Nota: ¹Valor observado.

CENÁRIO 5

Taxa de crescimento do número de beneficiados pela assistência social = 3,0%

	2005 ¹	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Crescimento real do PIB	2,3	2,8	2,8	3,0	3,1	3,0	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0
Taxa <i>over</i> /Selic (acumulada no ano)	19,0	19,0	19,3	18,3	17,1	16,1	15,1	14,2	13,1	12,0	10,8
Inflação (IPCA)	6,2	7,1	7,2	6,7	6,3	6,0	5,5	5,3	4,9	4,4	4,2
<i>Superavit</i> proporcional ao PIB/PIB	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5
Despesa com pessoal/PIB	4,8	4,9	4,9	4,9	4,8	4,8	4,8	4,8	4,7	4,7	4,7
Despesa previdenciária/PIB	8,0	8,3	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5	8,5
Parcela discricionária dos gastos/PIB	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
<i>Superavit</i> primário/PIB	4,8	4,4	4,3	4,3	4,3	4,3	4,4	4,4	4,4	4,5	4,5
Dívida total/PIB	51,7	51,6	50,9	49,8	48,2	46,4	44,2	41,7	38,8	35,5	31,9
Probabilidade de crise até o ano corrente	-	0,0	0,0	0,2	1,0	1,7	2,2	2,4	2,6	2,6	2,6

Nota: ¹Valor observado.

CENÁRIO 6

Crescimento real do salário mínimo = 0

	2005 ¹	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Crescimento real do PIB	2,3	2,8	2,8	3,1	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,1
Taxa <i>over</i> /Selic (acumulada no ano)	19,0	19,1	19,4	18,2	17,2	16,3	15,1	14,1	13,0	11,9	11,0
Inflação (IPCA)	6,2	7,1	7,1	6,8	6,5	6,0	5,6	5,5	5,0	4,5	4,2
<i>Superavit</i> proporcional ao PIB/PIB	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5
Despesa com pessoal/PIB	4,8	4,9	4,9	4,9	4,8	4,8	4,8	4,8	4,7	4,7	4,6
Despesa previdenciária/PIB	8,0	8,1	8,1	8,2	8,2	8,3	8,3	8,3	8,4	8,4	8,4
Parcela discricionária dos gastos/PIB	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
<i>Superavit</i> primário/PIB	4,8	4,7	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6
Dívida total/PIB	51,7	51,4	50,4	48,8	46,9	44,8	42,2	39,4	36,1	32,6	28,8
Probabilidade de crise até o ano corrente	-	0,0	0,1	0,4	0,7	1,0	1,1	1,2	1,3	1,3	1,3

Nota: ¹Valor observado.

CENÁRIO 7

Crescimento real do salário mínimo = [0,10, 0,06, 0,04...]

	2005 ¹	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Crescimento real do PIB	2,3	2,8	2,8	3,1	3,0	3,0	3,0	3,1	3,0	3,0	3,0
Taxa <i>over</i> /Selic (acumulada no ano)	19,0	19,1	19,4	18,2	17,2	16,2	15,0	13,8	13,0	12,1	10,9
Inflação (IPCA)	6,2	7,1	7,1	6,6	6,4	6,1	5,9	5,4	5,0	4,6	4,3
<i>Superavit</i> proporcional ao PIB/PIB	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5
Despesa com pessoal/PIB	4,8	4,9	4,9	4,9	4,8	4,8	4,8	4,8	4,7	4,7	4,7
Despesa previdenciária/PIB	8,0	8,4	8,6	8,7	8,9	9,1	9,2	9,4	9,6	9,7	9,9
Parcela discricionária dos gastos/PIB	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
<i>Superavit</i> primário/PIB	4,8	4,4	4,2	4,1	3,9	3,8	3,6	3,5	3,4	3,2	3,1
Dívida total/PIB	51,7	51,6	51,1	50,2	49,2	47,9	46,4	44,7	42,8	40,9	38,9
Probabilidade de crise até o ano corrente	-	0,0	0,0	0,4	1,5	2,6	3,0	3,5	3,9	4,1	4,3

Nota: ¹Valor observado.

CENÁRIO 8

***Superavit* primário = 4,6%**

	2005 ¹	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Crescimento real do PIB	2,3	2,8	2,9	3,0	3,0	3,1	3,0	3,0	3,1	3,0	3,1
Taxa <i>over</i> /Selic (acumulada no ano)	19,0	19,1	19,4	18,4	17,2	16,1	15,1	14,1	12,9	12,2	11,0
Inflação (IPCA)	6,2	7,1	7,1	6,8	6,2	5,8	5,5	5,1	4,9	4,4	4,1
<i>Superavit</i> primário/PIB	4,8	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6	4,6
Dívida total/PIB	51,7	51,5	50,5	49,0	47,2	45,1	42,6	39,8	36,6	33,2	29,4
Probabilidade de crise até o ano corrente	-	0,0	0,0	0,3	0,8	1,1	1,2	1,2	1,2	1,2	1,2

Nota: ¹Valor observado.

CENÁRIO 9

***Superavit* primário = 3,6%**

	2005 ¹	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Crescimento real do PIB	2,3	2,8	2,8	3,1	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,1	3,0
Taxa <i>over</i> /Selic (acumulada no ano)	19,0	19,1	19,4	18,3	17,1	16,1	15,2	14,1	13,0	12,0	11,0
Inflação (IPCA)	6,2	7,1	7,0	6,7	6,7	6,0	5,7	5,6	4,9	4,5	4,2
<i>Superavit</i> primário/PIB	4,8	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
Dívida total/PIB	51,7	52,5	52,6	52,4	51,7	50,7	49,6	48,0	46,1	44,0	41,6
Probabilidade de crise até o ano corrente	-	0,0	0,4	2,9	6,0	8,7	10,7	11,8	12,5	12,9	13,2

Nota: ¹Valor observado.

CENÁRIO 10

Variáveis endógenas (Selic, hiato e inflação) convergem para a média histórica

	2005 ¹	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Crescimento real do PIB	2,3	2,7	2,7	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Taxa <i>over</i> /Selic (acumulada no ano)	19,0	19,7	20,9	20,6	20,5	20,5	20,6	20,6	20,6	20,6	20,5
Inflação (IPCA)	6,2	7,3	7,7	7,5	7,6	7,6	7,6	7,5	7,6	7,6	7,7
<i>Superavit</i> proporcional ao PIB/PIB	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5	19,5
Despesa com pessoal/PIB	4,8	4,9	4,9	4,9	4,9	4,8	4,8	4,8	4,7	4,7	4,7
Despesa previdenciária/PIB	8,0	8,4	8,6	8,7	8,7	8,8	8,8	8,9	8,9	8,9	9,0
Parcela discricionária dos gastos/PIB	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8	1,8
<i>Superavit</i> primário/PIB	4,8	4,4	4,2	4,1	4,1	4,1	4,0	4,0	4,0	4,0	4,0
Dívida total/PIB	51,7	52,0	52,0	51,8	51,7	51,5	51,3	51,2	51,2	51,1	50,9
Probabilidade de crise até o ano corrente	-	0,0	0,2	2,0	5,9	9,3	13,6	17,5	20,9	24,0	26,1

Nota: ¹Valor observado.

CENÁRIO 11

Variáveis endógenas (Selic, hiato e inflação) convergem para a média histórica, *superavit* primário = 3,6%

	2005 ¹	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015
Crescimento real do PIB	2,3	2,7	2,7	2,9	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0	3,0
Taxa <i>over</i> /Selic (acumulada no ano)	19,0	19,6	20,8	20,8	20,7	20,6	20,5	20,7	20,5	20,6	20,6
Inflação (IPCA)	6,2	7,2	7,6	7,7	7,6	7,7	7,7	7,6	7,5	7,4	7,6
<i>Superavit</i> primário/PIB	4,8	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6	3,6
Dívida total/PIB	51,7	52,8	53,5	54,1	54,6	55,2	55,8	56,5	57,3	58,2	59,2
Probabilidade de crise até o ano corrente	-	0,0	0,7	6,7	15,8	24,1	31,0	36,6	41,8	46,5	50,3

Nota: ¹Valor observado.**Fontes dos dados**

Nome	Fonte	Nome	Fonte
Taxa de câmbio venda - R\$/US\$	Ipeadata	Número de benefícios emitidos	MPAS
IPCA - média trimestral	Ipeadata	Receita líquida total	TN
PIB a preços de mercado dessazonalizado	Ipeadata	Despesa com pessoal e encargos sociais	TN
Taxa de juros <i>over</i> /Selic - % a.t.	Ipeadata	Benefícios previdenciários	TN
Dívida interna líquida do setor público - R\$ milhões	Ipeadata	Despesas de custeio e capital	TN
Dívida externa líquida do setor público - R\$ milhões	Ipeadata	Despesa com benefícios assistenciais - Loas e RMV	TN
M 0 - base monetária restrita - R\$ milhões	Ipeadata	Outras despesas de custeio e capital	TN
PIB a preços de mercado - R\$ milhões	Ipeadata	Transferência do Tesouro ao BCB	TN
NFSP - conceito primário - total: R\$ milhões	Ipeadata	Despesas do BCB	TN
NFSP - conceito primário - estatais: R\$ milhões	Ipeadata	Ajuste metodológico	TN
NFSP - conceito primário - estados e municípios: R\$ milhões	Ipeadata	Discrepância estatística	TN
Salário mínimo nominal - R\$ - média	Ipeadata		

REFERÊNCIAS

BEVILAQUA, A.; GARCIA, M. Debt management in Brazil: evaluation of the Real Plan and challenges ahead. **International Journal of Finance and Economics**, Jan. 2002.

GARCIA, M.; RIGOBON, R. **A risk management approach to emerging market's sovereign debt sustainability with an application to Brazilian data**. Rio de Janeiro, PUC, mar. 2004. (Texto para Discussão, n. 484).

GIAMBIAGI, F. **A política fiscal do governo Lula em perspectiva histórica: qual é o limite para o aumento do gasto público?** Rio de Janeiro: Ipea, jan. 2006.

A EFETIVIDADE DO SALÁRIO MÍNIMO COMO UM INSTRUMENTO PARA REDUZIR A POBREZA NO BRASIL¹

Ricardo Paes de Barros²

Mirela de Carvalho³

Samuel Franco⁴

1 INTRODUÇÃO

O objetivo deste capítulo é apresentar uma avaliação da relativa efetividade do salário mínimo (SM) como um instrumento de combate à pobreza. Para isso, contrastamos o custo e o impacto sobre a pobreza de aumentos no SM com os correspondentes de uma expansão no programa Bolsa Família. Mais especificamente, um procedimento em dois passos foi adotado. No primeiro, estimamos o custo e o impacto sobre a pobreza de um aumento de 10% no SM. No segundo, estimamos qual seria o custo de uma expansão dos benefícios do Bolsa Família que traria o mesmo impacto sobre a pobreza. Como, por construção, nos dois casos, o impacto sobre a pobreza é o mesmo, a comparação direta dos custos nos informa sobre a relativa efetividade dessas duas alternativas no combate à pobreza. Aquela com menor custo será a mais efetiva. Esse procedimento é utilizado tanto para avaliar a relativa efetividade do SM no combate à pobreza como também no combate à extrema pobreza.

2 METODOLOGIA

2.1 Natureza das simulações

O custo e o impacto de aumentos no SM foram obtidos por simulação com base nas informações da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (Pnad) de 2004. Com vistas a facilitar a exposição, centramos a atenção num aumento específico no SM de 10%. As estimativas da relação custo-efetividade assim obtidas são, entretanto, muito pouco sensíveis a mudanças na magnitude do aumento considerado. Para realizar esta simulação, é necessário definir o que muda e o que permanece inalterado após o aumento no SM.

1. Este anexo foi publicado originalmente como Nota Técnica do Boletim de Conjuntura nº 74, de setembro de 2006.

2. Técnico de planejamento e pesquisa do Ipea.

3. Pesquisadora do Ipea.

4. Pesquisador do Ipea.

2.1.1 O que muda

Para efeito desta simulação, consideramos apenas três dos potenciais canais pelos quais aumentos no SM podem afetar a renda familiar. Em primeiro lugar, assumimos que, devido a sua compulsoriedade no setor formal, aumentos no SM elevam o piso salarial dos empregados formais.^{5,6} Em segundo lugar, assumimos que a remuneração de todos os empregados sem carteira de trabalho assinada com remuneração próxima ao SM está indexada a ele.⁷ Vale ressaltar que não levamos em consideração qualquer impacto que o SM possa ter sobre a remuneração dos trabalhadores por conta própria. Por fim, assumimos que o piso dos benefícios previdenciários encontra-se perfeitamente indexado ao SM.⁸

2.1.2 O que não muda

É evidente que, com esse procedimento, não se esgotam necessariamente todos os impactos que um aumento no SM pode vir a ter. Devido a seu papel indexador, aumentá-lo pode gerar impacto sobre a remuneração de trabalhadores formais e informais que recebem valores múltiplos do SM. Por sua vez, também pode haver redução no emprego, elevação na informalidade e indução a aumentos em vários preços, e daí a aumentos reais de salário inferiores aos nominais. Nenhum desses efeitos foi levado em consideração nas simulações realizadas neste estudo. Na medida em que essas mudanças, na sua maioria, tenderiam a mitigar o impacto de um aumento do SM, as estimativas aqui obtidas podem ser consideradas como sobrestimativas do seu verdadeiro impacto.

2.2 Medidas utilizadas de pobreza e extrema pobreza

O impacto de aumentos no SM sobre a pobreza e a extrema pobreza é medido pela queda na insuficiência agregada de renda dos grupos pobres e extremamente pobres, respectivamente. Por insuficiência agregada de renda, entendemos o volume mínimo de recursos que seria necessário transferir aos pobres e extremamente pobres para que todos atingissem um nível de renda igual à linha de pobreza ou de extrema pobreza.

Tomando uma média das diversas linhas de extrema pobreza e pobreza regionais, chegamos aos valores de R\$ 77 e R\$ 154 respectivamente.

5. Os empregados formais incluem os empregados com carteira de trabalho assinada, os militares e os funcionários públicos estatutários.

6. Mais especificamente, assumimos que todos os empregados formais que recebiam remunerações entre o antigo e o novo SM tiveram sua remuneração elevada ao novo SM. Para aqueles poucos com remuneração inicial abaixo do antigo SM, a remuneração final é 10% maior que a inicial. Para aqueles com remuneração inicial acima do novo SM, a remuneração final é igual à inicial.

7. Assumimos que todos os empregados sem carteira que recebiam remunerações entre o antigo e o novo SM tiveram sua remuneração elevada ao novo SM. Para aqueles com remuneração inicial abaixo do antigo SM ou acima do novo SM, a remuneração final é mantida igual à inicial.

8. Assumimos que todas as pensões e aposentadorias públicas (instituto de previdência ou governo federal) com valores entre o antigo e o novo SM tiveram sua remuneração elevada ao novo SM. Para aqueles poucos com benefício inicial abaixo do antigo SM, o benefício final é 10% maior que o inicial. Para aqueles com benefício inicial acima do novo SM, o benefício final é igual ao inicial.

Atualmente, a insuficiência de renda anual dos pobres brasileiros é igual a R\$ 53,6 bilhões. No caso da extrema pobreza, a insuficiência de renda é de R\$ 10 bilhões anuais. A medida de impacto utilizada consiste em verificar em quanto essa insuficiência de renda seria reduzida por aumentos no SM ou por expansões no Bolsa Família.

Uma medida alternativa de impacto seria considerar a variação no número de pobres e de extremamente pobres decorrente de aumentos no SM. Entretanto, como nem sempre o impacto sobre a renda familiar *per capita* dos beneficiários é suficiente para fazer com que eles ultrapassem as linhas de pobreza ou extrema pobreza, essa medida, caso fosse utilizada, computaria apenas uma parcela do impacto. Caso aumentos no SM apenas aproximassem a renda das famílias pobres da linha de pobreza, seu impacto medido pela variação no número de pobres seria nulo. Por esse motivo, tal medida de pobreza não foi a utilizada.

3 RESULTADOS

Um aumento de 10% no SM – incluindo o impacto sobre os empregados formais e informais com remuneração próxima ao SM e sobre o piso previdenciário – elevaria a massa salarial em R\$ 2,5 bilhões ao ano (a.a.) e o volume de benefícios previdenciários em R\$ 3,3 bilhões a.a. e, portanto, aumentaria a renda das famílias em R\$ 5,8 bilhões a.a. (tabelas 1 e 2).

TABELA 1
Sensibilidade da pobreza a mudanças no salário mínimo e no benefício do Programa Bolsa Família

Simulações	Renda total das famílias (R\$ milhões)	O impacto sobre a renda total das famílias (R\$ milhões)	Insuficiência de renda das famílias pobres (R\$ milhões)	Impacto sobre a insuficiência de renda das famílias pobres (R\$ milhões)	Efetividade: impacto sobre a insuficiência de renda das famílias pobres como percentagem do impacto sobre a renda de todas as famílias (%)	Impacto da insuficiência de renda das famílias pobres (%)
Situação atual (2004)	829.004	-	53.568	-	-	-
Impacto de 10% de aumento no rendimento de empregados com carteira e funcionários públicos próximos ao mínimo	830.303	1.299	53.092	475	37	0,9
Impacto de 10% de aumento no rendimento de empregados sem carteira próximos ao mínimo	830.186	1.182	53.140	428	36	0,8
Impacto de 10% de aumento nos benefícios previdenciários próximos ao mínimo	832.282	3.278	52.879	688	21	1,3

(Continua)

(Continuação)

Simulações	Renda total das famílias (R\$ milhões)	O impacto sobre a renda total das famílias (R\$ milhões)	Insuficiência de renda das famílias pobres (R\$ milhões)	Impacto sobre a insuficiência de renda das famílias pobres (R\$ milhões)	Efetividade: impacto sobre a insuficiência de renda das famílias pobres como percentagem do impacto sobre a renda de todas as famílias (%)	Impacto da insuficiência de renda das famílias pobres (%)
Impacto de 10% de aumento no rendimento dos empregados sem carteira, empregados com carteira e funcionários públicos e nos benefícios previdenciários próximos ao mínimo	834.763	5.759	51.986	1.582	27	3,0
Impacto de um aumento de 52% no benefício do Programa Bolsa Família por família ao mês	831.267	2.263	51.979	1.589	70	3,0

Obs.: o conceito de renda utilizado inclui aluguel imputado e um ajuste nas rendas de transferências.

TABELA 2

Sensibilidade da extrema pobreza a mudanças no salário mínimo e no benefício do Programa Bolsa Família

Simulações	Renda total das famílias (R\$ milhões)	O impacto sobre a renda total das famílias (R\$ milhões)	Insuficiência de renda das famílias extremamente pobres (R\$ milhões)	Impacto sobre a insuficiência de renda das famílias extremamente pobres (R\$ milhões)	Efetividade: impacto sobre a insuficiência de renda das famílias extremamente pobres como percentagem do impacto sobre a renda de todas as famílias (%)	Impacto da insuficiência de renda das famílias extremamente pobres (%)
Situação atual (2004)	829.004	-	10.010	-	-	-
Impacto de 10% de aumento no rendimento de empregados com carteira e funcionários públicos próximos ao mínimo	830.303	1.299	9.906	104	8	1,0
Impacto de 10% de aumento no rendimento de empregados sem carteira próximos ao mínimo	830.186	1.182	9.913	97	8	1,0
Impacto de 10% de aumento nos benefícios previdenciários próximos ao mínimo	832.282	3.278	9.900	110	3	1,1
Impacto de 10% de aumento no rendimento dos empregados sem carteira, empregados com carteira e funcionários públicos e nos benefícios previdenciários próximos ao mínimo	834.763	5.759	9.701	309	5	3,1
Impacto de um aumento de 20% no benefício do Programa Bolsa Família por família ao mês	829.875	870	9.715	294	34	2,9

Obs.: o conceito de renda utilizado inclui aluguel imputado e um ajuste nas rendas de transferências.

3.1 Impacto sobre a pobreza

Conforme a tabela 1 revela, menos de 30% desse aumento no SM beneficiaria as famílias pobres, levando a que a insuficiência de renda desse grupo declinasse em apenas R\$ 1,6 bilhão a.a. Esse mesmo impacto sobre a pobreza poderia ser alcançado por um aumento de pouco mais de 50% nos benefícios do programa Bolsa Família. Nesse caso, o custo adicional do programa seria de apenas R\$ 2,3 bilhões a.a. Como 70% desse aumento beneficiaria os pobres, a insuficiência agregada de renda desse grupo seria reduzida em R\$ 1,6 bilhão, exatamente o mesmo efeito que teria um aumento de 10% no SM. O custo dessa expansão, entretanto, seria apenas 40% do necessário para financiar um aumento de 10% no SM. Portanto, o Bolsa Família é um instrumento 2,5 vezes mais efetivo que o SM no combate à pobreza. O SM necessita de 2,5 vezes os recursos do Bolsa Família para ter o mesmo impacto sobre a pobreza.

3.2 Impacto sobre a extrema pobreza

Embora um aumento de 10% no SM eleve a renda anual das famílias em R\$ 5,8 bilhões, apenas 5% desse total irá beneficiar as famílias extremamente pobres, levando a que a insuficiência de renda desse grupo decline em apenas R\$ 300 milhões a.a. (tabela 2). O mesmo resultado poderia ser alcançado por um aumento de 20% nos benefícios do programa Bolsa Família. Nesse caso, apesar de o custo adicional dos programas ser de apenas R\$ 900 milhões a.a., a insuficiência de renda dos extremamente pobres seria reduzida em R\$ 300 milhões, como no caso de um aumento de 10% no SM. Portanto, com pouco mais de um sétimo dos recursos requeridos por um aumento de 10% no SM, o programa é capaz de alcançar a mesma redução na extrema pobreza, indicando que o Bolsa Família é quase sete vezes mais efetivo que o SM no combate à extrema pobreza.

4 FATORES QUE LIMITAM A EFETIVIDADE DO SALÁRIO MÍNIMO COMO INSTRUMENTO DE COMBATE À POBREZA

Aumentos no SM beneficiam as famílias que têm empregados com remuneração próxima ao SM e as famílias com idosos que recebem previdência. Assim, o impacto de aumentos no SM sobre a pobreza e a desigualdade depende da posição dessas famílias na distribuição de renda nacional. Quanto mais pobres forem as famílias beneficiárias, maior deverá ser o impacto de aumentos no SM sobre a pobreza.

Nesta última seção, buscamos identificar a posição que as famílias beneficiárias de aumentos no SM ocupam na distribuição de renda nacional. Esta análise demonstra que o impacto do SM sobre a pobreza tende a ser limitado precisamente porque as famílias que dele se beneficiam não se encontram entre as mais pobres do país.

4.1 Poucos empregados com ou sem carteira recebendo remuneração próxima ao mínimo são pobres e poucas famílias pobres têm trabalhadores desse tipo

A tabela 3 revela que tanto os empregados formais como os sem carteira com remuneração próxima ao SM não pertencem, em geral, às famílias mais pobres do país. De fato, apenas 6% desses trabalhadores encontram-se em famílias extremamente pobres e cerca de 30% em famílias pobres. Por conseguinte, quase 70% dos benefícios de um aumento no SM via mercado de trabalho não chegam aos mais pobres e quase 95% não chegam às famílias extremamente pobres.

TABELA 3

Empregados com remuneração próxima ao mínimo que estão em famílias pobres e extremamente pobres
(Em %)

Indicadores	Pobres	Extremamente pobres
Empregado formal (com carteira ou estatutário)	31,8	6,5
Empregado sem carteira	29,7	6,4
Empregado formal (com carteira ou estatutário)	30,9	6,4

Fonte: IBGE (2004).

Obs.: foram consideradas como remuneração próxima ao salário mínimo (SM) aquelas com valor entre 1 e 1,05.

Mas o impacto sobre a pobreza e a desigualdade depende não apenas de quantos empregados com remuneração próxima ao SM são pobres, mas também, acima de tudo, depende de quantas famílias pobres e extremamente pobres têm ao menos um empregado com tal nível de remuneração. Conforme a tabela 4 revela, apenas 8% das famílias pobres têm ao menos um empregado formal que recebe remuneração próxima ao SM e menos de 15% têm no mínimo um empregado formal ou informal com esse nível de remuneração. Como apenas a pobreza das famílias beneficiadas pode ser reduzida diretamente por aumentos no SM, segue-se que o impacto dessa política sobre a pobreza não poderia deixar de ser limitado.

TABELA 4

Famílias pobres com ao menos um empregado com remuneração próxima ao mínimo
(Em %)

Indicadores	Famílias
Empregado formal (com carteira ou estatutário)	8,3
Empregado sem carteira	6,2
Empregado formal (com carteira ou estatutário)	14,2

Fonte: IBGE (2004).

Obs.: foram consideradas como remuneração próxima ao SM aquelas com valor entre 1 e 1,05.

4.2 Poucas famílias pobres têm idosos

Como vimos, cerca da metade do impacto do SM sobre a renda das famílias decorre do aumento no piso previdenciário. Assim, quanto maior a presença de idosos entre as famílias pobres, maior deverá ser o impacto do SM sobre a pobreza.

Apesar disso, apenas 6% das famílias pobres e menos de 3% das extremamente pobres têm a presença de ao menos um idoso (tabela 5). Por esse motivo, conforme ilustra a tabela 1, apenas 21% do aumento nos benefícios previdenciários decorrentes de um aumento no SM beneficiam as famílias pobres.

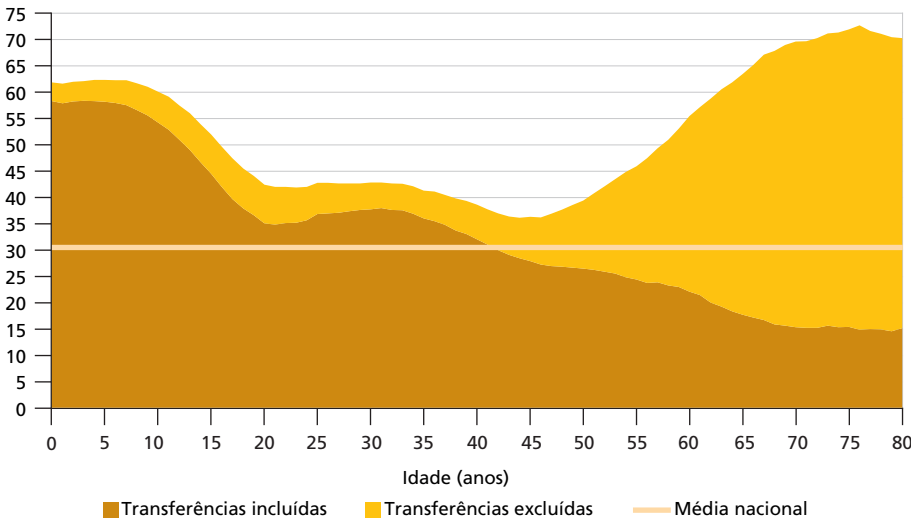
A baixa presença de idosos nas famílias pobres brasileiras decorre em parte da pequena participação desse grupo na população, mas principalmente da pequena incidência de pobreza entre eles. Enquanto, cerca de um terço da população brasileira e cerca de 60% das crianças vivem em famílias pobres, apenas 15% dos idosos vivem em famílias nessa situação (gráfico 1).

TABELA 5
Famílias pobres e extremamente pobres com pelo menos um idoso ou uma criança
(Em %)

Situação da família	Com pelo menos um idoso (mais de 64 anos)	Com pelo menos uma criança (menos de 15 anos)
Pobre	5,9	79,4
Extremamente pobre	2,5	82,1

Fonte: IBGE (2004).

GRÁFICO 1
Perfil etário da pobreza quando as transferências governamentais são incluídas e excluídas
(Em % de pobres)



Fonte: IBGE (2003).

5 CONCLUSÕES

Embora o SM possa ter outros objetivos, em geral, toma-se como sua principal meta a redução da pobreza. Nesse caso, o SM é apenas um instrumento e, portanto, sua utilidade depende de ele ser, no leque de instrumentos disponíveis, aquele com a melhor relação custo-efetividade.

Neste estudo confrontamos a efetividade do SM no combate à pobreza com a do Bolsa Família. Mais especificamente, comparamos o custo de um aumento de 10% no SM com os das expansões do Bolsa Família capazes de obter o mesmo impacto sobre a pobreza.

Todas as estimativas de custo e impacto são obtidas com base em simulações que utilizam a Pnad de 2004. Ao simularmos um aumento no SM, consideramos não só o seu impacto sobre a remuneração dos empregados formais com remuneração próxima ao SM, mas também a indexação informal da remuneração dos empregados sem carteira com remuneração próxima ao SM e a indexação formal do piso previdenciário. Não levamos em consideração qualquer indexação dos salários dos empregados formais e informais acima do SM nem dos informais abaixo do SM, tampouco o impacto que o aumento no SM poderia ter sobre a renda dos trabalhadores por conta própria. Eventuais impactos que mudanças no SM possam ter sobre o nível de emprego, a taxa de desemprego, o grau de informalidade e a inflação também não foram levados em conta. Ao desconsiderar os impactos sobre o desemprego, a inflação e os salários acima do SM, as estimativas obtidas devem tender a sobrestimar o real impacto do SM sobre o grau de desigualdade e possivelmente também sobre o grau de pobreza.

Os resultados obtidos são bastante negativos, revelando o SM como um instrumento muito pouco efetivo no combate à pobreza e, em particular, no combate à extrema pobreza. De fato, encontramos que o Bolsa Família é 2,5 mais efetivo que o SM para reduzir a pobreza e quase sete vezes mais efetivo para reduzir a extrema pobreza. Isto é, com 40% dos recursos gastos com um aumento no SM, o Bolsa Família é capaz de alcançar a mesma redução na pobreza. No caso da extrema pobreza, o Bolsa Família necessita apenas de 15% dos recursos gastos com um aumento no SM para atingir a mesma redução.

A baixa efetividade do SM não é surpreendente. Uma vez que, entre as famílias pobres, menos de 15% têm ao menos um empregado formal ou informal com remuneração próxima ao SM e que apenas 6% têm um idoso, como poderia o SM ter um impacto significativo sobre a pobreza? Menos de 10% dos empregados com remuneração próxima ao SM vivem em famílias extremamente pobres e 30% em famílias pobres. Apenas 22% desses empregados são chefes de uma família pobre (tabela 6). Ora, se a maioria dos empregados e aposentados que recebem remuneração próxima ao SM não vive em famílias pobres e se a maioria das famílias

pobres não tem idosos nem empregados com remuneração próxima ao SM, como poderia um aumento no SM ser efetivo no combate à pobreza e à desigualdade?

O fator determinante do sucesso do Bolsa Família é o foco nas crianças. Como 80% das famílias pobres têm crianças, todo programa de transferência centrado nelas terá naturalmente um alto grau de efetividade no combate à pobreza e à desigualdade. O Bolsa Família, ao contrário do salário-família, tem a vantagem adicional de cobrir famílias com trabalhadores desempregados ou fora do setor formal da economia. Daí a maior efetividade do Bolsa Família em relação ao salário-família.

TABELA 6

Empregados que são chefes de família e que são chefes de família e recebem remuneração próxima ao mínimo
(Em %)

Indicadores	Chefe de família	Chefe de família pobre
Empregado formal (com carteira ou estatutário)	40	21
Empregado sem carteira	38	19
Empregado formal (com carteira ou estatutário)	39	20

Fonte: IBGE (2004).

Obs.: considerou-se como remuneração próxima ao SM aquelas com valor entre 1 e 1,05.

REFERÊNCIAS

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) 2004**. IBGE, 2003.
_____. **Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) 2004**. IBGE, 2004.

ESTIMATIVA DO PRODUTO POTENCIAL PARA A ECONOMIA BRASILEIRA: ATUALIZAÇÃO UTILIZANDO O SISTEMA DE CONTAS NACIONAIS REFERÊNCIA 2000^{1,2}

José Ronaldo de Castro Souza Júnior³

1 INTRODUÇÃO

O Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) realizou recentemente importante revisão metodológica no Sistema de Contas Nacionais (SCN), alterando de forma significativa os valores do produto interno bruto (PIB) e de seus componentes.⁴ Destacam-se, no período recente, o aumento da taxa de crescimento do PIB e a redução da taxa de investimento. Com base nessa revisão, este capítulo atualiza as estimativas do produto potencial e mostra que os novos dados permitem captar um aumento significativo da produtividade total dos fatores (PTF) no período mais recente.

2 CONCEITO E IMPORTÂNCIA

O produto potencial é uma variável macroeconômica da maior importância, seja para avaliações quanto às possibilidades de crescimento econômico no médio e no longo prazos, seja para as análises conjunturais. Os responsáveis pela política econômica precisam monitorar o desempenho da economia e conhecer seu potencial de crescimento, controlando para o efeito das variações cíclicas. É importante distinguir os aumentos do PIB que se devem exclusivamente aos choques de demanda – em geral, de efeitos transitórios e, possivelmente, inflacionários – daqueles que resultam de um crescimento concomitante da capacidade de oferta. Analogamente, é preciso distinguir se uma determinada redução do crescimento do PIB é resultado de um choque negativo de demanda – possivelmente deflacionário – ou de um choque negativo de oferta que poderia acelerar a inflação. Assim, tanto do ponto de vista

1. Este anexo foi publicado originalmente como Nota Técnica do Boletim de Conjuntura nº 77, de junho de 2007.

2. O autor agradece as valiosas sugestões de Fabio Giambiagi, Eustáquio J. Reis, Paulo Levy e Regis Bonelli, eximindo-os dos eventuais equívocos remanescentes.

3. Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

4. A nova metodologia do SCN (Referência 2000) foi aplicada integralmente aos dados do ano 2000 em diante. Os índices trimestrais de volume do SCN, no entanto, foram recalculados por um procedimento de retropolação para o período 1991-1999.

da gestão macroeconômica, notadamente das políticas monetária e fiscal, como da estratégia de crescimento, torna-se relevante contar com medidas atualizadas e fidedignas sobre os ciclos econômicos e o potencial produtivo da economia brasileira.

Por ser uma variável não observável, há diferentes abordagens para se definir e se estimar o produto potencial. Neste trabalho, o produto potencial será definido como a capacidade de produção de bens e serviços da economia em níveis que não geram pressões inflacionárias. Dessa forma, é um conceito mais econômico do que físico, embora dependa da capacidade produtiva em sentido estrito, isto é, aquela capacidade determinada pelo estoque de máquinas, equipamentos, construções, mão de obra e pela produtividade deles. No longo prazo, o PIB efetivo não pode crescer a taxas médias mais elevadas que as do produto potencial. Isso significa que o crescimento da economia pode ser maior ou menor do que o crescimento potencial no curto prazo, mas, na média para períodos mais longos esses dois indicadores devem coincidir.

3 METODOLOGIA

Na literatura internacional, a função de produção é a metodologia mais utilizada para o cálculo do produto potencial.⁵ Dado que o produto potencial deve refletir o *lado da oferta* da economia, uma forma intuitiva de estimá-lo é especificar a função de produção e estimar o valor do produto supondo que todos os fatores da economia sejam plenamente utilizados.

Em geral, supõe-se que a estrutura produtiva da economia seja representada pela função Cobb-Douglas com retornos constantes de escala:

$$Y_t = A_t (K_t C_t)^\alpha [L_t (1 - U_t)]^{(1-\alpha)} \quad (1)$$

onde $0 \leq \alpha \leq 1$, Y é o PIB efetivo, K_t representa o estoque de capital, L_t é a população economicamente ativa (PEA) e A_t é a PTF. O estoque de capital, K_t , é corrigido por algum indicador do nível de utilização da capacidade instalada (Nuci), denominado C_t , para representar os serviços do capital efetivamente empregados. O mesmo deve ser feito em relação ao fator trabalho, que é corrigido pela taxa de desemprego, U_t . Antes de se estimar o PIB potencial, porém, é necessário estimar a PTF:

$$\ln A_t = -\alpha \ln(K_t C_t) - (1-\alpha) \ln[L_t (1 - U_t)] + \ln Y_t \quad (2)$$

5. Essa metodologia é empregada por importantes instituições como o Fundo Monetário Internacional (FMI) (De Masi, 1997); a Organização para Cooperação e Desenvolvimento Econômico (OCDE) (Giorno *et al.*, 1995); a Comissão Europeia (Denis, Mc Morrow e Roeger, 2002); o Banco Central Europeu (BCE) (Willman, 2002); e o Congressional Budget Office (CBO, 2001) dos Estados Unidos. A abordagem da função de produção também foi recomendada por um grupo de especialistas, liderados por Jean Philippe Cotis, do Comitê de Política Econômica, em inglês Economic Policy Committee (EPC, 2001), da Comissão Europeia, formado para revisar as metodologias de estimação do produto potencial.

O próximo passo consiste em estimar os níveis potenciais – ou de pleno emprego – de cada insumo e decompor a PTF por um método estatístico (no caso, o filtro Hodrick-Prescott) a fim de se encontrar seu componente de tendência. Chega-se, então, ao produto potencial pela função de produção:

$$\bar{Y}_t = \bar{A}_t \left(K_t \bar{C}_t \right)^\alpha \left[L_t \left(1 - \bar{U}_t \right) \right]^{(1-\alpha)}$$

(3)

A metodologia adotada para se calcular a função de produção, assim como os dados relativos à oferta de mão de obra, ao estoque de capital e aos níveis de desemprego e de utilização da capacidade instalada médios da economia brasileira são descritos de forma detalhada por Souza Júnior (2005).

4 FONTES DO CRESCIMENTO ECONÔMICO DE 1992 A 2006

Como já destacado, antes de se chegar ao PIB potencial, é preciso estimar a PTF. A tabela 1 e os gráficos 1 e 2 mostram o desempenho da produtividade da economia brasileira, no período 1992-2006, estimado com base no SCN Referência 1985 (antigo) e no SCN Referência 2000 (novo) a partir dos dados trimestrais. Mostram também a contribuição de cada fator de produção (capital e trabalho) para o crescimento econômico do período.

TABELA 1
Contribuições para o crescimento econômico entre trimestres, por período (Em%)

	Capital Kt Ct		Trabalho Lt (1 – Ut)		PTF At		PIB (soma)	
	SCN 1985	SCN 2000	SCN 1985	SCN 2000	SCN 1985	SCN 2000	SCN 1985	SCN 2000
1992 T1 – 1997 T4 (composição)	1,72	1,41	0,67	0,77	1,35	1,69	3,74	3,87
Crescimento dos fatores	3,60	3,51	1,24	1,24	1,35	1,69		
1998 T1 – 2003 T3 (composição)	0,74	0,50	1,05	1,22	-0,45	-0,16	1,35	1,56
Crescimento dos fatores	1,58	1,25	2,04	2,04	-0,45	-0,16		
2003 T4 – 2006 T4 (composição)	1,33	1,14	1,31	1,49	0,94	1,67	3,59	4,30
Crescimento dos fatores	2,73	2,82	2,45	2,44	0,94	1,67		

Obs.: taxas dessazonalizadas anualizadas.

GRÁFICO 1

PTF: referência 1985 versus SCN referência 2000

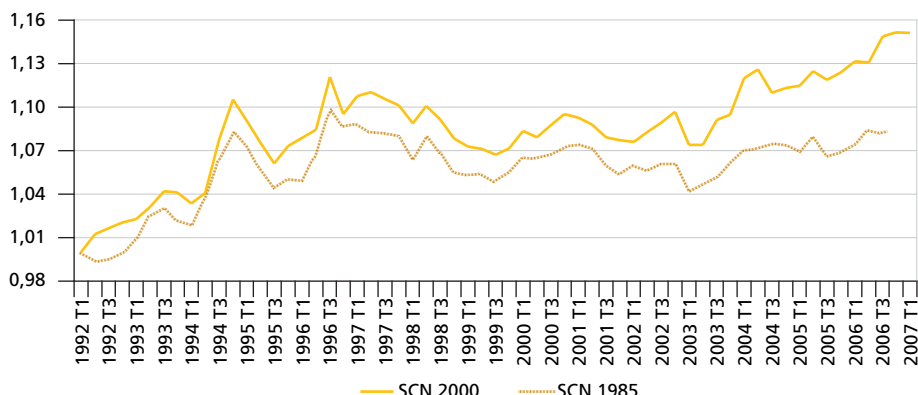
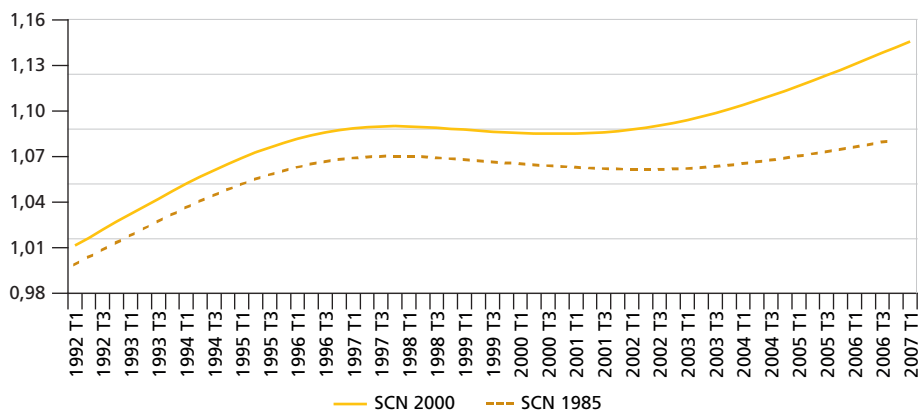


GRÁFICO 2

Tendência da PTF (filtro Hodrick-Prescott): referência 1985 versus SCN referência 2000

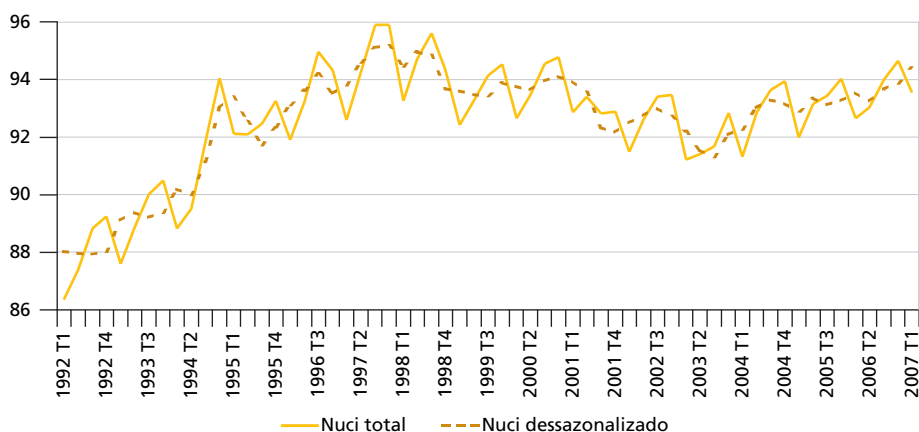


No primeiro período (1992-1997), de acordo com o SCN Referência 2000, a produtividade foi o que deu a maior contribuição ao crescimento, sendo responsável por mais de 40% do total. A abertura da economia brasileira verificada na década de 1990 e a utilização da chamada “âncora cambial” para o controle da inflação, entre 1994 e 1998, afetaram negativamente o mercado de trabalho. A necessidade de elevação da produtividade com o objetivo de tornar os produtos nacionais mais competitivos em relação aos produtos importados gerou uma pressão para o aumento do desemprego e pode ter motivado a baixa contribuição da mão de obra.

O período seguinte, de 1998 ao terceiro trimestre de 2003, caracterizou-se pelo baixo crescimento da economia, pela forte queda da formação bruta de capital fixo (FBCF) e pela reversão da tendência de alta da produtividade. A população ocupada, por sua vez, passou a crescer mais. Cabe ressaltar que houve uma redução da taxa de crescimento do estoque de capital utilizado no SCN Referência 2000, comparado ao SCN Referência 1985. Apesar disso, a taxa média de crescimento do PIB aumentou e, portanto, a queda da produtividade foi reduzida.

A partir do último trimestre de 2003, verificou-se uma aceleração do crescimento econômico, com ganho ainda maior do pessoal empregado e nova reversão da tendência da produtividade. A revisão da metodologia de cálculo do PIB feita pelo IBGE revelou que essa reversão de tendência foi significativamente maior que a que se estimava anteriormente, como evidenciado pelos gráficos 1 e 2. No período do último trimestre de 2003 ao final de 2006, a produtividade da economia brasileira cresceu a uma taxa média similar à do período 1992-1997. A tendência da produtividade, que é estimada pelo filtro Hodrick-Prescott e será usada para se calcular o produto potencial, apresenta um crescimento de 1,3% ao ano (a.a.) no final do período no SCN Referência 2000, enquanto, no SCN Referência 1985, esse crescimento era de apenas 0,6% a.a. A taxa de investimentos mais baixa, por seu turno, resultou numa redução da contribuição do capital para o crescimento econômico. Aliás, a contribuição do capital foi influenciada positivamente pela ocupação da capacidade ociosa a partir do quarto trimestre de 2003, como pode ser visto no gráfico 3.

GRÁFICO 3
Nuci: média da economia



Elaboração do autor.

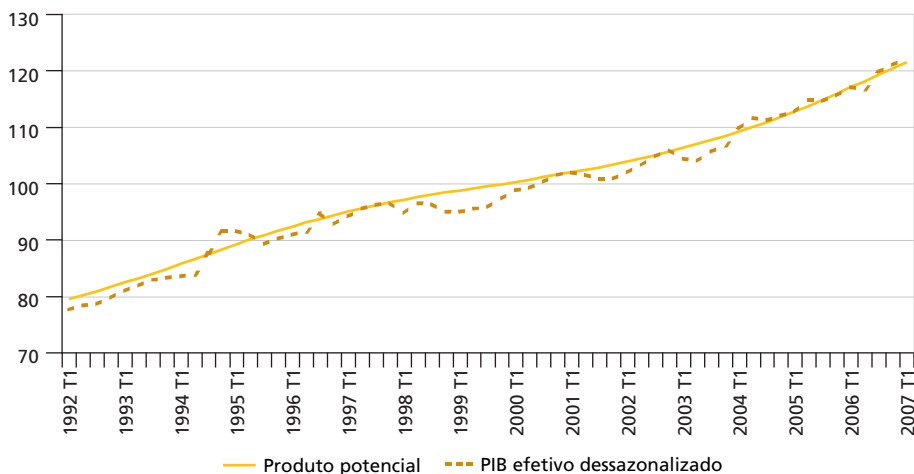
5 PRODUTO POTENCIAL

Os resultados finais das estimativas do produto potencial e do hiato de produto são mostrados nos gráficos 4 e 5. A tabela 2 do anexo mostra uma comparação entre as taxas de crescimento do produto potencial, do estoque de capital, da produtividade e do PIB a preços de mercado, utilizando alternativamente o SCN Referência 1985 e o novo SCN Referência 2000.

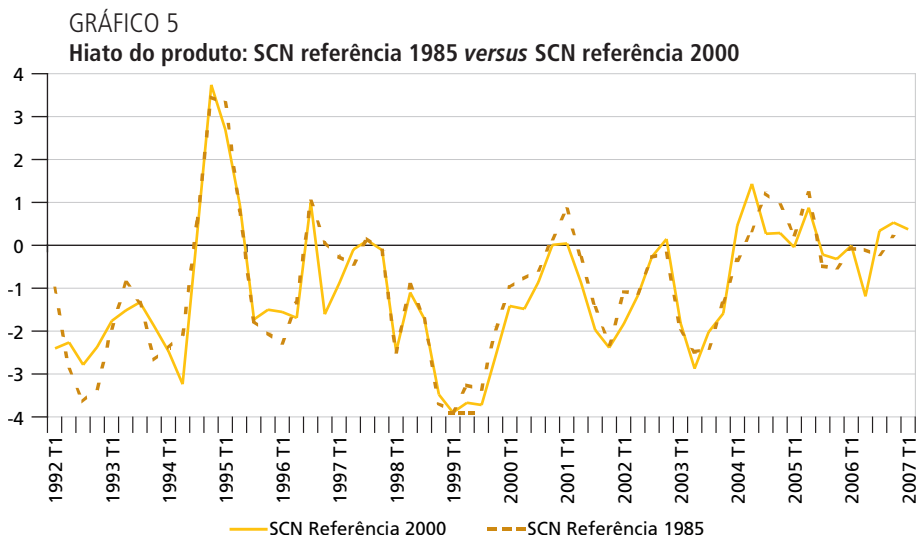
O desempenho do hiato apresentou poucas mudanças com a atualização dos dados do SCN. Os resultados continuam indicando que o PIB brasileiro estava próximo ou acima de seu potencial no período após o Plano Real até o final de 1997, do final de 2000 ao início de 2001, no final de 2002 e após a recuperação da economia iniciada no final de 2003. Nos demais períodos, o produto distanciou-se de seu potencial devido à implementação de políticas econômicas restritivas e, em 2001, em virtude de um choque negativo de oferta (de energia elétrica). A elevação da taxa de juros ocorrida em 2004, no entanto, não gerou uma redução do crescimento econômico tão acentuada quanto a que se verificou em períodos anteriores. Essa política restritiva iniciada em 2004 ajudou a conter a alta da inflação, mas não gerou uma capacidade ociosa suficiente que permitisse um crescimento econômico a taxas mais elevadas que as taxas de crescimento do produto potencial por um longo período.

GRÁFICO 4

Produto potencial versus PIB efetivo dessazonalizado
(Índice PIB de 2000 = 100)



Fonte: IBGE.
Elaboração do autor.



6 CONCLUSÕES

A revisão metodológica que o IBGE fez no SCN resultou em alterações mais expressivas somente no período mais recente, de vez que a revisão completa foi feita apenas nos dados do período a partir de 2000. O produto potencial, principalmente a partir de 2004, apresenta um desempenho melhor do que indicavam as estimativas feitas anteriormente com base no SCN Referência 1985. Essa melhora deve-se fundamentalmente ao aumento da produtividade. Ou seja, os dados revisados mostraram que o PIB e a capacidade produtiva cresceram mais do que os estimados anteriormente, apesar da redução da taxa de investimento.

Outra questão importante a ser destacada é o desempenho do hiato do produto, que está variando, nos últimos trimestres, em torno de zero. Isso indica que não há capacidade ociosa suficiente para sustentar um crescimento a taxas mais elevadas que a taxa de crescimento do produto potencial por vários períodos seguidos sem gerar riscos inflacionários. Portanto, para que o PIB possa crescer, de forma sustentável, em torno de 4,5% e 5% nos próximos anos, será necessário estimular o aumento da produtividade e dos investimentos.

REFERÊNCIAS

CBO – CONGRESSIONAL BUDGET OFFICE. **CBO's method for estimating potential output**: an update. Washington, 2001. 43 p.

DE MASI, P. R. **IMF estimates of potential output**: theory and practice. Washington: International Monetary Fund, 1997, 13p. (IMF Working Paper, n. 97/177).

DENIS, C.; Mc MORROW, K.; ROEGER, W. **Production function approach to calculating potential growth and output gaps**: estimates for the EU member states and the US. Brussels: European Commission, 2002. 82p. (Economic Papers, n. 176).

EPC – ECONOMIC POLICY COMMITTEE. **Report on potential output and output gap**. Brussels: European Commission, 2001. 10 p.

GIORNO, C.; RICHARDSON, P.; ROSEVEARE, D.; VAN DEN NOORD, P. **Estimating potential output, output gaps and structural budget balances**. Paris: Organization for Economic Co-Operation and Development (OECD), 1995. 53p. (Working Paper, n. 152).

SOUZA JÚNIOR, J. R. C. **Produto potencial**: conceitos, métodos de estimação e aplicação à economia brasileira. Rio de Janeiro: Ipea, 2005. (Texto para Discussão, n. 1130).

_____. Cenários para o crescimento do produto potencial de 2007 a 2010. **Boletim de Conjuntura**, Rio de Janeiro, Ipea, n. 75, 2006.

WILLMAN, A. **Euro Area production function and potential output**: a supply side system approach. Frankfurt: European Central Bank, 2002. 53p. (Working Paper, n. 153).

REVISITANDO A DINÂMICA TRIMESTRAL DO CONSUMO DAS FAMÍLIAS¹

Claudio Hamilton Matos dos Santos²

Thais Helena Fernandes Teixeira³

1 INTRODUÇÃO

O propósito deste capítulo é revisar as estimativas propostas por Schettini *et al.* (2010) sobre a dinâmica trimestral do consumo das famílias. A principal conclusão do referido trabalho, que se mostrou robusta à adoção de múltiplas técnicas econométricas a diferentes períodos amostrais no período 1995-2009, é que a série trimestral do consumo das famílias (medido a preços de 1995 e com ajuste sazonal a partir do método X-11 multiplicativo) é consistente e positivamente correlacionada tanto com o crédito às pessoas físicas – medido em porcentagem do produto interno bruto (PIB) anualizado, quanto com uma aproximação da renda disponível do setor privado, igualmente medida a preços de 1995 pelo deflator do consumo das famílias e com o mesmo ajuste sazonal. Schettini *et al.* (2010) reportaram, ainda, que o consumo das famílias se mostrou consistente e negativamente correlacionado com a taxa real de juros – isto é, a média trimestral do resultado mensal da subtração da taxa do Sistema Especial de Liquidação e Custódia (Selic) pela inflação medida pelo Índice Nacional de Preços ao Consumidor Amplo (IPCA), ambas medidas ao mês –, ainda que a inclusão desta última variável nas regressões não gerasse resultados melhores do que o desempenho dos melhores modelos baseados apenas na renda disponível e no crédito às pessoas físicas.

A aproximação da renda disponível do setor privado proposta por Schettini *et al.* (2010) é intuitiva. Trata-se da renda nacional disponível bruta publicada pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) nas contas nacionais trimestrais subtraída de estimativas trimestrais da carga tributária bruta (CTB) e adicionada de estimativas trimestrais – dos subsídios às firmas e das transferências públicas de assistência e previdência social às famílias (TAPS).⁴ O resultado da subtração da CTB pelas TAPS é também conhecido como carga tributária líquida (CTL).

1. Este anexo foi publicado originalmente como Nota Técnica da Carta de Conjuntura de dezembro de 2012.

2. Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

3. Assistente de pesquisa da Dimac do Ipea.

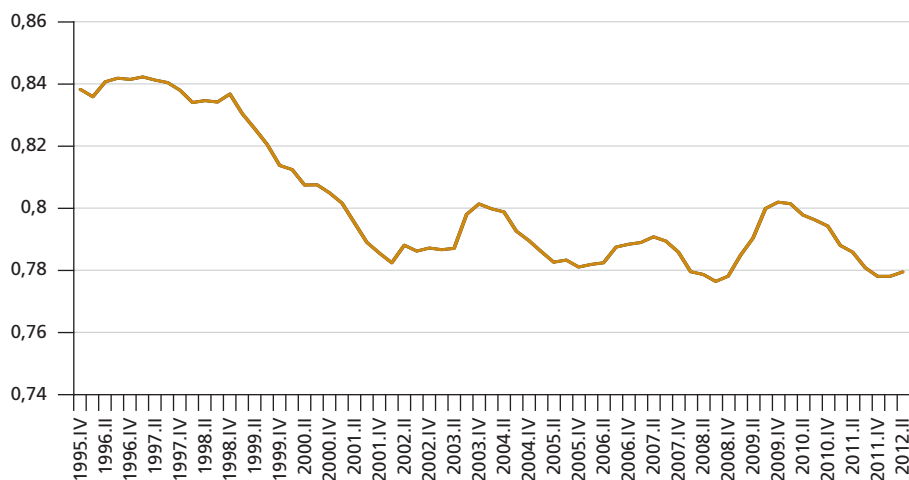
4. Metodologias de estimação das duas séries foram propostas, respectivamente, em Santos e Costa (2008) e Santos, Macedo e Silva Ribeiro (2010) e vêm sendo refinadas na Dimac/Ipea desde então.

O conceito de CTB é essencialmente o mesmo utilizado em publicação recente da Secretaria da Receita Federal do Brasil sobre o tema (SRFB, 2012) – agora muito próximo do conceito das contas nacionais (IBGE, 2011, tabela sinótica 20).⁵ O conceito de TAPS também tem origem nas contas nacionais, de modo que o CTL utilizado por Schettini *et al.* (2010) é essencialmente o mesmo do IBGE (2011, tabela sinótica 19).

Os gráficos 1 e 2 descrevem o comportamento de 1995 até o segundo trimestre de 2012 das duas séries que, de acordo com Schettini *et al.* (2010), são positivamente correlacionadas com a dinâmica do consumo das famílias – ambas com valores acumulados em doze meses divididos pelo PIB também acumulado em doze meses. O baixo crescimento da *proxy* da renda disponível do setor privado em períodos recentes – inferior mesmo ao do PIB – reflete, em grande medida, o aumento da carga tributária bruta verificado em 2011 (SRFB, 2012). A desaceleração do crescimento do crédito às pessoas físicas, por sua vez, é um fenômeno ainda a ser explicado em sua totalidade, mas parece justo supor que este reflita, de alguma forma, as medidas macroprudenciais adotadas pelo Banco Central do Brasil (BCB) desde o final de 2010.

GRÁFICO 1

Comportamento da aproximação da renda disponível proposta por Schettini *et al.* (2010)
(Em % do PIB)

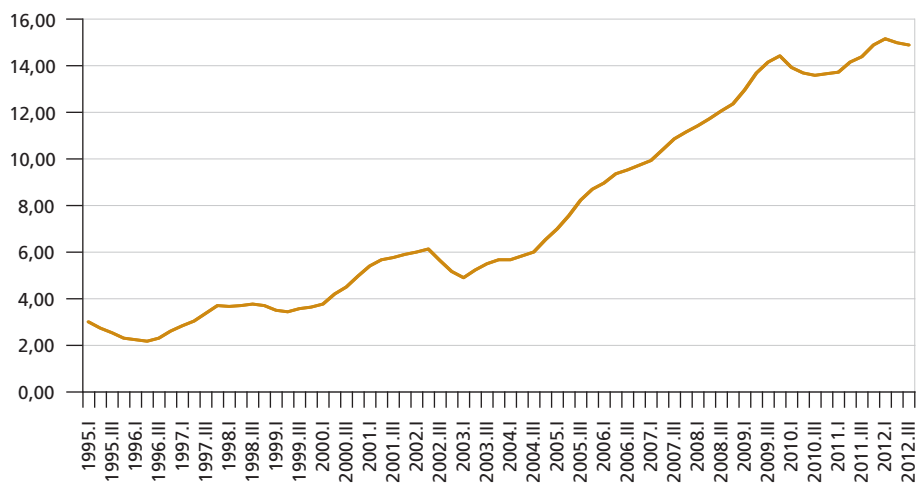


Fonte: Dimac/Ipea.

Obs.: acumulado nos últimos doze meses.

5. SRFB (2012) marca uma significativa – e feliz – reformulação da metodologia de cálculo da CTB pela SRFB.

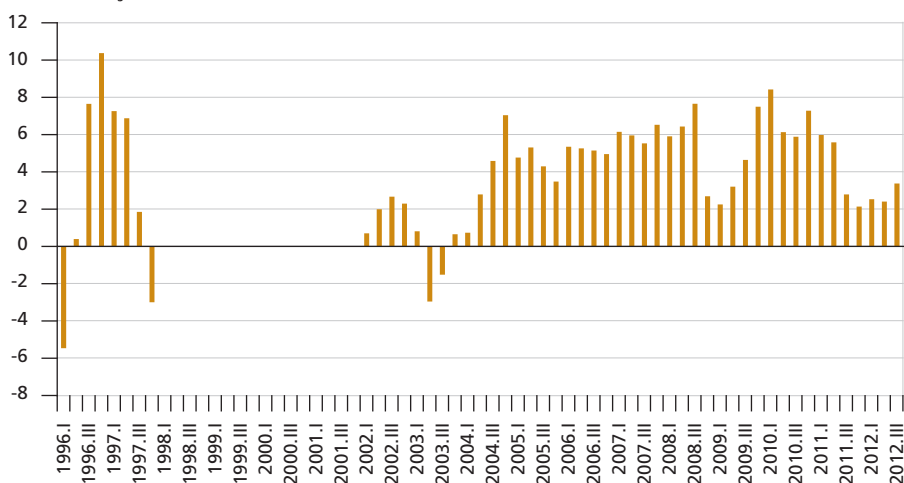
GRÁFICO 2
Comportamento do crédito às pessoas físicas
(Em % do PIB)



Fonte: BCB.

Obs.: acumulado nos últimos doze meses.

GRÁFICO 3
Variação do índice de volume do consumo contra o mesmo trimestre do ano anterior



Fonte: IBGE/Contas Nacionais Trimestrais.

Como seria de se esperar, a partir dos resultados de Schettini *et al.* (2010), o baixo dinamismo das variáveis supracitadas em tempos recentes coincidiu com um período de rápida desaceleração no crescimento do consumo das famílias (gráfico 3).

Interessante notar, entretanto, que, tomando como base os resultados atualizados da equação proposta por Schettini *et al.*, a queda no consumo das famílias deveria ter sido maior do que a efetivamente verificada. Com efeito, as estimativas para a dinâmica do consumo das famílias nos últimos quatro trimestres obtidas a partir da referida equação tem flutuado em torno de um patamar cerca de 3% inferior aos valores efetivamente observados (tabela 1).

Desde a publicação de Schettini *et al.* (2010), as contas trimestrais passaram por revisões em dezembro de 2010 e de 2011. Seria de se esperar, portanto, que as estimativas pontuais reportadas pelos autores mudassem um pouco com as revisões nas séries e com o próprio aumento da amostra. Mas a grande piora verificada no grau de ajustamento do modelo (tabela 1) é surpreendente, mesmo à luz das referidas revisões, sugerindo a ocorrência de uma quebra estrutural em período recente.

TABELA 1

A melhor especificação de Schettini *et al.* (2010) estimada com dados de 2010 e atuais

Amostra utilizada	Modelo estimado (interpretado como um vetor de cointegração, ou uma combinação linear de vetores de cointegração) ¹	Erros do modelo (sujeito aos valores corretos das variáveis explicativas no caso de modelos estimados com amostras menores do que a amostra total disponível) (%)
Amostra original inteira – 1995:1-2009:4	$cons = 2.375 + 0.462*yd + 0.019*cred$	1ª trim./2009: 0,90; 2ª trim./2009: 0,24 3ª trim./2009: – 0,53; 4ª trim./2009: – 0,78 Ano de 2009: – 0,062
Dados disponíveis em 2010 para o período 1995:1-2008:4	$cons = 2.368 + 0.464*yd - 0.0188*cred$	1ª trim./2009: – 0,85; 2ª trim./2009: 0,18; 3ª trim./2009: – 0,60; 4ª trim./2009: – 0,85 Ano de 2009: – 0,13
Amostra atual inteira – 1995:1-2012:2	$cons = 1.604 + 0.620*yd + 0.014*cred$	3ª trim./2011: – 3,22; 4ª trim./2011: – 2,54 1ª trim./2012: – 2,54; 2ª trim./2011: – 2,74 4 últimos trimestres da amostra: – 2,76
Dados disponíveis atualmente para o período 1995:1-2011:2	$cons = 1.713 + 0.598*yd + 0.0137*cred$	3ª trim./2011: – 4,03; 4ª trim./2011: – 3,38 1ª trim./2012: – 3,40; 2ª trim./2012: – 3,63 4 últimos trimestres da amostra: – 3,61
Amostra atual inteira – 1995:1-2012:2	$cons = 1.5176 + 0.643*yd + 0.0111*cred - 0.0178*jur$	3ª trim./2011: – 3,49; 4ª trim./2011: – 2,90 1ª trim./2012: 2,81; 2ª trim./2012: – 2,64 4 últimos trimestres da amostra: – 2,96

Fonte: Dimac/Ipea.

Notas: ¹As variáveis *cons* e *yd* são respectivamente os logaritmos neperianos das séries de consumo das famílias e renda privada disponível medidas a preços de 1995 (pelo deflator do consumo das famílias) e submetidas ao ajustamento sazonal pelo método X-11 multiplicativo. A variável *cred*, por sua vez, é medida em % do PIB anualizado.

Obs.: as estatísticas de teste convencionais são pouco informativas em contextos de cointegração e, portanto, serão omitidas neste trabalho.

Uma primeira hipótese sobre a natureza da referida quebra estrutural é que esta se deve ao impacto positivo da queda recente da taxa real de juros (gráfico 4) sobre o consumo das famílias. Schettini *et al.* (2010), afinal, reportaram a existência de

robusta correlação negativa entre estas variáveis. E o simples fato de a inclusão da taxa real de juros nas regressões não ter implicado melhoras significativas em relação ao desempenho dos modelos mais parcimoniosos propostos pelos autores não quer dizer que isto não possa ocorrer em amostras maiores. Esta hipótese é reforçada pelo fato de continuar a haver, na amostra ampliada e com os dados revistos, fortes evidências da existência de cointegração entre o consumo das famílias, o crédito às pessoas físicas, a renda disponível das famílias e a taxa real de juros – enquanto as evidências de cointegração apenas entre as três primeiras variáveis tornaram-se mais fracas (tabela 2). Mais uma vez, entretanto, a inclusão da variável taxa de juros na equação canônica de Schettini *et al.* (2010) não implicou melhorias significativas no desempenho desta última equação (tabela 1, última linha).

TABELA 2

Resultado da aplicação dos testes de cointegração de Engle e Granger (1987) e Gregory-Hansen (1996) às especificações selecionadas de Schettini *et al.* (2010)

Teste	Especificação	Resultado
E&G	$c = f(yd, cred)$	– 2.267 (não rejeita não cointegração) Valores críticos: 1%: – 4,5; 5%: – 3,86; 10%: – 3,54
E&G	$c = f(yd, cred, jur)$	– 2.182 (não rejeita não cointegração) Valores críticos: 1%: – 4,909; 5%: – 4,258; 10%: – 3,930
G&H	$c = f(yd, cred)$	– 5.206 (não rejeita não cointegração) Valores críticos: 1%: – 5,97; 5%: – 5,5. Quebra estimada no 3º trim./2009
G&H	$c = f(yd, cred, jur)$	– 6.288 (rejeita não cointegração a 5%) Valores críticos: 1%: – 6,51; 5%: – 6,0. Quebra estimada no 2º trim./2010

Fonte: Dimac/Ipea.

Obs.: os resultados da aplicação de múltiplos testes de raízes unitárias com e sem quebras estruturais dão suporte à hipótese de que as séries em questão são I (1). Há margem de dúvidas apenas para a série de juros – mas cumpre lembrar que *outliers* são endêmicos nesta última série, enviesando os testes convencionais (Franses e Haldrup, 1994). Note-se, ademais, que a aplicação do popular teste de Johansen (1991) não é indicada na presença de quebras estruturais. Note-se, por fim, que o ajuste de modelos de correção de erros por Schettini *et al.* (2010) sugeriu um rápido ajustamento ao equilíbrio de longo prazo, legitimando o uso de equações de cointegração mesmo em análises sobre o curto prazo de alguns trimestres.

Naturalmente, mais informações podem ser obtidas por meio de especificações não lineares. De fato, as especificações de modelos de cointegração com quebra estrutural e de alternância de regimes markovianos reportadas na tabela 3 – assim como a própria aplicação do teste de Gregory e Hansen – sugerem fortemente que ocorreu uma mudança no nível da regressão de Schettini *et al.* (2010) por volta do final de 2010 e início de 2011. Levando-se em consideração a referida quebra, a regressão de Schettini *et al.* (2010) – notadamente a ampliada pela taxa de juros real – volta a se comportar bem (tabela 3).

TABELA 3

Algumas especificações não lineares selecionadas estimadas com dados atuais

Especificação/amostra	Resultados	Erros do modelo (sujeito aos valores corretos das variáveis explicativas no caso de modelos estimados com amostras menores do que a amostra total disponível)
Relação linear com <i>dummy</i> de nível aplicado à amostra 1995:1-2012:2	cons = 1.923 + 0.562* <i>yd</i> + 0.0127* <i>cred</i> - 0.020* <i>jur</i> + 0.047*d2011:1 (onde d2011:1 é igual a zero antes de 2011:1 e igual a 1 desde 2011:1)	3ª trim./2011: 0,41%; 4ª trim./2011: - 0,12% 1ª trim./2012: - 0,19%; 2ª trim./2012: - 0,275%
Relação linear com <i>dummy</i> de nível aplicado à amostra 1995:1-2011:2	cons = 1.926 + 0.561* <i>yd</i> + 0.0126* <i>cred</i> - 0.020* <i>jur</i> + 0.048*d2011:1	3ª trim./2011: - 0,31%; 4ª trim./2011: - 0,22% 1ª trim./2012: 0,28%; 2ª trim./2012: 0,37%
Modelo de alternância de regime markoviano aplicado à amostra 1995:1-2012:2	Regime 0 (vigente entre 1995:1 e 1996:2 e entre 2001:3 e 2010:3): cons = 1.8565 + 0.571* <i>yd</i> + 0.0144* <i>cred</i> - 0.021* <i>jur</i> Regime 1 (vigente entre 1996 e 2001:3 e de 2010:4 até 2012:2): cons = 1.888 + 0.571* <i>yd</i> + 0.0144* <i>cred</i> - 0.021* <i>jur</i>	3ª trim./2011: - 1,22%; 4ª trim./2011: - 0,59%; 1ª trim./2012: - 0,45%; 2ª trim./2012: - 0,36%
Modelo de alternância de regime markoviano aplicado à amostra 1995:1-2011:2	Regime 0 (vigente entre 1995:1 e 1996:2 e entre 2001:3 até 2010:3): cons = 1.8905 + 0.565* <i>yd</i> + 0.0143* <i>cred</i> - 0.021* <i>jur</i> Regime 1 (vigente entre 1996:3 e 2001:3 e de 2010:4 até 2011:2): cons = 1.9195 + 0.565* <i>yd</i> + 0.0143* <i>cred</i> - 0.021* <i>jur</i>	3ª trim./2011: -1,45%; 4ª trim./2011: - 0,84% 1ª trim./2012: - 0,72%; 2ª trim./2012: - 0,64%

Fonte: Dimac/Ipea.

Mais pesquisas devem ser feitas – inclusive com especificações que contenham variáveis explicativas alternativas (por exemplo, a massa de salários ampliada utilizada pelo BCB) ou mais desagregadas, até que as origens da aparente quebra estrutural verificada na dinâmica do consumo das famílias no início de 2011 fiquem mais claras.⁶ De todo modo, cumpre notar que a renda disponível do setor privado já começa a dar sinais de recuperação no segundo semestre de 2012, refletindo um movimento conjunto de crescimento das TAPS e desaceleração da CTB (ou, de outro modo, a redução da CTL). Associada à recuperação do crédito verificada desde outubro, tal recuperação permite antecipar um maior dinamismo do consumo das famílias nos próximos trimestres.

REFERÊNCIAS

ENGLE, R. F. E.; GRANGER, C. Co-integration and error correction: representation, estimation and testing. **Econometrica**, Illinois, v. 55, n. 2, 1987.

FRANSES, P. H.; HALDRUP, N. The effects of additive outliers on tests for unit roots and cointegration. **Journal of business and economic statistics**, v. 12, p. 471-478, 1994.

6. Ainda que o *timing* da quebra sugira a possibilidade de esta estar associada à adoção de medidas macroprudenciais pelo BCB no final de 2010.

GREGORY, A. W.; HANSEN, B. E. Residual-based tests for cointegration in models with regime shifts. **Journal of econometrics**, v. 70, n. 1, p. 99-126, 1996.

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Sistema de contas nacionais**: Brasil 2005-2009. Rio de Janeiro: IBGE, 2011.

JOHANSEN, S. Estimation and hypothesis testing of cointegration vectors in Gaussian vector autoregressive models. **Econometrica**, v. 59, p. 1551-1580, 1991.

SANTOS, C. H. M.; COSTA, F. R. Uma metodologia de estimação da carga tributária bruta brasileira em níveis trimestrais. **Economia aplicada**, v. 12, n. 4, p. 581-606, 2008.

SANTOS, C. H.; MACEDO E SILVA, A. C.; RIBEIRO, M. B. Uma metodologia de estimação da carga tributária líquida brasileira trimestral no período 1995-2009. **Revista de economia contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 14, n. 2, p. 209-236, maio-ago. 2010.

SRFB – SECRETARIA DA RECEITA FEDERAL DO BRASIL. **Carga Tributária no Brasil 2011**: análise por tributos e bases de incidência. Brasília, 2012.

SCHETTINI, *et al.* **Novas evidências empíricas sobre a dinâmica trimestral do consumo agregado das famílias brasileiras no período 1995-2009**. Brasília: Ipea, 2010. (Texto para Discussão, n. 1614).

INDICADORES DE CONSUMO APARENTE DE BENS INDUSTRIAIS¹

Leonardo Melo de Carvalho²
Fernando José da S. P. Ribeiro³

1 INTRODUÇÃO

O quadro de estagnação que caracteriza a produção industrial desde o terceiro trimestre de 2010 tem suscitado discussões sobre a perda de participação do setor industrial na economia, num cenário em que a demanda interna estaria crescendo mais rapidamente do que a produção doméstica de bens industriais. Este excesso de demanda pode ser suprido, no curto prazo, por desacúmulo de estoques, mas em períodos mais longos de tempo tal diferença levaria necessariamente a um crescimento das importações e/ou a uma contração das exportações – em outras palavras, uma redução das exportações líquidas, ou o que muitas vezes é chamado de *vazamento externo*.

Os dados das Contas Nacionais do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE) mostram que, nos últimos anos, as exportações líquidas têm, de fato, dado contribuição negativa ao crescimento do produto interno bruto (PIB), implicando que parte do aumento da demanda doméstica de bens industriais tem *vazado* para o exterior. O crescimento do *quantum* importado a um ritmo mais acelerado do que o *quantum* de exportações industriais corrobora este fato.

Apesar disso, a simples observação dos dados das Contas Nacionais Trimestrais não permite uma avaliação precisa do comportamento da demanda doméstica de bens industriais, primeiro porque as estatísticas sob a ótica da demanda não distinguem entre o que é direcionado a bens e o que é direcionado a serviços. Segundo porque a variação das exportações líquidas inclui bens que não pertencem ao setor industrial, os quais têm peso relevante nos cálculos, especialmente do lado das exportações.

Nesse sentido, é importante construir indicadores que, com base em dados de alta frequência, permitam avaliar mais tempestivamente o que está acontecendo com a demanda de bens industriais. Na literatura, o indicador mais usado é o de

1. Este anexo foi publicado originalmente como Nota Técnica da Carta de Conjuntura de dezembro de 2012.

2. Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

3. Técnico de Planejamento e Pesquisa da Dimac do Ipea.

consumo aparente, definido como o total da produção de um bem, adicionada das importações e subtraída das exportações. É necessário salientar que, por ser uma medida baseada em dados de oferta, o consumo aparente a cada momento não será uma medida totalmente precisa da demanda, visto que esta pode ser suprida pela variação de estoque.

Este capítulo apresenta a metodologia e os resultados referentes aos indicadores de consumo aparente da indústria geral e da indústria de transformação, bem como dos bens classificados segundo categorias de uso: bens de capital, bens intermediários e bens de consumo (duráveis, semiduráveis e não duráveis).

As informações utilizadas no cálculo dos indicadores de consumo aparente tiveram como fontes os dados do Sistema de Contas Nacionais (SCN) Anual, das Contas Nacionais Trimestrais e da Pesquisa Industrial Mensal – Produção Física (PIM-PF), todas elas calculadas pelo IBGE, bem como as estatísticas de *quantum* de exportações e importações publicadas mensalmente pela Fundação Centro de Estudos do Comércio Exterior (Funcex).

2 METODOLOGIA

O consumo aparente é calculado seguindo três etapas.

- 1) Criar séries de produção física, com periodicidade mensal, para os diferentes agregados industriais: indústria geral, indústria de transformação e categorias de uso. A opção mais imediata seria utilizar as séries da PIM-PF do IBGE. Entretanto, um dos objetivos do cálculo desses indicadores é que eles promovam um melhor entendimento sobre a evolução dos diferentes elementos da demanda das Contas Nacionais. Para isso, foi necessário construir séries que fossem compatíveis com a classificação e a metodologia adotadas no SCN (anuais e trimestrais).
- 2) Determinar, para cada um dos agregados industriais definidos anteriormente, a participação que cada um dos componentes tem no consumo aparente, ou seja, a participação do valor da produção, das importações e das exportações (estas, com sinal negativo). Tais pesos são calculados em bases anuais, no período 2000-2009, este sendo o último ano em que há dados do SCN.
- 3) Por meio da soma ponderada dos seus componentes, calcular índices mensais de consumo aparente para cada ano, tomando como base os pesos calculados para o ano anterior. Ou seja, os índices são calculados em base móvel. Em seguida, os índices para os diversos anos são reencadeados para criar uma série mensal historicamente comparável. Como os dados utilizados nos cálculos são dados de quantidade, os índices referem-se ao consumo aparente real, e não nominal.

Para cumprir a primeira etapa, tomaram-se como base os índices de produção física da indústria (PIM-PF) desagregados segundo uma lista de produtos do setor industrial igual à utilizada nas tabelas de recursos e usos (TRUs) do SCN, com dados a preços correntes. Para efeito do cálculo dos indicadores segundo categorias de uso, tais produtos necessitam ser agrupados segundo essas diferentes categorias. Considerando que um mesmo produto pode ter diferentes usos, o agrupamento não foi feito segundo as características de cada produto, mas segundo a sua efetiva destinação – para consumo intermediário, consumo final ou investimento. Ou seja, é permitido que cada um dos produtos possa fazer parte de uma ou mais categorias de uso, desde que seu valor da produção seja distribuído entre as diversas categorias de forma ponderada.

Com objetivo de se obter essa informação, recorreu-se às tabelas de usos do SCN, que mostram o valor da demanda final de cada produto e a distribuição deste valor segundo as possíveis destinações – equivalentes a categorias de uso. Para cada produto, calculou-se a porcentagem da demanda final destinado ao consumo intermediário, ao consumo final e à Formação Bruta de Capital Fixo (FBCF), conforme a equação (1). Como o consumo aparente baseia-se em dados de valor da produção, e não de demanda final, tais porcentagens foram aplicadas ao valor da produção de cada produto, obtido das tabelas de recursos do SCN. Em seguida, com base nestes valores, calculou-se o peso de cada produto no valor total da produção-equação (2). Por fim, os índices de produção física dos diversos produtos relacionados a cada destinação foram somados ponderadamente para chegar ao índice de produção referente a cada categoria de uso. A agregação foi realizada tomando os índices em base móvel, isto é, com base 100 igual à média do ano anterior – equação (3).

Para a desagregação da produção de bens de consumo em bens duráveis e em semiduráveis e não duráveis, foi feita simplesmente a divisão dos diversos produtos da lista segundo suas características.

Para o agregado referente à indústria geral, não foi preciso fazer o cálculo da participação na demanda total, sendo utilizado diretamente o valor da produção total dos produtos industriais na construção dos pesos. Por fim, para o agregado referente à indústria de transformação, subtraímos do valor total da produção a parcela correspondente aos produtos das atividades extrativas.

$$q_j = \frac{USO_{j,i}}{DT_j} \quad (1)$$

$$p_j = \frac{q_j \cdot VP_j}{\sum q_j \cdot VP_j} \quad (2)$$

$$Y_i = \sum p_j \cdot Q_j \quad (3)$$

onde:

Y_i = índice de volume de produção em base móvel referente ao agregado i ;

Q_j = índice de volume de produção em base móvel referente ao produto j ;

VP_j = valor da produção referente ao produto j ;

$USO_{j,i}$ = parcela do valor da produção referente ao produto j utilizada no agregado i ; e

DT_j = demanda total referente ao produto j .

Para cumprir a segunda etapa, foi necessário calcular os valores de exportação e de importação para a indústria total, de transformação e para as categorias de uso. Para obter os valores de exportações para a indústria total e para a indústria de transformação, visto que o valor que consta das tabelas de usos do SCN inclui também margens de comércio e impostos, foi necessário realizar o seguinte ajuste: dividiu-se o valor da produção dos respectivos produtos pelo valor da demanda final desses produtos. A porcentagem resultante dessa divisão foi aplicada ao valor das exportações, para se chegar a um valor líquido de margens e impostos (para ser compatível com o valor da produção). No caso das importações, foi feita simplesmente a soma dos valores constantes das tabelas de recursos do SCN, pois estes valores já não incluem, originalmente, margens e impostos.

Para as categorias de uso, as exportações e importações foram calculadas de forma análoga ao valor da produção, considerando que a distribuição segundo destinos (consumo intermediário, consumo final e FBCF) é igual à que prevalece para o valor da produção. Nas exportações, foi feito também o mesmo ajuste descrito no parágrafo anterior.

De posse do valor da produção e dos valores de importações e exportações para cada ano (entre 2000 e 2009) para cada agregado industrial, foram calculados os pesos de cada um destes componentes no consumo aparente, segundo as equações (4), (5) e (6). Em seguida, os índices mensais de consumo aparente foram calculados pela soma ponderada dos índices de produção física (calculados na etapa 1) e dos índices de *quantum* de exportação (X_j) e de importação (M_j), todos eles em base móvel, de acordo com a equação (7). Por fim, para criar uma série historicamente comparável, os índices foram reencadeados.

$$w_y = \frac{\sum q_j \cdot VP_j}{\sum q_j \cdot VP_j - \sum q_j \cdot VX_j + \sum q_j \cdot VM_j} \quad (4)$$

$$w_x = \frac{\sum q_j \cdot VX_j}{\sum q_j \cdot VP_j - \sum q_j \cdot VX_j + \sum q_j \cdot VM_j} \quad (5)$$

$$w_M = \frac{\sum q_j \cdot VM_j}{\sum q_j \cdot VP_j - \sum q_j \cdot VX_j + \sum q_j \cdot VM_j} \quad (6)$$

$$CA_i = w_y \cdot Y_i - w_x \cdot X_i + w_M \cdot M_i$$

onde:

CA_i = índice de consumo aparente em base móvel referente agregado i ;

X_i = índice de volume de exportação em base móvel referente ao agregado i ;

VX_j = valor das exportações referentes ao produto j ;

M_i = índice de volume de importação em base móvel referente ao agregado i ; e

VM_j = valor das importações referentes ao produto j .

3 RESULTADOS

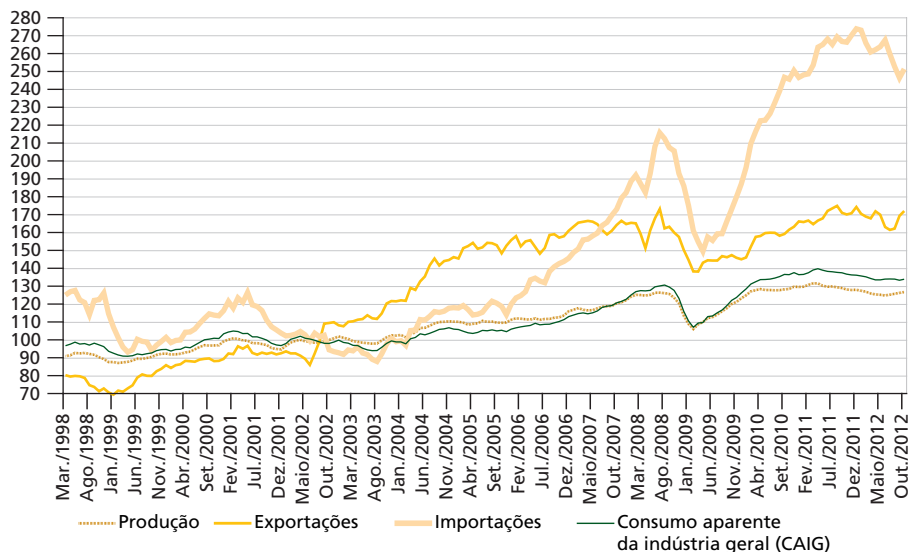
As séries completas dos índices de consumo aparente, tanto as originais quanto as que foram submetidas a ajuste sazonal, são apresentadas nas tabelas 1 e 2 do apêndice. Levando-se em conta a disponibilidade de dados básicos, as séries foram calculadas para o período que vai de janeiro de 1998 a outubro de 2012, e os índices têm como base 100 a média do ano de 2002.

O gráfico 1 apresenta a evolução da série dessazonalizada do consumo aparente da indústria geral, e mostra também o comportamento das séries que compõem o índice: valor da produção, importações e exportações. É possível dividir o período 1998-2012 em dois subperíodos. No primeiro, de 1998 a 2003, o consumo aparente da indústria permaneceu razoavelmente estável, embora com oscilações, com o (pequeno) crescimento da produção sendo compensado pelo aumento das exportações combinado com redução das importações – ou seja, aumento das exportações líquidas. No período 2004-2011, o consumo aparente acumulou crescimento da ordem de 32%, respondendo à expansão da produção (20%), mas também ao crescimento das importações (34%) a um ritmo superior ao das exportações (22%). Comportamento bastante similar é observado no caso da indústria de transformação (gráfico 2), com o aumento de pouco mais de 30% do consumo aparente entre 2004 e 2011 sendo determinado pelo crescimento de 19% da produção e de cerca de 160% das importações. As exportações acumularam alta de somente 7%.

Os números evidenciam que as importações estão ganhando espaço na demanda doméstica de bens industriais, o que é corroborado pelos coeficientes de penetração de importações calculados por instituições como Confederação Nacional da Indústria (CNI) e Federação das Indústrias do Estado de São Paulo (Fiesp). Entretanto, a produção doméstica ainda tem participação amplamente dominante no consumo aparente, evidenciado pelo fato de que este indicador continua caminhando muito próximo ao índice de produção industrial.

GRÁFICO 1

Indicador de consumo aparente e componentes – indústria geral



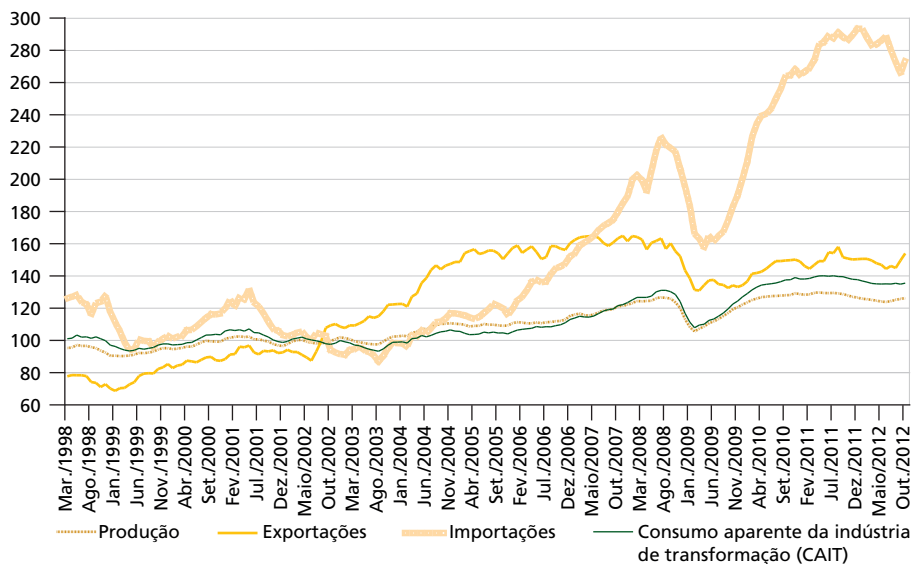
Fonte: IBGE e Funcex.

Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Obs.: índices dessazonalizados, em médias móveis de três meses, 2002 = 100.

GRÁFICO 2

Indicador de consumo aparente e componentes – indústria de transformação



Fonte: IBGE e Funcex.

Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Obs.: índices dessazonalizados, em médias móveis de três meses, 2002 = 100.

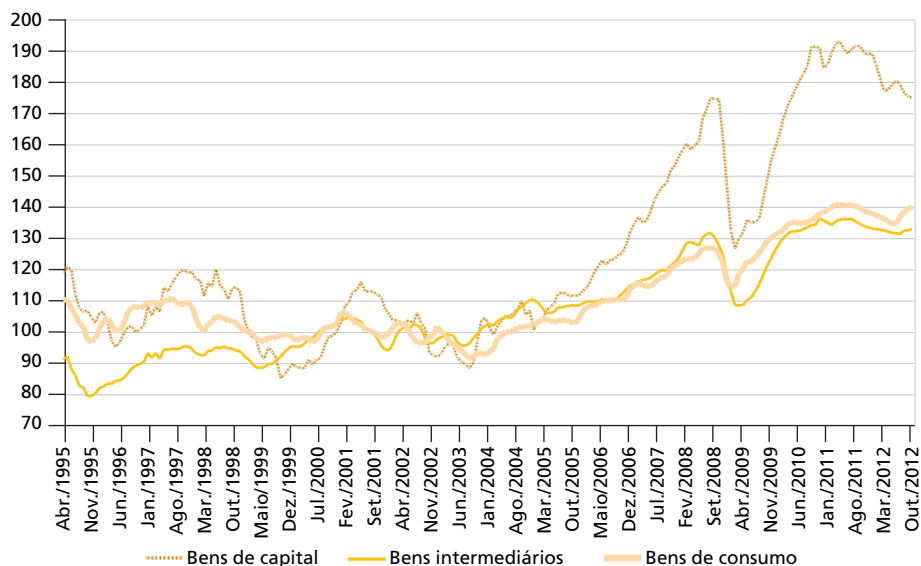
Entre as categorias de uso, o gráfico 3 mostra que o crescimento foi relativamente mais forte no consumo aparente de bens de capital, especialmente ao longo do período 2004-2011, quando acumulou alta da ordem de 80%. Nos bens intermediários, o crescimento no mesmo período foi de cerca de 27,3% e nos bens de consumo, de 40%. Quanto a estes últimos, o gráfico 4 ilustra que o crescimento do consumo aparente no período foi bem mais forte entre os bens duráveis (cerca de 120%) do que nos semiduráveis e não duráveis (da ordem de 25%).

Um fato importante a observar é o comportamento negativo do consumo aparente da indústria geral em 2012, que, no período janeiro-outubro, acumulou queda de 2,5% em relação ao mesmo período de 2011. Este resultado deveu-se principalmente à redução da produção (-2,5%), mas também houve recuo das importações (-0,9%) e das exportações (-0,3%). Na indústria de transformação, a retração do consumo aparente no ano foi de 2,6%, com redução de 2,7% na produção, de 0,3% nas importações e estabilidade nas exportações.

As análises de conjuntura têm destacado a fraqueza do investimento como um elemento fundamental para ajudar a explicar o mau desempenho da indústria em 2012. Com efeito, o consumo aparente de bens de capital sofreu queda de 6,7% no período janeiro-outubro, por conta de uma forte redução da produção (-8,4%) que não foi compensada pelo aumento das importações (de apenas 1,8%).

GRÁFICO 3

Indicador de consumo aparente e componentes – categorias de uso



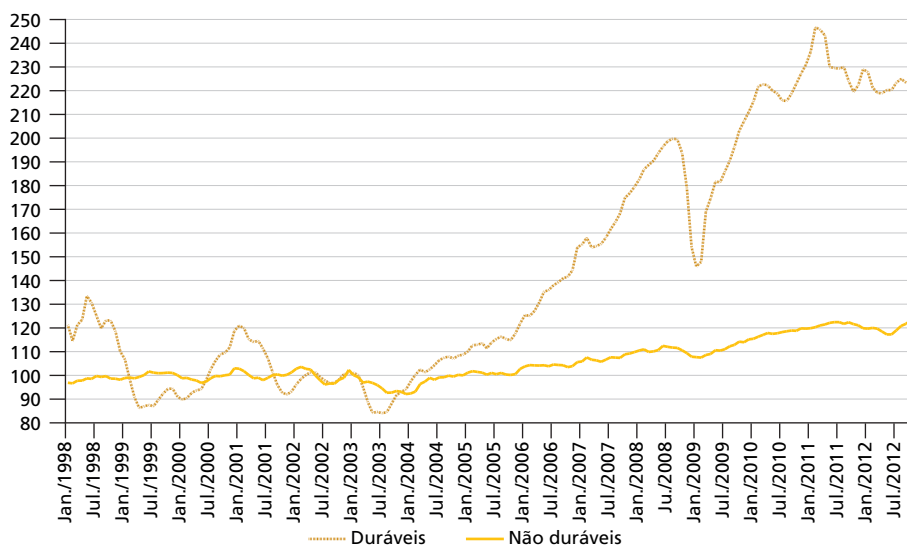
Fonte: IBGE e Funcex.

Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Obs.: índices dessazonalizados, em médias móveis de três meses, 2002 = 100.

GRÁFICO 4

Indicador de consumo aparente e componentes – bens de consumo duráveis, semiduráveis e não duráveis



Um fato menos evidente, e que tem sido muitas vezes negligenciado nas análises de conjuntura, diz respeito à queda da procura por bens de consumo no país neste ano. O índice de consumo aparente acumulou retração de 1,6% no período janeiro-outubro, com contribuição mais forte dos bens duráveis (-3,1%), mas também por conta da queda nos bens de consumo semiduráveis e não duráveis (-1,0%). Finalmente, a redução do consumo aparente de bens intermediários foi de 1,8%.

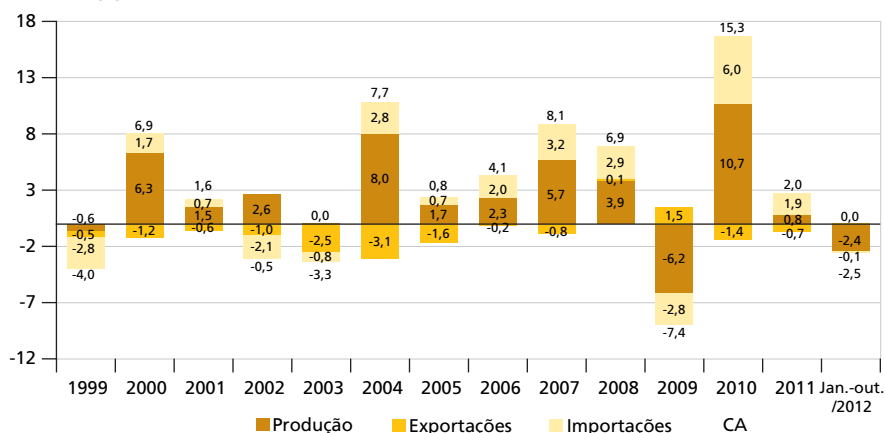
É possível argumentar que o mau desempenho do consumo aparente estaria relacionado a uma forte redução de estoques, mas essa hipótese torna-se pouco provável quando se tem em conta que a redução não ocorreu em um período curto de tempo, mas se estendeu por, pelo menos, cinco trimestres. Para que isso acontecesse, teria sido necessário construir estoques enormes nos períodos imediatamente anteriores, fato que não encontra sustentação nos diversos números referentes ao comportamento da oferta e da demanda e nos indicadores de níveis de estoques da CNI e da Fundação Getúlio Vargas (FGV) – citados na seção de Atividade Econômica deste capítulo.

Por fim, os gráficos de 5 a 11 mostram as taxas de crescimento do consumo aparente dos diferentes agregados industriais a cada ano entre 1999 e 2012 – este último, apenas com informações até outubro. Os gráficos mostram também a contribuição (em pontos percentuais) da produção doméstica, das importações e das exportações para a variação anual do consumo aparente – lembrando, mais uma vez, que as exportações entram com sinal negativo, ou seja, quando estão crescendo, sua contribuição é negativa.

No caso da indústria geral (gráfico 5), o que se viu foi um crescimento expressivo do consumo aparente entre 2004 e 2011, com exceção do ano de 2009, marcado pela crise internacional. Em todo esse período, houve importante contribuição tanto da produção doméstica quanto das importações para a elevação do consumo aparente, devendo-se destacar ainda a contribuição negativa das exportações em alguns anos (como 2004, 2005, 2007 e 2010).

GRÁFICO 5

Componentes do CAIG – contribuição à taxa de crescimento anual
(Em p.p.)

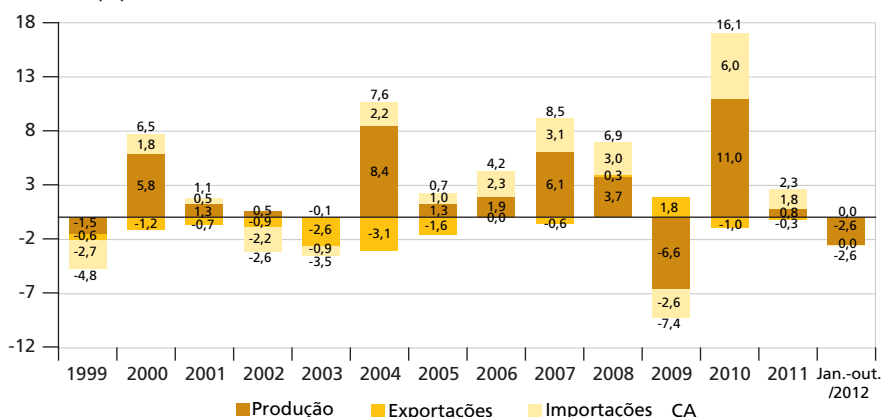


Fonte: IBGE e Funcex.

Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

GRÁFICO 6

Componentes do CAIT – contribuição à taxa de crescimento anual
(Em p. p.)



Fonte: IBGE e Funcex.

Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

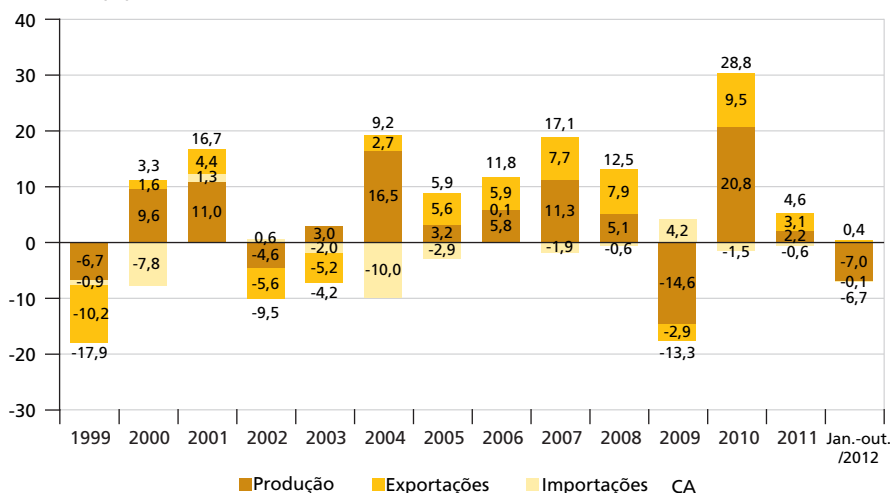
O ano de 2012, contudo, teve movimento bem diferente dos anteriores, sendo marcado por uma retração da produção que explicou toda a queda do consumo aparente. Além disso, diferentemente dos anos anteriores, a contribuição das exportações e das importações foi insignificante para a variação do consumo aparente total. Na verdade, o comportamento do consumo aparente em 2012 foi semelhante ao observado nos anos de crise que antecederam o ciclo de crescimento a partir de 2004.

A história é essencialmente a mesma para a indústria de transformação (gráfico 6) e também para as diversas categorias de uso. Com relação aos bens de capital, o desempenho do consumo aparente foi bem mais negativo em 2012 (-6,7%), em virtude de uma contração mais forte da produção doméstica (gráfico 7). A contribuição das importações também foi pouco significativa, embora a retração das exportações tenha trazido uma contribuição positiva de 0,4%. No caso dos bens intermediários, a retração foi menor em 2012 (-1,8%) e totalmente explicada pela queda da produção industrial.

GRÁFICO 7

Componentes do consumo aparente de bens de capital – contribuição à taxa de crescimento anual

(Em p. p.)

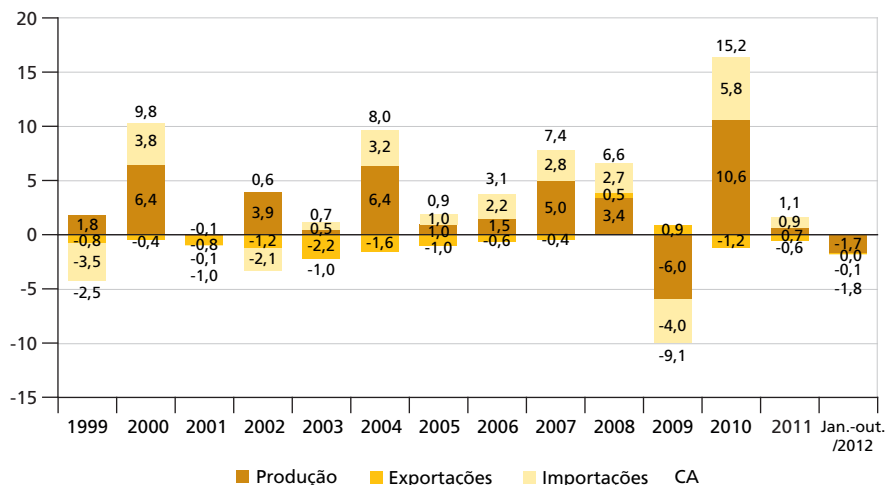


Fonte: IBGE e Funcex.

Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

GRÁFICO 8

Componentes do consumo aparente de bens intermediários – contribuição à taxa de crescimento anual
(Em p. p.)

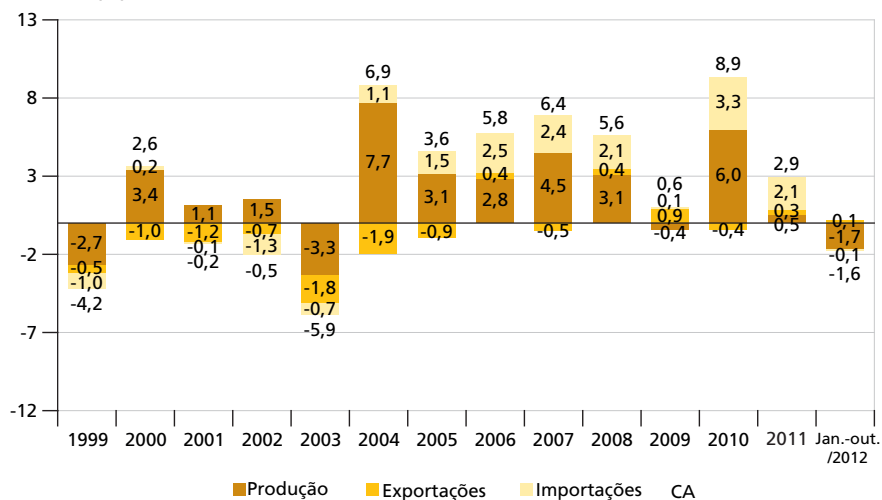


Fonte: IBGE e Funcex.

Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

GRÁFICO 9

Componentes do consumo aparente de bens de consumo – contribuição à taxa de crescimento anual
(Em p. p.)

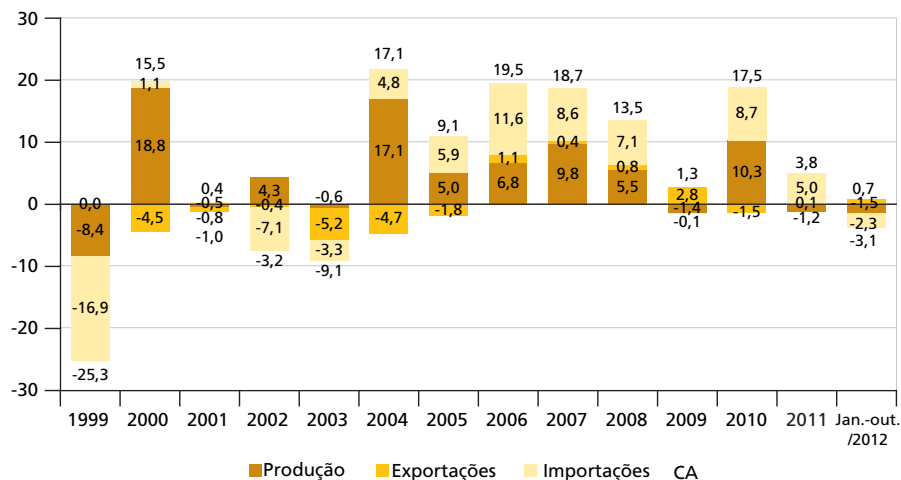


Fonte: IBGE e Funcex.

Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

GRÁFICO 10

Componentes do consumo aparente de bens de consumo duráveis – contribuição à taxa de crescimento anual
(Em p. p.)

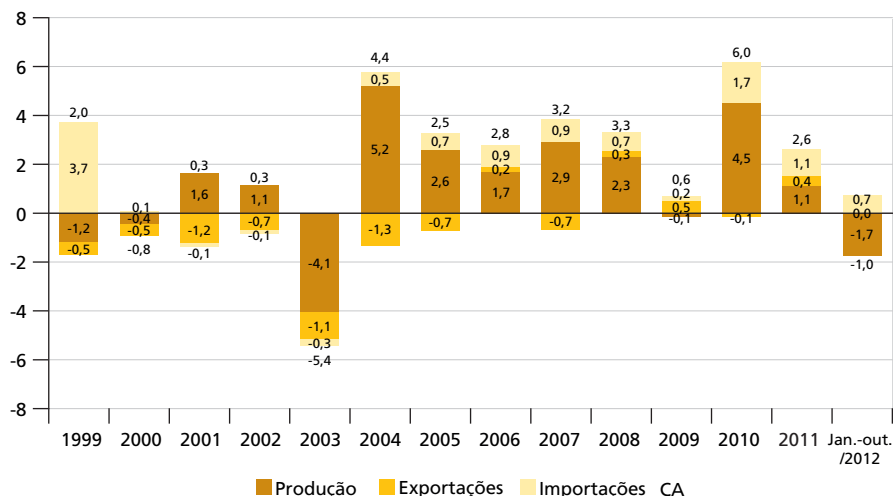


Fonte: IBGE e Funcex.

Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

GRÁFICO 11

Componentes do consumo aparente de bens de consumo semiduráveis e não duráveis – contribuição à taxa de crescimento anual
(Em p. p.)



Fonte: IBGE e Funcex.

Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Nos bens de consumo duráveis (gráfico 10), a queda do consumo aparente em 2012 (-3,1%) foi explicada em sua maior parte pela redução das importações, que contribuiu com - 2,3% do total, principalmente em virtude da redução das importações de automóveis. A produção doméstica deu contribuição negativa de 1,5%, ao passo que a retração das exportações permitiu que estas dessem uma contribuição positiva de 0,7%. Quanto aos bens de consumo semiduráveis e não duráveis, a queda do consumo aparente (-1,0%) foi totalmente explicada pela contração da produção doméstica, uma vez que o crescimento das importações proporcionou contribuição positiva de 0,7%.

APÊNDICE A

TABELA 1
Indicadores de consumo aparente

Período	Indústria geral	Indústria de transformação	Bens de capital	Bens intermediários	Bens de consumo total	Bens de consumo duráveis	Bens de consumo semiduráveis e não duráveis
Jan./1998	85,9	89,2	105,3	86,4	87,4	100,2	84,8
Fev./1998	82,6	85,5	95,1	82,9	83,5	94,1	80,6
Mar./1998	98,9	103,0	121,2	96,5	101,5	129,7	94,7
Abr./1998	93,9	97,9	111,9	90,4	96,9	132,1	89,1
Maió/1998	100,0	104,5	113,1	96,9	104,6	140,9	96,3
Jun./1998	99,1	103,7	113,2	96,7	103,7	125,1	98,6
Jul./1998	105,2	110,2	122,5	102,1	112,1	119,3	110,2
Ago./1998	101,9	106,4	106,6	98,6	110,6	131,3	106,4
Set./1998	104,5	109,1	124,2	99,3	114,2	144,8	108,0
Out./1998	102,9	107,1	120,1	99,4	112,5	121,9	110,5
Nov./1998	97,5	100,9	108,7	94,2	108,8	116,8	107,1
Dez./1998	83,8	85,1	97,8	81,5	93,6	93,8	93,5
Jan./1999	82,5	83,5	86,2	82,1	85,3	82,3	86,3
Fev./1999	76,2	78,0	84,6	76,5	77,1	67,4	79,8
Mar./1999	93,1	95,6	97,5	90,6	97,1	94,6	97,9
Abr./1999	88,8	91,2	84,8	87,3	93,0	92,0	93,5
Maió/1999	94,0	97,7	93,3	91,8	97,5	90,2	99,5
Jun./1999	94,9	98,0	105,1	92,0	98,6	87,5	101,6
Jul./1999	95,7	99,3	89,2	95,4	103,3	88,5	107,3
Ago./1999	99,8	103,7	89,8	99,5	108,1	101,5	109,9
Set./1999	98,3	102,3	89,0	96,6	108,7	102,8	110,3
Out./1999	100,3	104,1	89,4	99,7	108,8	96,9	111,9
Nov./1999	99,2	102,7	97,6	98,1	108,0	102,7	109,3
Dez./1999	87,6	88,9	93,5	87,1	92,2	77,4	95,9
Jan./2000	83,4	85,1	72,2	87,3	83,7	76,0	85,3
Fev./2000	88,8	91,4	89,2	90,9	89,5	90,1	88,6
Mar./2000	95,1	97,6	88,0	98,9	95,2	95,4	94,6
Abr./2000	91,1	93,7	86,8	94,5	88,0	92,9	86,2
Maió/2000	100,7	104,2	91,6	102,6	99,7	105,7	97,6
Jun./2000	101,0	104,2	93,6	103,0	98,7	101,8	97,9
Jul./2000	103,6	107,2	95,3	105,8	104,7	103,0	104,9
Ago./2000	109,2	112,9	107,0	109,0	112,8	117,7	111,2
Set./2000	103,3	106,0	103,0	104,3	106,4	114,6	104,7
Out./2000	109,0	112,4	100,1	108,9	115,0	117,5	114,1
Nov./2000	105,1	107,8	108,3	103,3	113,9	126,4	110,5
Dez./2000	96,1	96,7	101,8	96,0	100,5	110,1	97,8
Jan./2001	96,6	97,8	102,9	98,1	93,6	103,4	91,4
Fev./2001	90,1	91,4	99,6	93,5	86,4	97,7	83,1
Mar./2001	105,8	109,0	118,5	106,9	102,8	120,1	97,4
Abr./2001	98,5	101,2	110,9	99,0	94,6	115,4	89,3

(Continua)

(Continuação)

Período	Indústria geral	Indústria de transformação	Bens de capital	Bens intermediários	Bens de consumo total	Bens de consumo duráveis	Bens de consumo semiduráveis e não duráveis
Mai./2001	106,6	110,4	119,3	106,0	104,3	122,7	99,2
Jun./2001	101,2	103,2	109,4	100,4	97,1	102,4	96,0
Jul./2001	106,1	109,1	114,9	104,8	103,6	98,6	105,2
Ago./2001	107,4	110,2	124,0	105,0	109,7	101,6	112,3
Set./2001	99,9	102,3	107,9	97,4	101,1	91,1	104,1
Out./2001	104,5	107,8	116,1	100,1	109,9	100,1	112,0
Nov./2001	102,0	104,1	109,2	96,3	111,1	104,6	112,3
Dez./2001	86,9	86,1	93,9	84,9	91,7	81,4	94,2
Jan./2002	92,2	91,9	94,5	94,4	92,7	90,2	93,3
Fev./2002	89,6	89,6	90,2	91,1	86,6	82,2	87,5
Mar./2002	98,3	98,4	99,6	100,1	97,6	103,3	96,2
Abr./2002	102,8	102,7	110,0	101,2	101,0	112,4	98,4
Mai./2002	103,0	102,5	107,9	104,7	98,5	104,4	97,3
Jun./2002	97,7	97,1	94,0	102,8	91,5	89,0	92,1
Jul./2002	106,0	106,8	121,5	106,3	102,5	100,2	102,9
Ago./2002	103,5	104,3	102,3	104,2	105,4	97,4	107,2
Set./2002	100,9	100,8	97,5	98,1	101,2	99,8	101,7
Out./2002	110,4	110,6	101,7	106,0	116,6	118,3	116,3
Nov./2002	105,4	105,7	99,8	100,9	111,6	117,3	110,4
Dez./2002	90,2	89,7	81,1	90,3	94,7	85,4	96,8
Jan./2003	89,4	88,9	86,8	93,4	87,5	95,5	85,9
Fev./2003	87,8	87,6	92,8	90,7	85,1	88,4	84,3
Mar./2003	93,0	92,7	89,1	96,8	89,5	79,6	91,6
Abr./2003	93,7	92,8	92,4	94,5	89,8	87,3	90,4
Mai./2003	96,5	96,6	91,7	96,9	96,2	89,0	97,6
Jun./2003	91,8	91,2	85,0	93,1	89,7	76,4	92,6
Jul./2003	99,5	99,7	98,1	102,3	96,2	86,4	98,2
Ago./2003	98,4	97,5	88,4	101,1	95,2	84,1	97,7
Set./2003	105,0	105,0	102,9	106,0	103,3	99,9	103,7
Out./2003	111,6	112,0	122,0	110,9	109,0	109,3	108,1
Nov./2003	104,4	104,4	112,3	105,7	100,6	104,5	98,8
Dez./2003	89,5	89,3	88,1	96,3	87,3	90,0	85,9
Jan./2004	92,3	91,8	90,8	96,8	86,3	93,2	84,1
Fev./2004	87,3	87,0	90,7	91,6	82,3	91,2	80,3
Mar./2004	105,4	105,7	108,8	108,3	101,5	108,1	99,0
Abr./2004	100,5	98,8	105,7	101,6	94,8	101,8	92,7
Mai./2004	104,2	102,9	106,5	104,5	101,0	106,0	99,5
Jun./2004	103,7	103,2	104,1	104,7	100,7	104,7	99,5
Jul./2004	108,8	108,5	114,8	110,2	105,7	107,3	105,0
Ago./2004	111,4	111,7	114,2	114,8	106,3	107,2	105,4
Set./2004	112,4	112,2	115,4	113,8	109,5	113,5	108,1
Out./2004	112,6	112,5	98,7	116,7	108,8	109,9	107,9
Nov./2004	112,9	113,3	118,9	115,7	111,6	125,6	107,7
Dez./2004	98,5	97,8	87,1	104,6	98,4	108,3	95,6
Jan./2005	96,5	95,5	94,8	101,5	93,3	97,4	92,1
Fev./2005	89,9	88,7	93,9	93,0	87,0	96,5	84,3
Mar./2005	103,8	103,1	113,0	105,4	103,1	119,2	98,8

(Continua)

(Continuação)

Período	Indústria geral	Indústria de transformação	Bens de capital	Bens intermediários	Bens de consumo total	Bens de consumo duráveis	Bens de consumo semiduráveis e não duráveis
Abr./2005	101,5	101,6	106,6	103,9	100,5	111,1	97,6
Maió/2005	108,2	106,7	115,9	109,5	104,9	113,6	102,4
Jun./2005	107,3	107,0	118,0	107,7	107,6	119,6	104,3
Jul./2005	105,6	105,7	111,6	109,6	105,3	112,7	103,4
Ago./2005	115,7	115,5	122,7	117,6	112,6	122,3	110,2
Set./2005	109,1	109,6	114,3	113,5	108,6	119,8	106,2
Out./2005	111,5	111,2	115,5	115,2	110,1	119,7	107,9
Nov./2005	110,1	110,0	117,2	113,0	114,4	139,7	108,9
Dez./2005	100,3	99,1	106,1	104,4	103,6	121,2	99,1
Jan./2006	99,4	99,2	108,9	104,6	97,6	114,0	93,6
Fev./2006	94,6	93,5	106,0	97,6	92,6	106,6	88,9
Mar./2006	109,4	108,4	130,8	109,9	110,4	138,0	104,1
Abr./2006	101,7	100,3	111,0	103,6	100,5	123,9	95,5
Maió/2006	114,4	113,0	128,3	113,7	115,8	143,2	109,7
Jun./2006	107,5	107,4	121,2	107,6	110,9	134,6	106,0
Jul./2006	111,0	111,5	127,2	111,8	113,4	138,3	108,5
Ago./2006	119,5	118,9	134,0	120,8	119,6	152,2	112,7
Set./2006	113,1	113,6	124,6	116,5	114,6	142,8	108,8
Out./2006	119,9	120,1	136,2	122,5	119,9	156,1	112,1
Nov./2006	118,3	117,8	136,7	119,3	120,3	164,6	110,8
Dez./2006	103,1	103,3	121,4	107,0	107,7	150,2	98,4
Jan./2007	105,7	104,9	128,3	109,6	100,9	133,6	93,7
Fev./2007	100,0	99,6	118,6	102,9	97,8	126,3	91,6
Mar./2007	117,4	116,3	143,4	119,0	117,5	166,8	106,9
Abr./2007	108,5	108,3	131,8	110,2	107,1	145,8	98,9
Maió/2007	122,1	122,3	152,4	121,4	123,6	167,6	114,4
Jun./2007	117,7	117,5	140,5	118,0	117,3	158,9	108,8
Jul./2007	122,6	122,3	148,0	122,9	120,0	162,4	111,0
Ago./2007	129,9	131,3	165,3	130,5	129,3	186,8	117,5
Set./2007	121,8	122,3	142,1	122,8	121,8	172,9	111,3
Out./2007	134,1	135,5	169,1	134,3	135,4	203,3	121,3
Nov./2007	127,0	127,6	163,2	127,2	127,9	190,8	114,6
Dez./2007	110,9	110,5	137,8	114,4	109,5	161,3	98,8
Jan./2008	120,3	119,9	155,1	125,1	113,8	171,7	101,7
Fev./2008	115,2	114,7	148,1	119,4	107,0	161,9	95,4
Mar./2008	123,5	122,4	153,7	123,9	119,1	186,1	105,1
Abr./2008	126,4	125,8	164,3	124,1	125,5	196,5	110,8
Maió/2008	129,8	130,9	166,0	129,0	128,5	192,6	115,5
Jun./2008	131,6	131,5	171,4	132,2	127,9	197,2	113,6
Jul./2008	138,4	138,7	182,3	138,5	134,5	212,2	118,7
Ago./2008	137,0	137,5	185,5	137,1	133,4	209,1	117,7
Set./2008	135,8	136,6	177,1	136,3	136,1	216,3	119,6
Out./2008	139,2	140,1	191,8	136,7	137,7	216,6	121,5
Nov./2008	120,7	121,7	147,6	123,5	122,6	168,3	113,3
Dez./2008	97,9	96,8	114,5	102,3	101,2	114,6	98,4
Jan./2009	100,0	98,5	119,0	101,4	102,8	140,1	95,2
Fev./2009	94,2	93,9	110,8	95,6	100,4	139,5	92,3

(Continua)

(Continuação)

Período	Indústria geral	Indústria de transformação	Bens de capital	Bens intermediários	Bens de consumo total	Bens de consumo duráveis	Bens de consumo semiduráveis e não duráveis
Mar./2009	112,0	111,0	139,8	108,6	121,7	182,5	109,1
Abr./2009	106,5	106,4	130,7	102,6	116,5	171,4	105,3
Maió/2009	116,1	115,0	134,6	111,8	126,1	178,3	115,5
Jun./2009	114,8	114,1	130,8	111,0	123,3	184,5	110,9
Jul./2009	122,9	124,0	145,3	122,5	132,2	200,1	118,5
Ago./2009	126,2	128,0	147,4	125,8	136,7	207,5	122,5
Set./2009	127,9	128,1	154,4	127,1	134,0	214,4	117,9
Out./2009	134,1	135,6	166,1	134,0	142,9	230,3	125,2
Nov./2009	129,4	130,7	165,4	128,6	138,2	224,8	120,8
Dez./2009	118,9	118,8	153,2	120,6	121,5	198,7	105,8
Jan./2010	118,2	118,1	150,1	122,0	115,9	190,0	101,0
Fev./2010	115,6	116,2	153,0	117,1	114,1	184,3	99,8
Mar./2010	137,8	139,3	190,3	135,1	140,8	236,5	121,4
Abr./2010	130,1	130,6	169,7	127,0	131,1	215,6	114,1
Maió/2010	135,7	137,0	184,3	132,3	138,5	223,0	121,4
Jun./2010	134,4	135,2	181,1	132,2	134,7	212,4	118,8
Jul./2010	143,1	143,0	188,0	140,9	141,2	217,4	125,8
Ago./2010	144,7	146,5	202,2	141,3	145,8	242,1	126,6
Set./2010	144,4	145,3	205,8	141,3	143,4	234,7	125,1
Out./2010	144,6	145,6	189,5	143,1	146,7	237,6	128,2
Nov./2010	144,4	145,5	197,8	142,1	147,8	251,3	127,0
Dez./2010	125,0	127,4	175,4	125,7	129,7	225,2	110,6
Jan./2011	124,7	125,0	169,6	126,2	124,3	213,9	106,6
Fev./2011	126,9	128,5	186,3	125,4	128,3	230,8	108,1
Mar./2011	139,7	140,2	197,9	136,5	140,2	235,1	121,1
Abr./2011	131,6	132,4	178,8	127,3	132,9	220,1	115,3
Maió/2011	144,3	146,5	200,2	140,3	147,9	233,7	130,3
Jun./2011	137,3	137,6	183,1	134,8	139,6	228,0	121,8
Jul./2011	142,5	144,4	194,8	140,4	143,7	231,2	126,0
Ago./2011	149,6	152,3	213,3	144,7	153,7	257,1	132,9
Set./2011	143,2	144,5	190,6	139,6	145,3	222,0	129,5
Out./2011	144,1	145,3	192,5	141,0	145,5	230,8	128,1
Nov./2011	142,4	143,5	203,3	137,0	148,2	253,9	127,0
Dez./2011	124,7	126,7	177,8	123,9	127,9	216,0	110,2
Jan./2012	124,4	124,1	162,8	126,7	122,0	199,6	106,5
Fev./2012	122,6	123,2	163,5	123,0	121,7	189,2	107,8
Mar./2012	136,1	138,0	184,8	133,4	140,2	238,1	120,9
Abr./2012	127,4	128,8	169,8	125,3	126,9	210,1	110,1
Maió/2012	140,0	140,7	193,9	135,1	141,1	227,5	123,6
Jun./2012	133,0	133,1	172,4	129,4	133,8	215,5	117,5
Jul./2012	138,5	139,6	179,9	136,4	143,9	231,7	126,2
Ago./2012	145,9	149,1	195,2	145,1	154,5	253,6	134,6
Set./2012	135,3	136,8	172,4	134,9	139,3	214,4	124,1
Out./2012	146,5	147,2	185,5	142,2	155,7	252,3	136,5

Fonte: IBGE e Funcex.

Elaboração: Ipea/Dimac/GAP.

Obs.: índices encadeados (média de 2002 = 100).

TABELA 2
Indicadores de consumo aparente

Período	Indústria geral	Indústria de transformação	Bens de capital	Bens intermediários	Bens de consumo total	Bens de consumo duráveis	Bens de consumo semiduráveis e não duráveis
Jan./1998	94,9	100,7	119,4	92,9	101,4	123,0	97,3
Fev./1998	95,4	97,0	100,8	92,2	99,9	108,2	96,7
Mar./1998	99,9	104,9	126,6	96,7	106,3	132,4	99,3
Abr./1998	97,5	101,8	116,3	93,2	103,4	129,9	97,4
Mai./1998	98,7	102,9	117,7	95,7	106,3	138,1	99,5
Jun./1998	96,8	101,1	110,4	95,1	103,4	123,9	98,7
Jul./1998	98,2	102,2	113,3	95,2	104,2	113,3	101,0
Ago./1998	96,3	100,2	107,6	93,8	102,6	122,3	98,3
Set./1998	99,8	103,9	120,9	95,1	104,7	133,6	99,8
Out./1998	95,5	98,7	114,6	93,2	100,6	113,6	98,0
Nov./1998	93,4	96,7	102,7	93,1	99,6	108,5	98,0
Dez./1998	91,8	95,2	95,1	90,5	100,4	108,4	98,5
Jan./1999	92,3	96,6	102,6	90,2	101,1	103,4	100,2
Fev./1999	90,4	92,8	97,2	88,8	97,8	83,1	98,7
Mar./1999	90,1	92,2	92,6	86,7	94,6	85,9	97,5
Abr./1999	91,9	94,9	88,3	90,1	99,3	89,9	101,9
Mai./1999	91,4	94,4	93,3	89,1	97,0	85,2	101,1
Jun./1999	92,9	95,8	103,5	90,2	98,9	87,6	102,1
Jul./1999	90,7	93,2	84,1	89,9	98,0	88,1	100,3
Ago./1999	93,2	96,1	86,5	93,3	98,7	93,5	100,3
Set./1999	94,1	97,2	84,9	92,5	99,6	95,4	102,3
Out./1999	94,5	97,7	87,5	94,9	99,5	94,0	101,0
Nov./1999	94,9	98,3	92,3	96,9	98,4	94,1	99,9
Dez./1999	94,5	97,0	89,6	94,8	96,3	85,1	99,4
Jan./2000	91,7	96,0	84,4	94,0	96,6	90,2	97,1
Fev./2000	97,6	98,6	91,4	97,5	101,2	95,8	100,4
Mar./2000	94,9	97,8	89,2	97,5	96,8	91,8	97,2
Abr./2000	95,3	98,8	92,7	98,4	96,1	93,6	96,0
Mai./2000	96,5	99,3	87,0	98,5	97,0	96,8	97,3
Jun./2000	99,3	102,5	93,3	101,3	99,3	102,9	98,7
Jul./2000	99,9	103,2	94,5	101,9	102,5	107,8	100,4
Ago./2000	100,9	104,0	98,9	101,9	102,0	107,5	100,2
Set./2000	100,4	102,6	102,0	101,8	100,2	111,2	98,4
Out./2000	101,4	104,4	95,5	102,8	103,7	109,9	101,7
Nov./2000	100,4	103,1	102,6	101,8	104,0	114,2	101,0
Dez./2000	108,2	109,7	110,8	107,3	110,9	132,4	106,3
Jan./2001	104,3	106,5	111,4	103,3	103,6	116,2	101,2
Fev./2001	102,3	101,9	106,0	103,5	101,0	111,2	97,8
Mar./2001	107,3	110,9	122,0	106,6	106,4	118,3	101,6
Abr./2001	101,0	104,2	112,2	101,5	100,1	112,6	96,9
Mai./2001	102,4	105,9	114,0	102,0	101,6	112,9	98,5
Jun./2001	101,6	104,0	113,5	100,3	100,3	108,6	98,6
Jul./2001	101,1	103,7	111,0	100,0	99,8	100,2	99,8

(Continua)

(Continuação)

Período	Indústria geral	Indústria de transformação	Bens de capital	Bens intermediários	Bens de consumo total	Bens de consumo duráveis	Bens de consumo semiduráveis e não duráveis
Ago./2001	99,8	101,9	114,7	98,2	99,9	95,4	101,8
Set./2001	98,5	100,5	110,4	96,3	98,0	92,5	99,7
Out./2001	95,8	98,1	109,0	92,4	96,6	90,4	98,2
Nov./2001	97,0	98,9	102,9	94,4	101,0	93,1	102,8
Dez./2001	97,6	98,8	105,3	95,4	101,6	96,1	102,9
Jan./2002	99,2	100,0	102,6	99,2	102,1	99,6	102,6
Fev./2002	104,0	103,3	103,8	104,1	105,0	100,0	105,3
Mar./2002	99,9	100,4	101,9	99,8	101,3	101,0	100,3
Abr./2002	102,1	101,9	103,7	100,9	101,5	102,8	101,9
Maió/2002	100,6	100,1	105,7	102,4	97,9	100,2	97,6
Jun./2002	98,7	98,6	98,4	103,7	94,7	94,9	94,4
Jul./2002	100,0	100,2	114,2	100,6	96,8	98,5	96,5
Ago./2002	97,8	97,9	95,7	98,8	98,6	96,7	98,9
Set./2002	96,4	95,3	93,2	94,1	93,9	95,3	94,2
Out./2002	99,8	99,1	91,3	96,6	101,5	103,0	101,5
Nov./2002	100,0	100,0	93,1	98,4	101,7	103,3	101,5
Dez./2002	99,7	100,3	91,4	98,6	102,2	95,5	104,0
Jan./2003	96,0	96,6	94,9	97,9	96,4	104,5	94,9
Fev./2003	98,7	98,1	100,4	101,3	98,7	100,2	98,7
Mar./2003	95,9	96,4	93,5	98,0	95,2	80,3	97,2
Abr./2003	95,7	95,5	92,7	97,3	94,4	86,3	96,2
Maió/2003	94,2	94,4	89,1	94,8	95,1	86,1	97,1
Jun./2003	93,3	93,3	89,7	94,9	92,6	81,6	94,5
Jul./2003	94,3	93,5	90,1	97,2	90,6	84,6	92,0
Ago./2003	94,4	92,8	85,3	96,8	91,3	87,2	91,6
Set./2003	98,8	97,6	95,5	100,3	94,1	92,6	94,7
Out./2003	100,7	100,4	111,1	101,0	94,4	95,0	94,0
Nov./2003	98,8	98,3	105,4	102,4	91,1	91,5	90,6
Dez./2003	97,1	97,7	96,8	102,4	92,5	95,6	91,8
Jan./2004	100,6	101,0	101,8	102,7	97,5	105,3	94,8
Fev./2004	95,5	96,0	98,7	100,9	94,3	99,9	93,0
Mar./2004	105,6	106,0	105,4	107,1	102,6	102,3	101,3
Abr./2004	102,8	101,8	106,9	104,8	99,0	101,8	97,8
Maió/2004	101,7	100,9	103,2	102,7	99,2	103,5	97,8
Jun./2004	104,0	103,6	105,1	105,9	100,7	107,5	99,0
Jul./2004	105,2	104,5	110,2	107,0	102,4	108,3	100,6
Ago./2004	105,0	104,7	107,3	108,5	100,2	106,6	98,1
Set./2004	107,3	106,4	112,3	109,0	102,7	108,9	100,9
Out./2004	106,0	105,6	96,8	110,1	101,3	105,8	99,5
Nov./2004	106,9	107,1	111,7	111,7	102,8	110,4	100,4
Dez./2004	105,2	104,3	93,4	109,0	101,9	109,7	100,1
Jan./2005	105,2	104,8	105,5	107,7	104,8	110,2	103,0
Fev./2005	104,0	103,8	109,8	107,2	105,4	118,4	102,3
Mar./2005	102,5	101,7	105,3	103,3	101,8	110,0	99,1
Abr./2005	104,3	105,0	108,8	107,8	104,5	112,4	102,1
Maió/2005	105,6	104,6	112,6	108,0	102,4	111,9	99,7

(Continua)

(Continuação)

Período	Indústria geral	Indústria de transformação	Bens de capital	Bens intermediários	Bens de consumo total	Bens de consumo duráveis	Bens de consumo semiduráveis e não duráveis
Jun./2005	106,0	105,4	115,3	107,8	104,6	117,5	101,4
Jul./2005	103,7	103,5	110,2	107,8	103,8	116,6	100,4
Ago./2005	107,0	106,1	111,6	109,2	103,7	115,1	101,4
Set./2005	104,2	103,8	112,1	108,3	102,0	114,4	99,2
Out./2005	104,9	103,9	112,3	107,9	102,6	114,8	100,0
Nov./2005	104,6	104,0	110,0	108,8	106,4	123,9	102,4
Dez./2005	108,5	107,7	116,5	110,2	110,2	127,0	105,8
Jan./2006	107,0	107,1	116,0	109,9	107,2	125,2	103,2
Fev./2006	106,3	105,5	115,7	109,3	106,9	123,0	103,9
Mar./2006	109,8	108,7	125,9	109,4	111,2	133,3	105,5
Abr./2006	108,1	107,9	121,4	111,2	109,0	135,8	103,0
Mai./2006	109,8	108,8	121,4	111,1	110,2	136,6	104,3
Jun./2006	107,3	107,3	121,8	109,0	109,7	135,5	104,3
Jul./2006	109,0	109,0	126,3	109,6	111,4	141,9	105,3
Ago./2006	109,9	108,5	121,6	111,5	109,6	140,2	103,6
Set./2006	109,7	109,6	126,4	112,4	110,6	140,7	103,9
Out./2006	111,2	110,6	127,9	113,3	109,8	143,8	103,0
Nov./2006	113,0	112,3	129,8	115,4	113,0	148,4	105,0
Dez./2006	114,7	115,8	139,2	116,0	119,8	169,8	108,9
Jan./2007	113,8	113,3	135,4	115,2	111,2	147,2	103,7
Fev./2007	115,5	115,6	136,0	117,5	117,5	157,2	110,1
Mar./2007	115,8	114,5	134,2	117,3	115,7	157,1	106,0
Abr./2007	112,4	112,8	136,4	115,8	110,9	149,3	102,9
Mai./2007	117,1	117,8	145,5	118,9	117,5	159,7	108,4
Jun./2007	119,0	119,1	145,0	120,5	118,5	165,2	108,7
Jul./2007	118,2	117,6	143,7	118,6	115,3	160,0	105,8
Ago./2007	119,2	120,3	151,6	120,7	118,3	168,7	108,0
Set./2007	120,0	120,1	147,5	119,7	120,3	176,2	108,3
Out./2007	122,7	124,0	156,3	123,5	122,5	179,7	110,4
Nov./2007	121,7	122,3	156,1	123,8	121,0	174,3	108,9
Dez./2007	123,6	123,6	156,0	124,0	122,6	184,2	110,2
Jan./2008	129,8	129,0	162,8	131,0	125,0	189,2	112,4
Fev./2008	127,3	127,0	162,1	130,7	123,1	187,3	110,3
Mar./2008	125,3	123,7	150,6	125,0	121,5	189,7	106,9
Abr./2008	129,3	128,9	166,6	128,9	127,1	194,5	113,2
Mai./2008	128,2	129,6	165,9	129,2	126,4	196,8	112,1
Jun./2008	131,2	131,5	173,5	133,1	127,1	198,0	112,2
Jul./2008	131,0	131,7	174,9	132,0	127,4	201,5	111,7
Ago./2008	129,5	129,6	177,0	129,8	125,8	199,7	111,1
Set./2008	127,9	128,9	172,1	128,9	127,7	197,5	112,0
Out./2008	125,6	126,6	175,0	124,3	121,9	183,8	108,6
Nov./2008	115,9	116,6	139,4	120,4	115,7	155,7	107,6
Dez./2008	106,3	107,0	126,2	109,8	110,6	122,9	107,3
Jan./2009	109,6	110,0	131,8	108,8	117,1	159,2	108,1
Fev./2009	105,0	106,3	122,1	107,1	115,9	161,3	107,2
Mar./2009	113,5	111,9	136,4	109,6	123,8	186,6	110,6

(Continua)

(Continuação)

Período	Indústria geral	Indústria de transformação	Bens de capital	Bens intermediários	Bens de consumo total	Bens de consumo duráveis	Bens de consumo semiduráveis e não duráveis
Abr./2009	110,6	111,5	137,2	109,2	120,6	176,0	109,4
Mai./2009	114,9	113,6	134,2	111,9	123,9	182,6	112,0
Jun./2009	114,5	114,4	133,8	111,8	123,0	185,6	110,0
Jul./2009	116,0	116,6	137,7	115,3	124,7	189,4	111,2
Ago./2009	119,4	119,7	137,2	118,6	128,4	196,4	115,5
Set./2009	122,0	121,9	152,3	120,9	128,0	203,0	111,9
Out./2009	124,7	125,7	156,5	124,4	131,4	209,7	115,2
Nov./2009	124,1	125,3	155,7	125,7	130,9	208,9	114,8
Dez./2009	129,6	129,5	165,1	128,6	131,4	214,4	115,4
Jan./2010	131,6	131,9	168,3	130,8	133,0	223,1	116,0
Fev./2010	132,3	132,1	171,4	131,1	133,9	227,8	117,5
Mar./2010	133,5	134,7	176,8	132,0	135,9	217,4	117,8
Abr./2010	135,2	135,8	176,7	133,7	135,6	221,5	118,5
Mai./2010	132,4	133,6	179,6	130,9	134,1	221,2	116,4
Jun./2010	134,2	135,7	184,7	133,1	134,8	213,9	118,4
Jul./2010	136,9	137,2	183,8	134,9	135,9	212,6	120,0
Ago./2010	135,0	136,0	187,4	132,7	134,6	220,7	117,5
Set./2010	137,7	139,1	202,9	135,1	137,5	223,1	119,2
Out./2010	136,5	137,5	183,9	135,1	137,4	225,0	119,6
Nov./2010	138,4	139,9	186,9	139,2	139,8	233,3	120,8
Dez./2010	134,5	136,6	183,5	132,6	137,5	234,5	118,8
Jan./2011	136,9	137,4	186,4	133,6	139,6	241,5	120,2
Fev./2011	141,1	141,0	198,3	136,4	143,2	264,4	122,1
Mar./2011	139,1	139,1	191,7	136,2	139,6	231,2	120,9
Abr./2011	138,9	139,5	189,7	135,2	140,0	234,3	121,6
Mai./2011	138,7	141,3	191,2	137,3	141,6	224,5	124,0
Jun./2011	137,2	138,3	186,8	135,7	140,1	229,9	121,7
Jul./2011	138,3	140,3	193,7	135,7	140,5	233,6	121,6
Ago./2011	137,6	139,8	194,3	134,9	140,0	226,6	121,9
Set./2011	136,5	138,3	187,1	133,6	139,5	212,1	123,7
Out./2011	136,0	137,3	187,8	133,3	136,3	219,8	119,2
Nov./2011	136,2	137,7	191,5	134,0	139,6	234,9	120,4
Dez./2011	136,2	137,7	189,0	132,3	138,0	232,2	120,0
Jan./2012	134,7	135,0	177,6	132,8	135,2	216,9	118,8
Fev./2012	134,7	135,5	179,0	133,2	137,0	215,1	121,2
Mar./2012	133,4	135,3	175,7	131,7	137,2	225,3	119,1
Abr./2012	132,4	134,1	177,7	131,7	132,0	216,3	115,1
Mai./2012	134,6	135,3	184,0	131,9	135,1	219,3	117,5
Jun./2012	134,8	135,6	179,5	131,6	136,7	225,1	119,2
Jul./2012	132,6	133,8	175,1	130,5	138,3	225,7	120,2
Ago./2012	134,3	136,4	175,5	135,4	140,8	224,2	123,3
Set./2012	132,9	134,2	175,6	131,8	138,1	220,5	121,6
Out./2012	134,2	135,7	174,5	131,8	142,1	224,7	124,2

Fonte: IBGE e Funcex.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gap.

Obs.: índices encadeados, com ajuste sazonal (média de 2002 = 100).

UMA ANÁLISE ECONOMÉTRICA DA EVOLUÇÃO DA INDÚSTRIA DE TRANSFORMAÇÃO BRASILEIRA NO PERÍODO 2002-2012¹

Marco A. F. H. Cavalcanti²

1 INTRODUÇÃO

Após crescer apenas 0,3% em 2011 (na média do ano), a produção da indústria de transformação brasileira fechou 2012 com queda de 2,7%. As possíveis razões para o mau desempenho recente do setor industrial são várias e têm sido discutidas por vários economistas e analistas (Bacha, 2013; Pastore, Gazzano e Pinotti, 2013; Parnes e Hartung, 2013; Goldfajn e Bicalho, 2013). Este capítulo apresenta um exercício econométrico, visando contribuir para este debate – e, mais especificamente, com o objetivo de identificar os principais determinantes das flutuações da produção industrial brasileira no período 2002-2012 e estimar a contribuição de cada um na geração de níveis relativamente baixos de produção nos últimos dois anos.

2 METODOLOGIA E DADOS

A metodologia empírica envolve a análise de funções de resposta a impulso, decomposição de variância dos erros de previsão e decomposição histórica a partir de um Modelo Autorregressivo Vetorial (VAR). Os passos básicos da análise,³ baseada em dados mensais para o período janeiro de 2002-dezembro de 2012, são descritos adiante.⁴

2.1 Especificação e estimação do modelo VAR na forma reduzida

O primeiro passo da análise empírica é a estimação de um modelo VAR (na forma reduzida), incluindo como variáveis endógenas, além da própria produção industrial (em logaritmo), outras variáveis domésticas e externas que, de acordo com a teoria econômica, sejam possíveis candidatas a explicar a evolução da produção na indústria. Tendo em vista que a inclusão simultânea de todas as possíveis variáveis relevantes, no modelo, não é viável – por uma questão de graus de liberdade na estimação –, foram testadas especificações com diferentes subconjuntos de variáveis.

1. Este anexo foi publicado originalmente como Nota Técnica da Carta de Conjuntura de março de 2013.

2. Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

3. Para uma discussão mais detalhada dos métodos subjacentes, ver Lutkepohl (2007).

4. A definição deste período amostral deveu-se a restrições de dados para algumas variáveis, em particular a variável de "expectativa de inflação" (e as taxas de juros reais ex ante correspondentes), disponível apenas a partir do segundo semestre de 2001.

Na especificação básica do modelo VAR, foram usadas as variáveis endógenas listadas a seguir:

- v1: índice de preço de *commodities*, exclusive combustíveis – Fundo Monetário Internacional (FMI) –, em logaritmo;
- v2: índice de *quantum* das importações mundiais (FMI), dessazonalizado, em logaritmo;
- v3: índice de produção da indústria de transformação, dessazonalizado – Pesquisa Industrial Mensal-Pessoa Física do Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (PIM-PF/IBGE) –, em logaritmo;
- v4: indicador de estoques da indústria de transformação, definido como a diferença entre a proporção de empresas que afirmaram ter estoques *excessivos* e a proporção de empresas que afirmaram ter estoques *insuficientes* – Fundação Getulio Vargas (FGV);
- v5: custo da hora trabalhada na indústria, calculada como a razão entre a folha de pagamento na indústria e o número de horas pagas – Pesquisa Industrial Mensal de Emprego e Salário (Pimes/IBGE) – e deflacionada pelo Índice de Preços por Atacado (IPA) – produtos industriais/FGV;
- v6: taxa do Sistema Especial de Liquidação e de Custódia (Selic) acumulada no mês, anualizada – Banco Central do Brasil (BCB); e
- v7: expectativa de inflação para os próximos doze meses, apurada no último dia do mês (Focus/BCB).

Além das variáveis endógenas, o modelo incluiu uma constante, uma tendência determinística e um conjunto de variáveis binárias (*dummies*) referentes aos meses de setembro, outubro e novembro de 2002 e novembro e dezembro de 2008 – períodos caracterizados por variações muito atípicas nos indicadores analisados, associadas, respectivamente, ao processo eleitoral de 2002 no país e à crise financeira global de 2008.

A ordem de defasagem das variáveis endógenas do VAR foi escolhida com base no Critério de Informação de Schwarz, sujeito às restrições de que o modelo não apresentasse autocorrelação residual significativa e satisfizesse o critério de estabilidade paramétrica.⁵

Nas especificações alternativas, uma ou mais das variáveis citadas foram substituídas por alguma das seguintes variáveis:

- VIX – Índice de Volatilidade do Chicago Board Options Exchange;
- PMI – Purchasing Manager's Index Global, indústria (J. P. Morgan);

5. Foram utilizadas, respectivamente, as versões multivariadas do teste do multiplicador de Lagrange – testando-se a presença de autocorrelação residual para todas as ordens de defasagem até a 12ª – e do teste preditivo de Chow (*forecast Chow*, conforme terminologia de Lutkepohl, 2007) – no qual se testou a ocorrência de uma possível quebra nos parâmetros do modelo para todas as possíveis datas a partir de outubro de 2008.

- Spread ajustado das taxas de retorno de títulos privados nos Estados Unidos com classificação CCC ou inferior, relativamente aos títulos do Tesouro dos Estados Unidos (Bank of America Merrill Lynch);
- Taxa de câmbio R\$/US\$, venda, média no mês (BCB);
- Taxa de câmbio efetiva real (BCB);
- Índice Nacional de Preço ao Consumidor Amplo (IPCA/IBGE), em logaritmo;
- Taxa Selic real, definida como a diferença entre a taxa nominal e a inflação esperada;
- Taxa Swap DI-Pré real, definida como a diferença entre a taxa nominal e a inflação esperada;
- Risco país, medido pelo Emerging Market Bond Index (Embi)-Brasil/J. P. Morgan);
- Arrecadação do Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI)/Receita Federal), deflacionado pelo IPA-produtos industriais/FGV.

Além disso, testou-se também a exclusão de uma ou mais das variáveis *dummies* citadas anteriormente. Todas as especificações alternativas se revelaram piores do que a especificação básica sob pelo menos um critério de diagnóstico – teste de autocorrelação e/ou teste de estabilidade. Ainda assim, cabe notar que grande parte dos resultados das simulações apresentadas a seguir pouco se alterou, pelo menos em termos qualitativos, sob as especificações alternativas.

2.2 Identificação do modelo VAR na forma estrutural

O segundo passo da análise é a identificação do modelo VAR na forma estrutural, a partir do qual é possível estimar os efeitos sobre cada variável do sistema, oriundos de *choques* nas demais variáveis – ou seja, os efeitos de variações *exógenas* em certa variável, que não representem simplesmente a reação dessa variável a movimentos nas outras variáveis do modelo. Este é provavelmente o passo mais difícil e controverso da análise, pois a identificação do componente *exógeno* de cada variável pode ser feita a partir de múltiplos métodos, cada um dos quais apresenta suas próprias limitações e deficiências.

Adotou-se como método básico de identificação o procedimento de ortogonalização dos resíduos do VAR, com base na chamada *decomposição de Cholesky*, que pressupõe *choques estruturais* não correlacionados entre si e impõe uma estrutura recursiva à matriz de relações contemporâneas entre as variáveis do modelo, de modo que a primeira variável não possa ser afetada contemporaneamente por nenhuma das demais, a segunda possa ser afetada apenas pela primeira, a terceira possa ser afetada pelas duas primeiras – e assim por diante. Dada certa *ordenação*

causal das variáveis sob análise, o modelo é exatamente identificado, e é possível obter estimativas dos choques estruturais em cada variável e de seus respectivos efeitos sobre as demais variáveis do sistema. A principal dificuldade desse método de identificação reside na apresentação de argumentos convincentes em favor de uma estrutura recursiva com certa ordenação causal específica.

No caso em questão, a *ordenação causal* adotada foi: v1-v2-v3-v4-v5-v6-v7. Procura-se justificar essa ordenação com base nos argumentos a seguir.

- 1) Considerando o Brasil um *país pequeno*, as variáveis externas (v1 e v2) devem preceder as variáveis domésticas, pois não são por estas afetadas. Dado que não há a pretensão de isolar os efeitos de cada variável externa sobre a produção doméstica, a ordenação entre as variáveis v1 e v2 é irrelevante.
- 2) É razoável supor que haja uma defasagem de pelo menos um mês entre o momento em que as decisões de produção são tomadas e o momento em que a produção efetivamente ocorre, de modo que a produção industrial (v3) não deve ser afetada pelas demais variáveis domésticas no mês corrente. Esta hipótese só seria violada caso tais “choques” fossem antecipados previamente pelos empresários, com uma antecedência superior à defasagem temporal na implementação das decisões de produção – o que parece implausível.
- 3) A expectativa de inflação (v7) é uma variável que, por sua própria natureza, pode mudar de nível rapidamente em função de variações no ambiente econômico, sendo razoável permitir que responda contemporaneamente aos choques nas demais variáveis – especialmente por se tratar de variável observada no último dia do mês.
- 4) Por fim, a ordenação causal entre o nível de estoques (v4), o custo das horas trabalhadas (v5) e a taxa Selic (v6) não é clara. Supõe-se, aqui, que os estoques e o custo do trabalho demorem pelo menos um mês para reagir às variações inesperadas na taxa Selic, ao passo que esta pode reagir contemporaneamente aos choques nas outras duas – possivelmente, em decorrência da capacidade de o BCB antecipar parcialmente o comportamento dessas variáveis por meio de sistemas de indicadores antecedentes/coincidentes.

Com o objetivo de verificar a robustez dos resultados obtidos em relação à adoção de diferentes hipóteses de identificação, foram testadas também outras restrições sobre a matriz de relações contemporâneas do modelo estrutural, invertendo-se a ordenação causal ou permitindo-se simultaneidade entre algumas variáveis, em particular, entre v4, v5 e v6, – sendo zerados, neste último caso, um ou mais coeficientes adicionais da matriz de relações contemporâneas. Sob os esquemas de identificação alternativos, os resultados da análise são relativamente pouco afetados.

2.3 Análise do modelo: funções de resposta a impulso, decomposição de variância e decomposição histórica

Após a identificação do VAR estrutural, o modelo pode ser analisado a partir de funções de resposta a impulso (FRIs), decomposição de variância dos erros de previsão e decomposição histórica. As FRIs descrevem os efeitos de variações inesperadas nas variáveis do sistema sobre a trajetória de cada variável ao longo do tempo, ao passo que a decomposição de variância dos erros de previsão permite quantificar a relevância que, em média, os choques em cada variável do sistema possuem, na explicação das flutuações dessas variáveis em torno de seus valores previstos. Neste capítulo, serão discutidas apenas a decomposição de variância e as respostas da produção industrial aos choques nas demais variáveis.

A decomposição histórica é uma forma alternativa de avaliar as contribuições dos choques estruturais na determinação da trajetória de cada variável do sistema. O exercício aqui apresentado visa estimar a contribuição das variáveis externas, tomadas conjuntamente, e de cada variável doméstica, tomada isoladamente, sobre a evolução da produção industrial no período 2011-2012. Esta estimação procede em duas etapas, conforme descrito a seguir.

- 1) Calcula-se a trajetória que teria sido observada para a produção industrial no período 2010-2012 na ausência de choques – em todas as variáveis do sistema.
- 2) Calcula-se a trajetória que teria sido observada para a produção industrial neste período, levando-se em consideração os choques estruturais efetivamente observados em cada variável – ou conjunto de variáveis, caso não haja interesse em isolar o efeito de cada uma.

A diferença entre a trajetória 2 e a trajetória 1 nos fornece uma estimativa do efeito dos choques em cada variável sobre a evolução da produção industrial no período considerado.

3 RESULTADOS

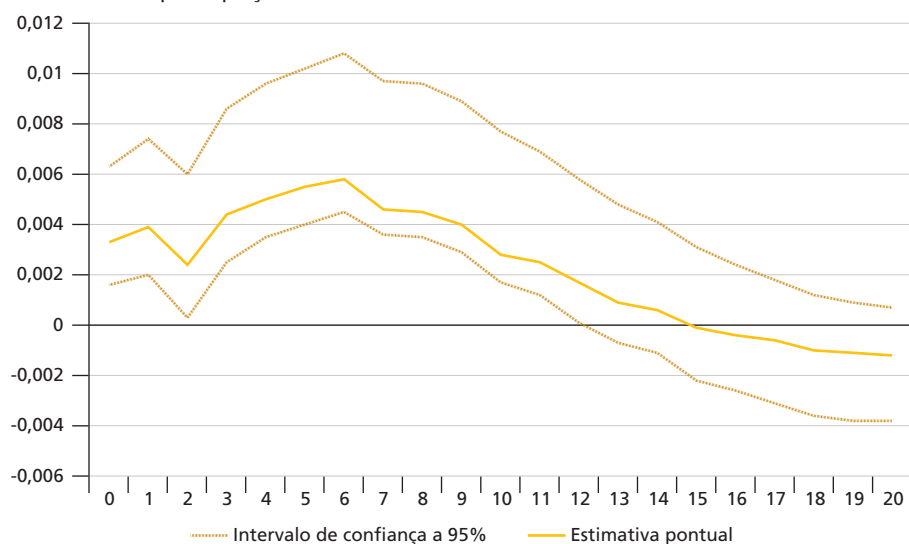
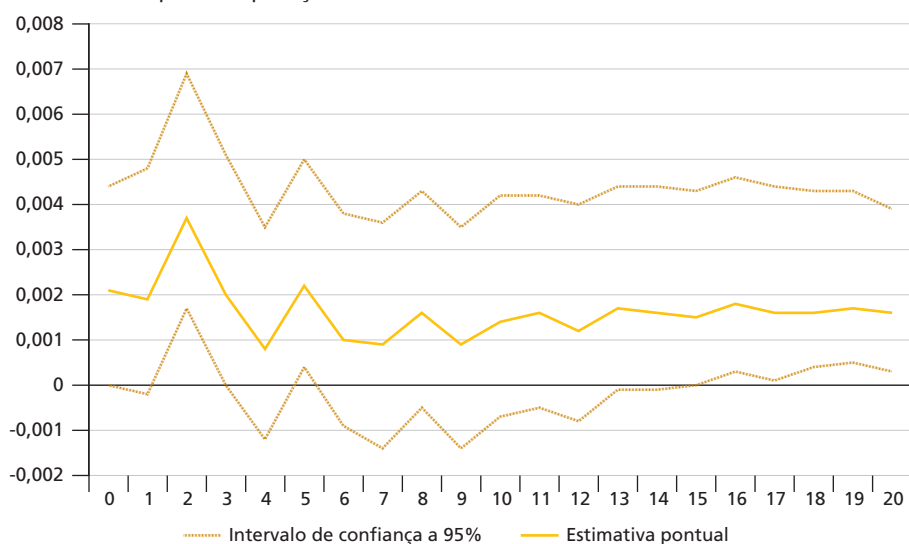
3.1 Especificação básica do VAR

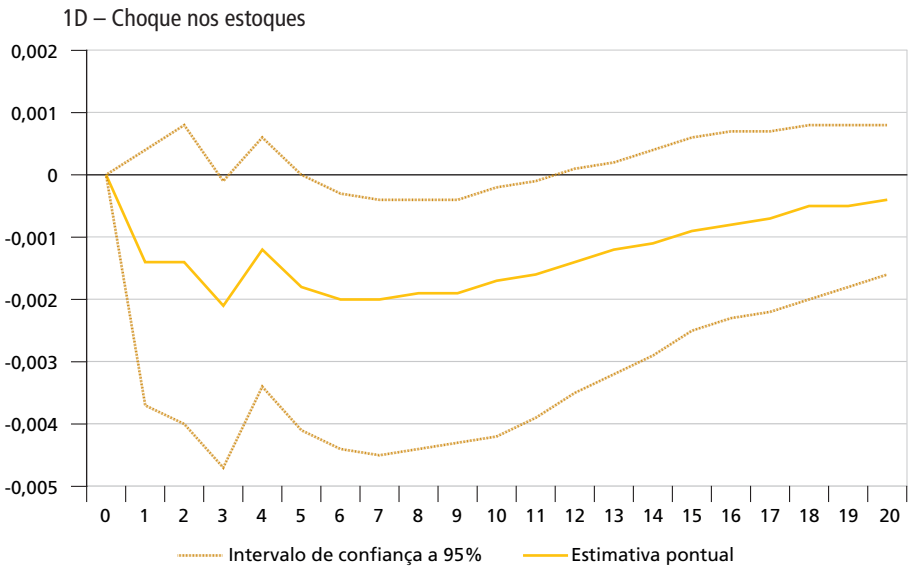
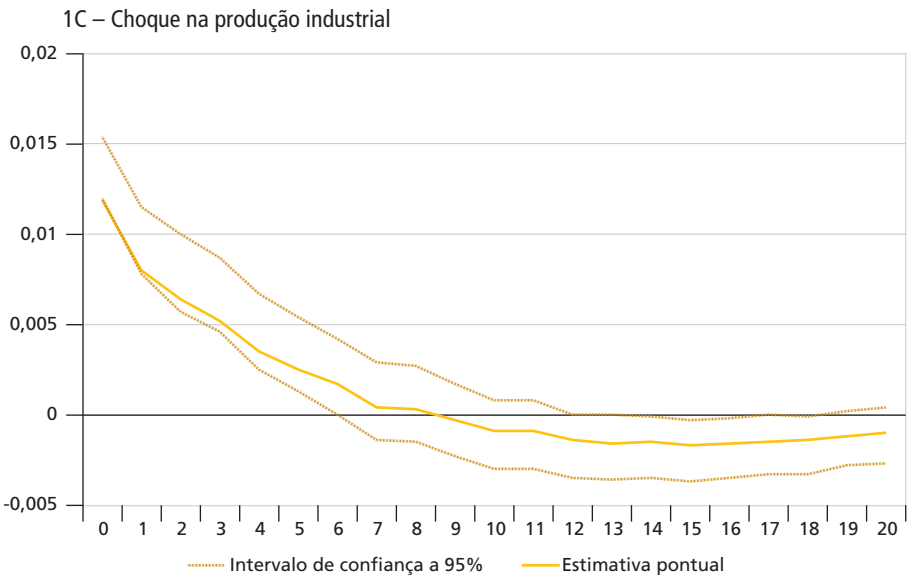
O VAR básico foi estimado com quatro defasagens das variáveis endógenas. De acordo com os testes de diagnóstico realizados, o modelo parece compatível com as hipóteses nulas de ausência de autocorrelação residual e estabilidade paramétrica.⁶

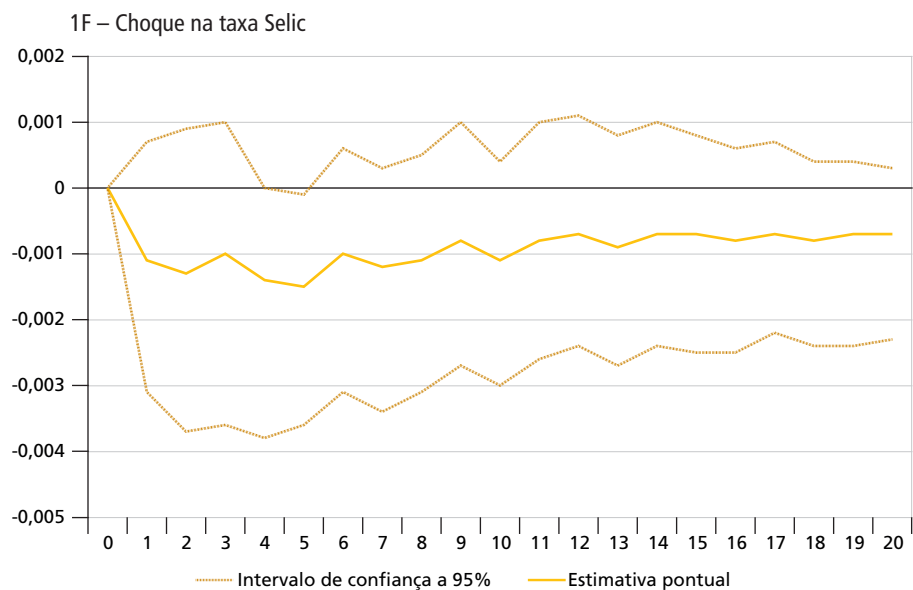
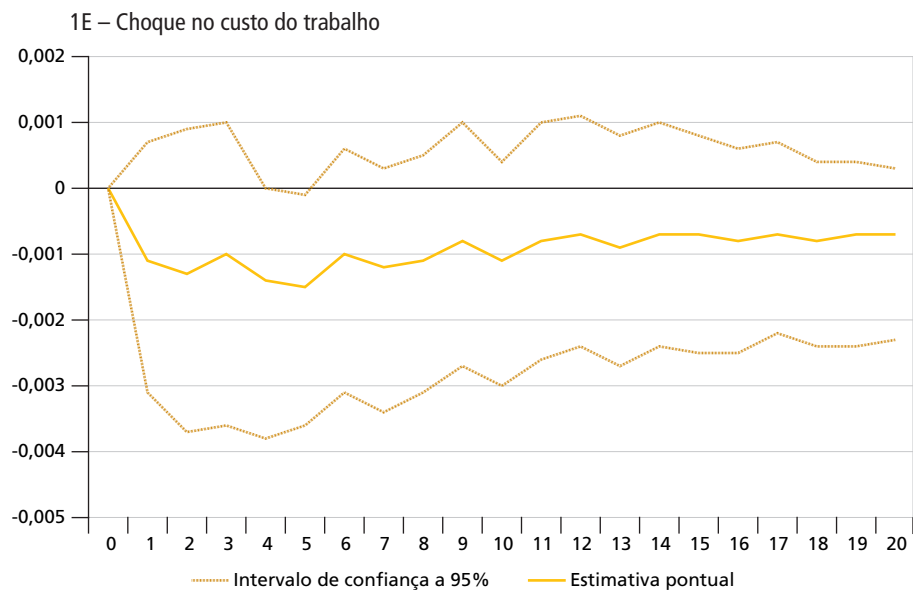
6. No caso dos testes de autocorrelação residual, testou-se a hipótese nula de ausência de autocorrelação para todas as ordens de defasagem até a 12ª; o menor valor-p associado a essa sequência de testes foi de 5,8%, relativo à terceira defasagem. Para todas as demais defasagens, o valor-p foi sempre superior a 10%. No caso do teste de estabilidade estrutural de Chow, testou-se a ocorrência de uma possível quebra nos parâmetros do modelo para todas as possíveis datas entre outubro de 2008 e outubro de 2012. Para todas as datas consideradas, o valor-p associado ao teste foi sempre superior a 10%, exceto no primeiro mês considerado. Mais do que indicar uma mudança nos parâmetros do modelo entre os dois subperíodos considerados, este resultado possivelmente indicaria a necessidade de incluir-se uma variável *dummy* adicional no modelo, referente a outubro de 2008. Dado o já elevado número de variáveis no modelo, optou-se por não fazê-lo na especificação básica. De qualquer forma, cabe destacar que foi estimada também uma especificação alternativa do VAR com a inclusão desta variável *dummy* adicional, e a maioria dos resultados aqui apresentados permaneceu basicamente inalterada – com exceção de certa perda de significância de algumas FRIs.

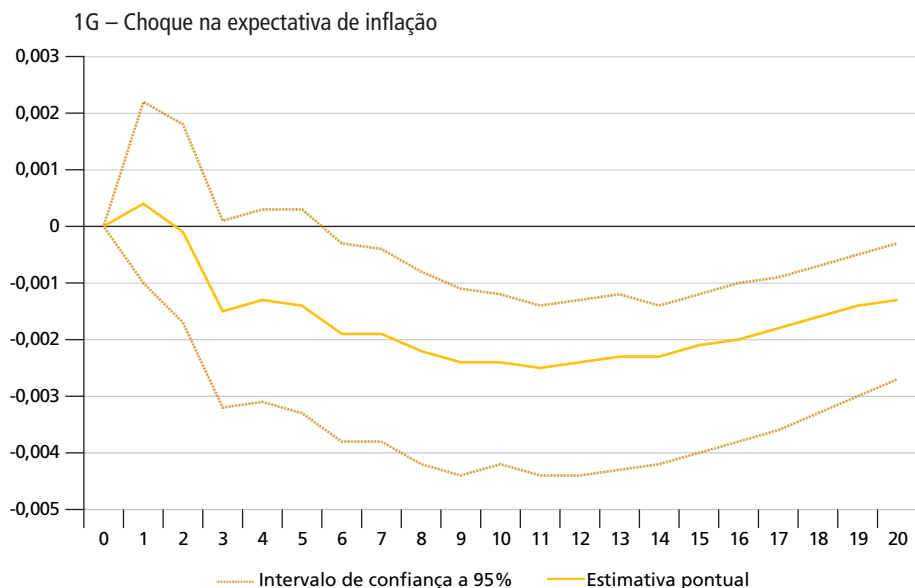
As FRIs, estimadas a partir do modelo na forma estrutural, são apresentadas nos gráficos a seguir, com intervalos de confiança a 95%, calculados pelo método de *bootstrap* de Hall (1992).

GRÁFICO 1

Respostas da produção industrial aos choques no VAR básico**1A – Choque no preço de commodities****1B – Choque nas importações mundiais**







As FRIs citadas parecem razoáveis, à luz da teoria econômica e de evidências de trabalhos anteriores.⁷ Em particular, observa-se que a produção industrial aumenta em reação a choques positivos no comércio mundial e nos preços das *commodities*, e diminui após choques positivos nos estoques, no custo do trabalho, na taxa Selic e na inflação esperada. Vale ressaltar que, apesar dos reduzidos graus de liberdade associados à estimação de um VAR relativamente *grande*, todas as FRIs apresentam-se estatisticamente significativas, mesmo que marginalmente, em algum momento do horizonte temporal considerado (vinte meses).

A interpretação econômica de algumas das respostas estimadas não é necessariamente trivial. A retração da produção industrial diante de um choque na inflação esperada, por exemplo, pode ser racionalizada de pelo menos duas formas distintas: de um lado, o aumento da inflação esperada poderia sinalizar o aumento futuro das taxas de juros, levando à expectativa de aumento de custos de produção e/ou redução de demanda e, portanto, à retração da produção por parte das empresas; e, de outro, é possível que, em certos momentos, o aumento da inflação esperada reflita maior incerteza do ambiente econômico, o que afetaria negativamente as decisões de produção e investimento na indústria.

7. As FRIs referentes às demais variáveis do modelo também parecem razoáveis, à luz da literatura econômica. Os resultados completos da análise podem ser solicitados ao autor.

A decomposição da variância dos erros de previsão (tabela 1) revela que os principais determinantes das flutuações da produção industrial em torno de seus valores esperados são, além de choques na própria variável – responsáveis por cerca de 40% da variância total para um horizonte de previsão vinte passos à frente – choques nas variáveis externas e na inflação esperada, que explicam, respectivamente, cerca de 36% e 12% da variância total no horizonte de vinte períodos. Vale notar que a proporção relativamente elevada da variância total explicada por choques na própria variável é um resultado usual na literatura VAR, refletindo uma possível omissão de variáveis, dada a impossibilidade de incluir número muito grande de variáveis neste tipo de modelo. Talvez o resultado que chame mais atenção seja a importância relativa dos choques externos na determinação das flutuações da produção industrial em torno de seus valores previstos, principalmente se considerarmos que o Brasil ainda é um país relativamente fechado. Este resultado pode indicar a necessidade de estudos visando entender em mais detalhes os mecanismos de transmissão dos choques externos à atividade doméstica.

TABELA 1

Decomposição da variância dos erros de previsão da produção industrial no VAR básico, para diferentes horizontes de previsão
(Em %)

Períodos	Choques no preço de commodities	Choques nas importações mundiais	Choques na produção industrial	Choques nos estoques	Choques no custo do trabalho	Choques na taxa Selic	Choques na inflação esperada
0	7,0	2,7	90,3	0,0	0,0	0,0	0,0
10	31,0	5,7	44,6	4,7	2,1	4,9	7,0
20	27,9	7,9	39,9	5,1	2,4	4,7	12,1

Elaboração do autor.

No exercício de decomposição histórica, calcula-se a diferença entre a trajetória que teria sido observada para a produção industrial, no período 2010-2012, na ausência de choques, e a trajetória que teria sido observada considerando-se apenas os choques em cada uma das variáveis domésticas, tomadas isoladamente, e nas variáveis externas, tomadas conjuntamente. A partir deste exercício, calcula-se a contribuição dos choques em cada variável do VAR para a taxa de crescimento da produção industrial em 2011 e 2012, conforme tabela 2.

TABELA 2

Contribuição dos choques em cada variável do VAR básico para a taxa de crescimento da produção industrial em 2011 e 2012 – diferenças em relação à taxa de crescimento estimada na ausência de choques
(Em p.p.)

Ano	Choques nas variáveis externas	Choques na produção industrial	Choques nos estoques	Choques no custo do trabalho	Choques na Selic	Choques na inflação esperada
2011	2,14	-0,43	0,43	-0,04	-0,65	0,01
2012	-3,49	-0,07	0,02	0,14	-0,18	-0,64

Elaboração do autor.

Nota-se que, no período considerado, as variáveis cujos choques parecem ter sido mais relevantes na determinação do comportamento da indústria de transformação foram as externas, a taxa Selic e a inflação esperada. É interessante observar que: *i*) a contribuição dos choques externos para o crescimento da produção industrial doméstica foi fortemente positiva em 2011 e fortemente negativa em 2012, com efeito líquido negativo para o período; *ii*) os choques na Selic contribuíram para deprimir a atividade industrial, especialmente em 2011, ao passo que os choques na inflação esperada apresentaram contribuição negativa apenas em 2012, tendo sido *neutros* no ano anterior; e *iii*) os choques nos estoques e no custo do trabalho não parecem ter sido fontes relevantes de desaceleração da indústria neste período.

É importante que os resultados apresentados sejam interpretados adequadamente. Estes resultados não significam que a evolução do nível de estoques e do custo do trabalho na indústria não tenham tido nenhum impacto sobre a atividade do setor; de fato, a evolução destas variáveis em resposta a outros choques na economia pode ter impactado o desempenho industrial no período. O que os resultados sugerem é que estas variáveis não forneceram impulsos *exógenos* – isto é, desvinculados da evolução das demais variáveis do modelo – muito significativos, no sentido de desacelerar a indústria no período. De forma análoga, a contribuição negativa dos choques na taxa Selic para o crescimento industrial não deve ser confundida com uma suposta contribuição negativa da redução observada nesta taxa durante boa parte do período.⁸ A interpretação adequada é que os desvios da taxa Selic em relação à sua trajetória esperada – a partir da observação do ambiente econômico – contribuíram para desaquecer a atividade industrial. De fato, ao analisarmos em mais detalhes os resultados do exercício, observamos que os choques na Selic empurraram a taxa, durante a maior parte de 2011, para níveis acima da trajetória que seria esperada na ausência de choques – produzindo, assim, impacto negativo sobre a indústria – em conformidade com as FRIs apresentadas anteriormente.

8. A meta da Taxa Selic caiu de 12,5% ao ano (a.a.), em julho de 2011, para 7,25% a.a., em outubro de 2012.

Outro resultado interessante é que o modelo já projetava, após a queda observada no final de 2008 e início de 2009, forte recuperação da produção industrial, em 2010, e uma natural desaceleração cíclica, em 2011, mesmo na ausência de choques.

3.2 Especificações alternativas do VAR

Foram testadas diversas especificações alternativas do VAR. A seguir, apresentam-se apenas os resultados do exercício de decomposição histórica das seguintes especificações, consideradas válidas a partir da realização dos testes de diagnóstico citados – testes de autocorrelação e estabilidade estrutural:

- *VAR alternativo 1*: exclui do VAR básico a variável de estoques; e
- *VAR alternativo 2*: exclui do VAR básico as variáveis *taxa Selic* e *inflação esperada*, substituindo-as pelas variáveis *Taxa Swap DI-Pré real* e *Risco país* (Embi-Brasil).

Outras especificações também foram consideradas válidas, mas seus resultados se diferenciam muito pouco daqueles aqui apresentados. Além disso, tanto para o VAR básico como para as versões alternativas do modelo, foram testadas diferentes hipóteses de identificação do modelo estrutural, obtendo-se poucas diferenças nos resultados de interesse. Cabe notar que nenhuma das especificações que incluíram medidas de taxa de câmbio (nominal ou real) revelou-se satisfatória no que se refere aos testes de diagnóstico – o que pode indicar a necessidade de abordagens diferentes para tentar modelar o comportamento dessa variável e suas inter-relações com as demais variáveis macroeconômicas.

As tabelas 3 e 4 apresentam a decomposição histórica para as versões alternativas do VAR citadas anteriormente. Observa-se que: *i*) a conclusão quanto à relevância dos choques externos permanece válida; *ii*) a especificação 1 corrobora a contribuição negativa dos choques na Selic e na inflação esperada para a produção industrial do período; e *iii*) de acordo com a especificação 2, os choques nos estoques e no custo do trabalho podem ter tido impacto não desprezível sobre a atividade industrial em 2012.

TABELA 3

Contribuição dos choques em cada variável do VAR alternativo 1 para a taxa de crescimento da produção industrial em 2011 e 2012 – diferenças em relação à taxa de crescimento estimada na ausência de choques
(Em p.p.)

Ano	Choques nas variáveis externas	Choques na produção industrial	Choques no custo do trabalho	Choques na Selic	Choques na inflação esperada
2011	2,47	-0,5	0,01	-0,49	0,01
2012	-3,06	-0,07	0,14	-0,39	-0,64

Elaboração do autor.

TABELA 4

Contribuição dos choques em cada variável do VAR alternativo 2 para a taxa de crescimento da produção industrial em 2011 e 2012 – diferenças em relação à taxa de crescimento estimada na ausência de choques
(Em p.p.)

Ano	Choques nas variáveis externas	Choques na produção industrial	Choques nos estoques	Choques no custo do trabalho	Choques na taxa de juros real	Choques no risco país
2011	1,65	-1,18	0,27	-0,02	-0,92	0,34
2012	-3,42	-1,46	-0,36	-0,38	0,39	-0,25

Elaboração do autor.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

O objetivo deste capítulo foi contribuir para o debate sobre as causas da desaceleração da indústria de transformação brasileira no período 2011-2012. De acordo com os resultados apresentados, as variáveis cujos choques parecem ter sido mais relevantes na determinação do comportamento da indústria no período foram as variáveis externas, a taxa Selic e a inflação esperada; em uma das especificações do modelo estimado, choques nos estoques e no custo do trabalho também exerceram impacto negativo relevante sobre a produção industrial.

É importante ressaltar que tais resultados se referem à relevância de impulsos *exógenos* em cada variável – isto é, desvinculados da evolução das demais variáveis do modelo –, no sentido de desacelerar a indústria no período. O fato de os *choques* em algumas variáveis se revelarem relativamente pouco importantes para explicar a evolução da produção industrial no período não significa que a evolução dessas variáveis tenha tido necessariamente pouco impacto sobre a atividade do setor; de fato, a evolução dessas variáveis em resposta a outros choques na economia pode ter impactado o desempenho industrial.

De forma análoga, a contribuição negativa dos choques na taxa Selic para o crescimento industrial não deve ser confundida com uma suposta contribuição negativa da redução observada nesta taxa durante boa parte do período; a interpretação adequada é que os desvios da taxa Selic em relação à sua trajetória esperada – a partir da observação do ambiente econômico – parecem ter contribuído para desaquecer a atividade industrial.

Talvez o resultado que chame mais a atenção seja a importância relativa dos choques externos na determinação das flutuações da produção industrial em torno de seus valores previstos, principalmente se considerarmos que o Brasil ainda é um país relativamente fechado. Este resultado pode indicar a relevância de estudos visando entender em mais detalhes os mecanismos de transmissão dos choques externos à atividade doméstica.

Os resultados obtidos dependem, evidentemente, da metodologia empírica utilizada – em particular, das hipóteses de identificação adotadas. Cabe ressaltar, porém, que vários resultados permaneceram basicamente inalterados diante de variações na especificação do modelo, bem como nas hipóteses de identificação usadas. Ademais, é importante notar que, considerando o Brasil como um *país pequeno* em relação ao resto do mundo, não parece haver grande controvérsia quanto ao procedimento adequado de identificação dos efeitos dos choques externos sobre a atividade industrial brasileira – o que implica maior grau de confiança na estimativa da contribuição destes choques para o desempenho industrial do país.

REFERÊNCIAS

- BACHA, E. Bonança externa e desindustrialização: uma análise do período 2005-2011. In: BACHA, E.; BOLLE, M. (Org.). **O futuro da indústria no Brasil: desindustrialização em debate**. Rio de Janeiro: Civilização brasileira, 2013.
- GOLDFAJN, I.; BICALHO, A. Análise da dinâmica da produção industrial entre 2008 e 2012. In: BACHA, E.; BOLLE, M. (Org.). **O futuro da indústria no Brasil: desindustrialização em debate**. Rio de Janeiro: Civilização brasileira, 2013.
- HALL, P. **The bootstrap and edgeworth expansion**. New York: Springer-Verlag, 1992.
- LUTKEPOHL, H. **New introduction to multiple time series analysis**. 2. ed. Berlin: Springer-Verlag, 2007.
- PARNES, B.; HARTUNG, G. Uma nota sobre a desaceleração recente da indústria brasileira. In: BACHA, E.; BOLLE, M. (Org.). **O futuro da indústria no Brasil: desindustrialização em debate**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2013.
- PASTORE, A. C.; GAZZANO, M.; PINOTTI, M. C. Por que a produção industrial não cresce desde 2010? In: BACHA, E.; BOLLE, M. (Org.). **O futuro da indústria no Brasil: desindustrialização em debate**. Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2013.

A DINÂMICA DAS TRANSFERÊNCIAS PÚBLICAS DE ASSISTÊNCIA E PREVIDÊNCIA (1995-2012)¹

Cláudio Hamilton M. dos Santos²

1 INTRODUÇÃO

É difícil exagerar a importância macroeconômica e política das *transferências (públicas) de assistência e previdência social* (TAPS) no Brasil atual. Os números falam por si. As TAPS agregadas atingiram a casa dos 15% do produto interno bruto (PIB) ao longo da última década. Atualmente, os benefícios pagos pelo Regime Geral da Previdência Social (RGPS) ultrapassam 26 milhões, enquanto 4 milhões de pessoas recebem Benefícios de Prestação Continuada (BPC) previstos na Lei Orgânica de Assistência Social (Loas).³ Quase 14 milhões de famílias – algo em torno de 40 milhões de pessoas – são assistidas pelo Programa Bolsa Família (PBF).⁴ Perto de 35 milhões de saques de contas do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) são feitos a cada ano.⁵ Mais de 21 milhões de brasileiros recebem o abono salarial e quase 8,5 milhões recebem seguro-desemprego.⁶ E há no país, ainda, cerca de 3,5 milhões de servidores públicos aposentados ou instituidores de pensão, 1 milhão dos quais da União e o restante dos governos subnacionais.⁷

Este capítulo resume os procedimentos adotados por Dos Santos *et al.* (2013) para estimar uma série anual para as TAPS compatível com as Contas Nacionais referência 2000 para o período 1995-2012⁸ e está dividida em quatro seções além desta introdução.

1. Este anexo foi publicado originalmente como Nota Técnica da Carta de Conjuntura de setembro de 2013.

2. Técnico de Planejamento e Pesquisa da Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas (Dimac) do Ipea.

3. De acordo com dados do Boletim Estatístico da Previdência Social de julho de 2013, publicado pelo Ministério da Previdência Social (MPS).

4. De acordo com dados dos Relatórios de Informações Sociais do Ministério do Desenvolvimento Social e Combate à Fome (MDS).

5. De acordo com o Relatório de Gestão do Fundo de FGTS relativo ao ano de 2012.

6. De acordo com o Relatório de Gestão do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) relativo ao ano de 2012.

7. De acordo com o quantitativo dos servidores dos Regimes Próprios de Previdência Social (RPPS) publicado pelo MPS.

8. Reis *et al.* (2006) apresentam dados anuais sobre as TAPS brasileiras para o período 1947-2000. Estes dados não são, entretanto, perfeitamente compatíveis – e, portanto, comparáveis – com os dados das Contas Nacionais referência 2000. Com efeito, a série disposta pelos referidos autores foi construída a partir da coleta de dados produzidos ao longo dos anos e seguindo várias metodologias, inicialmente pela Fundação Getúlio Vargas (FGV) e posteriormente pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). Por exemplo, FGV (1956) não utiliza explicitamente o termo TAPS, mas o conceito similar de *transferências a consumidores*, que, segundo a FGV (1959, p. 59) inclui “despesas [públicas] com [servidores] inativos, pensionistas, salário-família, auxílio(s) a instituições beneficentes sem finalidade lucrativa, auxílios a populações flageladas e várias outras modalidades de auxílio, além dos quais, os benefícios pagos pelo sistema de previdência social.” Além disso, a estimativa da FGV (1962) para as transferências públicas aos consumidores, por exemplo, em 1947, é significativamente maior do que o publicado em FGV (1957) – de modo a evidenciar mudanças importantes na metodologia de cálculo da variável já nos primeiros anos de produção das contas nacionais brasileiras.

A seguir, na segunda seção, são apresentados os conceitos básicos relevantes e os dados anuais disponíveis – para o período 2000-2009. As seções 3 e 4 tratam, respectivamente, de estender a série disponível até 2012 e retropolá-la até 1995. Por fim, a seção 5 resume e contextualiza os principais resultados apresentados nas duas seções anteriores.

2 CONCEITOS BÁSICOS E DADOS ANUAIS DISPONÍVEIS

Segue-se, neste estudo, o entendimento de Dos Santos *et al.* (2013), que define as TAPS, essencialmente, como a soma dos *benefícios sociais exclusive transferências sociais em espécie* – tal como definidos nas Contas Nacionais referência 2000 – e das Transferências Públicas a Instituições Privadas sem Fins Lucrativos (TIPSFL).⁹ Técnica à parte, interessa saber que as TAPS podem ser divididas em nove componentes principais, quais sejam: *i*) os benefícios do RGPS; *ii*) os pagamentos de seguro-desemprego e abono salarial financiados pelo Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT); *iii*) os saques do FGTS; *iv*) os saques do fundo residual do PIS-PASEP;¹⁰ *v*) as transferências feitas pelos governos estaduais e municipais para os servidores públicos aposentados e instituidores de pensão dos referidos estados e municípios; *vi*) os pagamentos feitos pela União aos servidores públicos federais aposentados e instituidores de pensão; *vii*) os benefícios associados à Loas, inclusive a Renda Mensal Vitalícia (RMV); *viii*) os pagamentos de benefícios do PBF; e, finalmente, *ix*) as TIPSFL. O quadro 1 mostra a tradução destes componentes para o linguajar das Contas Nacionais referência 2000.

Para entender o quadro 1, há que se ter em mente que as Contas Nacionais dividem os benefícios pagos em dinheiro – isto é, *exclusive as transferências pagas em espécie* – pelo setor público às pessoas em *previdenciários e assistenciais* (ONU *et al.*, 2009, p. 172). Com efeito, o Sistema de Contas Nacionais (SCN), em inglês, System of National Accounts (SNA), 2008 entende a previdência social como “um esquema de seguro social”, para o qual “o beneficiário (...) usualmente paga uma contribuição, ou alguém a paga por ele” (ONU *et al.*, 2009). Já a assistência social “é distinta da previdência, posto que o recebimento de benefícios assistenciais não depende de participação formal [contributiva] em esquemas de previdência (...). Usualmente, todos os residentes [de uma determinada economia] podem receber benefícios de assistência social, ainda que as condições específicas nas quais estes benefícios são concedidos possam ser restritivas. Frequentemente, há uma comparação da renda disponível e das necessidades do beneficiário em potencial, e apenas aqueles com renda inferior a um determinado limite recebem este tipo de benefício” (ONU *et al.*, 2009).

9. Esse também é o entendimento de IBGE (1995). Em IBGE (2000a), entretanto, as TAPS não mais incluem as TIPSFL.

10. Criados em 1975, o Programa de Integração Social (PIS) e Programa de Formação do Patrimônio do Servidor Público (PASEP) visavam, entre outros objetivos, incentivar a acumulação patrimonial por parte de trabalhadores privados e servidores públicos em contas individuais. A Constituição Federal de 1988 (CF/1988), entretanto, reformulou ambos os programas, extinguindo a arrecadação de contas individuais e direcionando a arrecadação do PIS-PASEP para o FAT. Ainda hoje, porém, ocorrem saques das contas individuais criadas no período anterior a 1988.

QUADRO 1

Tradução das TAPS para os conceitos das Contas Nacionais referência 2000

Componentes das TAPS	Variável das Contas Nacionais referência 2000
Benefícios do RGPS e benefícios financiados pelo FAT (abono salarial e seguro-desemprego)	D.621 – Benefícios de seguridade social em numerário
Saques do FGTS e do PIS-PASEP e transferências a servidores públicos estaduais e municipais inativos e pensionistas	D.622 – Benefícios sociais com constituição de fundos
Transferências a servidores públicos federais inativos e pensionistas	D.623 – Benefícios sociais sem constituição de fundos
BPCs previstos na Loas (inclusive pagamentos da RMV) e PBF	D.624 – Benefícios de assistência social em numerário
TIPSFL	Um dos componentes da variável D.75 – transferências (públicas) correntes diversas

Fonte: IBGE (2008a).

Elaboração do autor.

Os benefícios do RGPS são pagos em dinheiro e são classicamente previdenciários. Classificam-se como benefícios previdenciários, ainda, os benefícios financiados pelo FAT, uma vez que este fundo recebe contribuições regulares dos empregadores dos beneficiários. Tanto os saques do FGTS quanto do PIS-PASEP, por sua vez, são classificados como *benefícios sociais – não ligados ao regime geral de previdência – com constituição de fundos*. Este também é o caso dos benefícios pagos aos servidores aposentados de estados e municípios ou instituidores de pensão – sob a hipótese (simplificadora) de que os pagamentos de aposentadorias do Regime Próprio de Previdência Social (RPPS) dos governos subnacionais são feitos por fundos autônomos criados por estes últimos. Entretanto, os benefícios pagos aos servidores aposentados e pensionistas da União são supostos *sem constituição de fundos*.¹¹ Por fim, tanto os benefícios da Loas¹² quanto os do PBF são exemplos clássicos de benefícios de assistência social, porque são destinados aos mais pobres e não exigem que os beneficiários tenham feito contribuições ao regime geral de previdência. A racionalidade de incluir as TIPSFL na definição de TAPS é a suposição de que parte significativa destes recursos é direcionada a instituições de caráter filantrópico que servem às famílias.

A tabela 1 apresenta todos os dados disponibilizados sobre as TAPS no SCN 2000. Conquanto úteis de várias maneiras, estes dados apresentam dois problemas importantes: *i*) a defasagem na atualização da informação, uma vez que o último dado disponível está atualmente com quatro anos de defasagem; e *ii*) o fato de a série se iniciar em 2000, quando da mudança de referência dos dados das Contas Nacionais pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE). As duas próximas seções cuidam, assim, de estender a série até 2012 e retropolá-la até 1995.

11. Isso deve mudar – parcialmente, ao menos – em revisões futuras das Contas Nacionais devido à regulamentação, em 2012, da Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público da União do Poder Executivo (Funpresp).

12. Curiosamente, não os benefícios da RMV, visto que estes eram concedidos apenas mediante contribuição para o RGPS. Ainda assim, os benefícios da RMV são classificados como benefícios de assistência social nas Contas Nacionais referência 2000.

TABELA 1

Os dados das TAPS disponíveis nas Contas Nacionais referência 2000
(Em % do PIB)¹

Variável	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
D.62 – Benefícios sociais exclusive transferências sociais em espécie	12,473	12,826	13,493	13,970	13,526	13,806	14,147	14,059	13,750	14,477
D.621 – Benefícios de seguridade social em numerário	6,009	6,297	6,406	6,878	6,823	7,166	7,455	7,352	7,128	7,588
D.622 – Benefícios sociais com constituição de fundos	4,073	3,993	4,423	4,473	3,959	3,838	3,818	3,843	3,767	3,803
D.623 – Benefícios sociais sem constituição de fundos	2,157	2,297	2,264	2,148	2,076	2,062	2,060	2,012	1,966	2,094
D.624 – Benefícios de assistência social em numerário	0,235	0,238	0,400	0,470	0,669	0,740	0,813	0,852	0,889	0,992
TIPSFL	0,311	0,317	0,357	0,401	0,475	0,528	0,505	0,504	0,526	0,554
TAPS	12,784	13,142	13,85	14,371	14,001	14,334	14,652	14,562	14,276	15,031
Memo: PIB (R\$ bilhões correntes)	1.179,5	1.302,1	1.477,8	1.699,9	1.941,5	2.147,2	2.369,5	2.661,3	3.032,2	3.239,4

Fonte: Contas Nacionais referência 2000 (IBGE, 2011).

Nota: ¹ Os dados da variável D.62 e componentes (D.621-D.624) aparecem nas contas econômicas integradas. As TIPSFL tiveram de ser calculadas indiretamente, por meio de um procedimento em três etapas. A primeira consiste na obtenção do valor agregado das TAPS e dos subsídios à produção por meio da subtração da *carga tributária líquida da carga tributária bruta* (ambas as variáveis publicadas na tabela sinótica 19 do SCN 2000). A segunda, na obtenção do valor das TAPS por meio da subtração do valor dos subsídios à produção (tabela sinótica 2 do SCN 2000) do agregado das TAPS e dos subsídios à produção obtido na primeira etapa. Por fim, a terceira etapa consiste na obtenção do valor das TIPSFL por meio da subtração do valor dos benefícios sociais exceto transferências sociais em espécie (variável D.62 das contas econômicas integradas) do agregado das TAPS obtido na segunda etapa.

3 ESTENDENDO A SÉRIE ANUAL ATÉ 2012

A tarefa de estender a série anual até 2012 resume-se essencialmente em identificar as fontes dos dados anuais utilizadas pelo IBGE.

Importa saber, inicialmente, que os dados primários utilizados no cálculo das TAPS pelo IBGE são os registros administrativos da contabilidade das administrações públicas brasileiras – e que a interpretação econômica destes dados depende crucialmente da *etapa da execução orçamentária* que descrevem. Faz diferença, em outras palavras, se apenas uma reserva orçamentária foi feita para uma determinada despesa pública (isto é, se a despesa foi *empenhada*) ou se o direito do credor da referida despesa já foi reconhecido formalmente pelo governo (ou seja, se a despesa foi *liquidada*), ou, ainda, se o governo já pagou ao referido credor.¹³ Deve-se ter em mente também que, a cada momento, são liquidadas e pagas despesas de vários orçamentos. Assim, faz diferença se o dado *liquidado* (ou pago) em determinado ano diz respeito apenas às despesas empenhadas naquele ano ou se inclui também despesas empenhadas e contabilizadas como *restos a pagar não processados* em anos anteriores, mas liquidadas naquele ano.¹⁴

13. Exatamente o mesmo ponto é feito em ONU *et al.* (2009, p. 55).

14. Os *restos a pagar não processados* consistem em despesas empenhadas em um dado exercício e que não são liquidadas nem canceladas no exercício em questão – podendo, assim, ser executadas em exercícios subsequentes. Os *restos a pagar processados* são despesas efetivamente liquidadas e ainda não pagas pelo governo.

Nesse contexto, cumpre notar que o SCN 2008 é particularmente claro ao afirmar que “como regra geral, transações distributivas devem ser contabilizadas no momento em que dívidas são criadas. Daí, por exemplo, que compensações de empregados, juros, rendas da terra, contribuições e benefícios sociais devem todos ser contabilizados no período no qual são devidos” (ONU *et al.*, 2009, p. 57). Em outras palavras, o SCN se posiciona firmemente a favor da adoção do critério de competência para a contabilização das TAPS, de modo que – em princípio, pelo menos – o conceito mais apropriado da contabilidade pública para a mensuração das TAPS é a liquidação efetiva, isto é, a soma das despesas empenhadas e liquidadas em determinado ano, com o pagamento de restos a pagar não processados no exercício, ou seja, empenhados em exercícios anteriores, menos o total de inscrição em restos a pagar não processados ao final do exercício.

O conceito de liquidação efetiva pode ser difícil de medir na prática – por conta de dificuldades com a contabilização da liquidação dos chamados *restos a pagar não processados*. Felizmente, grande parte das TAPS (por exemplo, aposentadorias, pensões, benefícios do seguro-desemprego, benefícios da Loas/RMV e do PBF) é devida e paga mensalmente – de modo que a utilização de séries contábeis do pagamento das despesas públicas (isto é, do critério de caixa) não gera grandes distorções na maior parte dos casos.

O quadro 2 lista as fontes de dados utilizadas para estimar cada componente das TAPS. Em diversos casos, foi necessário utilizar valores de fontes secundárias – isto é, de publicações oficiais, por exemplo, o AEPS ou o *Boletim estatístico da previdência social* – e não dos registros contábeis primários da administração pública, tal como aparecem no Sistema Integrado de Administração Financeira (Siafi) do governo federal. Em todos os casos, porém, tentou-se replicar os valores das fontes secundárias por meio de consultas no Siafi – tendo em vista que as fontes secundárias raramente são explícitas sobre os conceitos orçamentários.

QUADRO 2

Fontes dos dados anuais utilizados no cálculo das TAPS

Componente	Fonte do dado anual de referência	Comentários
RGPS	A tabela de despesas com benefícios previdenciários do capítulo de contabilidade do <i>Anuário estatístico da previdência social</i> (AEPS-despesas).	1) Os dados do Siafi deixam claro que os dados do AEPS-despesas são liquidados. 2) Até 2003, os dados do RGPS do AEPS-despesas incluíam os pagamentos da RMV. Estes últimos foram expurgados do dado anual nestes anos.
Benefícios Loas e RMV	A tabela de despesas com benefícios previdenciários do capítulo de contabilidade do AEPS-despesas.	Os dados do Siafi deixam claro que os dados do AEPS-despesas são liquidados. Até 2003, os dados dos <i>benefícios ao deficiente e ao idoso</i> do AEPS-despesas não incluíam os pagamentos da RMV. Estes últimos foram somados aos dados anuais nestes anos.

(Continua)

(Continuação)

Componente	Fonte do dado anual de referência	Comentários
PBF	<i>Siafi</i> a partir de 2005 e com a fonte secundária do SIGA Brasil, do Senado Federal, entre 2002 e 2004.	1) Os valores utilizados são os liquidados. 2) Até 2004, o PBF é calculado como a soma dos programas listados na Lei nº 10.836/2004, sob o elemento de despesa <i>outros auxílios financeiros a pessoa física</i> .
PIS-PASEP	Relatórios de gestão do Fundo PIS-PASEP	Trata-se de um fundo residual, com valores pequenos e decrescentes.
FGTS	Valor dos saques regulares do FGTS acrescido dos pagamentos de créditos adicionais por conta da Lei Complementar (LC) nº 110, de 2001, tal como disponibilizados em Conselho Curador do FGTS (relatórios de gestão).	1) Os valores dos saques da LC nº 110 de 2001 são muito significativos no período 2002-2005. 2) Os dados do FGTS aparentemente são contabilizados no conceito de caixa. A utilização de dados de caixa se deve à inexistência de dados contabilizados no regime de competência.
Servidores federais inativos e pensionistas	De 2000 a 2009, os dados dos benefícios sociais sem constituição de fundos do SCN referência 2000. Nos outros anos, a soma anual das séries 7.868 e 7.569 do Sistema Gerador de Séries Temporais do Banco Central.	As diferenças entre os dados liquidados e pagos do Siafi e os valores somados das séries 7.568 e 7.569 do Sistema Gerenciador de Séries Temporais-Banco Central do Brasil (SGS-BCB) são todas pequenas.
Benefícios do FAT	Demonstrativo de Execução Financeira do FAT – Ministério do Trabalho e Emprego (MTE).	As diferenças entre os dados liquidados e pagos do Siafi e os dados do MTE são todas pequenas.
TIPSFL	Dados do Siafi (para a União) e das bases de dados Execução Orçamentária dos Estados (EOE) e Finanças do Brasil (Finbra): dados contábeis dos municípios da Secretaria do Tesouro Nacional (STN) para estados e municípios.	As estimativas das TIPSFL utilizadas neste trabalho foram calculadas somando-se todos os valores empenhados em um dado ano que foram contabilizados na <i>modalidade de aplicação 50 dos grupos de natureza de despesa (GNDs) 1 e 3</i> . ¹
Inativos dos estados	Pesquisa <i>Finanças Públicas</i> (seção 4) para os anos 2000 e 2001, EOE (2002-2012).	As séries do EOE e Finbra consistem na soma dos elementos de despesa <i>Aposentadorias e Reformas, Pensões e Outros Benefícios Previdenciários</i> dos GNDs 1 e 3 e <i>Salário-família</i> do GND3.
Inativos dos municípios	Pesquisa <i>Finanças Públicas</i> (2000-2001), Finbra (2002-2012).	

Elaboração do autor.

Nota: ¹Os termos em *itálico* são conceitos da contabilidade pública brasileira. Todas as transferências de recursos públicos a instituições privadas sem fins lucrativos devem, por definição, ser contabilizadas na *modalidade de aplicação 50*. Os GNDs 1 e 3 são, respectivamente, os gastos com *pessoal e encargos sociais* (grupo 1) e com *outras despesas correntes*. Dada a natureza *corrente e secundária* das TIPSFL, não faz sentido incluir na estimativa os demais grupos relevantes de despesas públicas, a saber, GND2 (juros); GND4 (investimentos); e GND5 (investimentos financeiros).

A tabela 2, por sua vez, deixa claro que: *i*) a metodologia descrita anteriormente gera estimativas que variam entre 97% e 99,8% das TAPS totais publicadas no SCN 2000; *ii*) a qualidade destas estimativas aumenta no final da amostra; *iii*) as estimativas dos benefícios de seguridade social em numerário e dos benefícios sociais com constituição de fundos são relativamente melhores do que as dos benefícios sociais sem constituição de fundos e (principalmente) dos benefícios de assistência social em numerário; *iv*) afora subestimativas relativamente grosseiras dos benefícios de assistência social em numerário no início da amostra, os erros por componente geralmente são negativos e não ultrapassam a casa dos 5%; e *v*) as estimativas apresentadas para as TIPSFL subestimam os números do IBGE de 5% a 19%. Conclui-se, assim, que as estimativas propostas são bastante precisas, ainda que, em

geral, apresentem um leve viés de subestimação, principalmente nos casos dos benefícios assistenciais e dos pagamentos dos servidores públicos federais inativos e de seus pensionistas.

TABELA 2

Estimativas das TAPS e comparações com os dados oficiais do IBGE (2000-2012)
(Em R\$ bilhões)

	Dados oficiais do IBGE												
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
PIB	1.179,5	1.302,1	1.477,8	1.699,9	1.941,5	2.147,2	2.369,5	2.661,3	3.032,2	3.239,4	3.770,1	4.143,0	4.402,5
Benefícios sociais, exceto transferências sociais em espécie	147,1	167,0	199,4	237,5	262,6	296,4	335,2	374,1	416,9	469,0	-	-	-
Benefícios de seguridade social em numerário	70,9	82,0	94,7	116,9	132,5	153,9	176,7	195,7	216,1	245,8	-	-	-
Benefícios sociais com constituição de fundos	48,0	52,0	65,4	76,0	76,9	82,4	90,5	102,3	114,2	123,2	-	-	-
Benefícios sociais sem constituição de fundos	25,4	29,9	33,5	36,5	40,3	44,3	48,8	53,5	59,6	67,8	-	-	-
Benefícios de assistência social em numerário	2,8	3,1	5,9	8,0	13,0	15,9	19,3	22,7	26,9	32,1	-	-	-
TAPS	150,8	171,1	204,7	244,3	271,8	307,8	347,2	387,5	432,9	486,9	-	-	-
TIPSFL	3,7	4,1	5,3	6,8	9,2	11,3	12,0	13,4	15,9	18,0	-	-	-
	Dados estimados pelo autor												
	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Benefícios sociais, exceto transferências sociais em espécie	147,0	167,5	194,0	231,4	262,7	294,4	332,6	378,6	417,4	472,8	525,5	586,9	661,2
Benefícios de seguridade social em numerário	69,0	79,6	93,5	113,9	135,2	157,4	180,5	203,3	220,3	252,0	284,1	315,6	356,5
Benefícios sociais com constituição de fundos	49,7	54,4	63,6	73,2	75,6	79,0	86,6	100,1	110,7	121,9	132,4	150,7	172,5
Benefícios sociais sem constituição de fundos	24,9	29,3	31,7	37,1	40,0	42,4	46,5	52,3	59,9	68,3	73,3	79,0	82,4
Benefícios de assistência social em numerário	3,5	4,3	5,2	7,2	11,9	15,6	19,0	22,9	26,5	30,7	35,8	41,5	49,7
TAPS	150,7	171,6	199,0	237,1	270,2	304,0	343,6	390,6	431,3	487,8	548,9	611,8	688,1
TIPSFL	3,7	4,1	5,0	5,7	7,5	9,5	10,9	12,1	13,9	14,9	23,4	24,9	26,9
Benefícios sociais, exceto transferências sociais em espécie	-0,1	0,3	-2,7	-2,6	0,0	-0,7	-0,8	1,2	0,1	0,8	-	-	-
Benefícios de seguridade social em numerário	-2,7	-3,0	-1,2	-2,6	2,1	2,3	2,2	3,9	1,9	2,5	-	-	-
Benefícios sociais com constituição de fundos	3,4	4,6	-2,7	-3,8	-1,6	-4,1	-4,3	-2,1	-3,1	-1,0	-	-	-
Benefícios sociais sem constituição de fundos	-2,2	-1,9	-5,3	1,5	-0,9	-4,1	-4,7	-2,4	0,4	0,6	-	-	-
Benefícios de assistência social em numerário	26,9	37,3	-12,5	-10,0	-8,3	-1,8	-1,2	1,0	-1,6	-4,5	-	-	-
TAPS	-0,1	0,3	-2,8	-3,0	-0,6	-1,2	-1,0	0,8	-0,4	0,2	-	-	-
TIPSFL	-	-	-5,1	-16,3	-18,9	-16,0	-8,5	-10,1	-12,5	-17,0	-	-	-

Elaboração do autor.

4 RETROPOLANDO A SÉRIE ANUAL ATÉ 1995

Nesta seção, discutem-se os ajustes necessários para tornar os dados das TAPS de 1995-1999 publicados nas Contas Nacionais referência 1985 – SCN 1985 – comparáveis com os dados mais recentes. O trabalho restringe-se ao período 1995-1999, porque nestes anos o IBGE publicou dados detalhados sobre as TAPS – especificamente nas *contas intermediárias* das administrações públicas e do subsetor previdência pública.

Note-se, inicialmente, que os números das Contas Nacionais referências 1985 e 2000 são bastante divergentes (tabela 3). Isto se deve à existência de significativas diferenças metodológicas nos tratamentos dos benefícios sociais nos dois sistemas de contas. A tarefa de retropolar os dados das TAPS referência 2000 envolve, naturalmente, identificar e resolver estas diferenças – mas não apenas. Há que atentar, ainda, para as mudanças metodológicas ocorridas na própria série das Contas Nacionais referência 1985 (quadro 3). É instrutivo, nesse contexto, examinar também os dados das TAPS publicados na antiga pesquisa *Regionalização das transações das administrações públicas* (IBGE, 2000b), posteriormente denominada *Finanças públicas* (IBGE, 2006). Com efeito, várias das conclusões que se seguem foram obtidas por meio da comparação dos dados do SCN 1985 e da pesquisa Finanças públicas do IBGE no período 1995-2003 – e destes com os dados do SCN 2000 no período 2000-2003 (tabela 4).

TABELA 3

Benefícios sociais nas Contas Nacionais referências 1985 e 2000
(Em R\$ bilhões correntes)

Variável	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Benefícios sociais exclusive transferências sociais em espécie (referência 1985)	82,24	98,89	110,09	31,16	139,66	159,47	173,77	197,52	230,00
Benefícios sociais exclusive transferências sociais em espécie (referência 2000)	-	-	-	-	-	147,12	167,00	199,40	237,47
Benefícios sociais sem constituição de fundos (referência 1985)	29,08	33,87	37,84	46,47	50,27	60,98	62,16	65,75	71,65
Benefícios sociais sem constituição de fundos (referência 2000)	-	-	-	-	-	25,44	29,91	33,46	36,52
Benefícios de seguridade social em numerário + benefícios com constituição de fundos (referência 1985)	47,42	59,76	66,49	79,13	84,65	93,67	107,17	127,18	154,43
Benefícios de seguridade social em numerário + benefícios com constituição de fundos (referência 2000)	-	-	-	-	-	118,92	133,99	160,03	192,96
Benefícios de assistência social em numerário (referência 1985)	5,75	5,27	5,76	5,56	4,74	4,83	4,43	4,59	3,93
Benefícios de assistência social em numerário (referência 2000)	-	-	-	-	-	2,77	3,10	5,91	7,99

Fonte: Contas Nacionais referências 1985 e 2000.

QUADRO 3

Mudanças metodológicas nos dados das Contas Nacionais referências 1985 e 2000 e da pesquisa *Finanças Públicas*

Mudança metodológica	Descrição
A partir de 1998, na pesquisa Finanças Públicas e nas Contas Nacionais, referência 1985	Os dados das TAPS do estado de São Paulo até 1997 eram calculados de modo distinto dos dados reportados a partir de 1998. Para mais detalhes, ver texto principal.
A partir de 1999, na pesquisa de Finanças Públicas	“Nas tabelas de despesa consolidada do governo federal, o item ‘benefícios a servidores’, até 1998, incluía tanto benefícios previdenciários quanto de assistência social. A partir de 1999, o conteúdo desta variável foi restringido aos benefícios previdenciários dos servidores estatutários. Os gastos com os benefícios de assistência social foram incluídos no item ‘Outras transferências de assistência e previdência’, conforme recomendações do Manual de Contas Nacionais de 1993 das Nações Unidas (System of National Accounts 1993). Nas tabelas dos governos estaduais e municipais, não foi feita a modificação, em virtude da ausência de informação detalhada, necessária para promover esta separação” (IBGE, 2002, notas metodológicas).
A partir de 2000, na pesquisa Finanças Públicas	“Nas tabelas de despesa consolidada do governo federal, as transferências de assistência e previdência no item ‘benefícios a servidores públicos’, a partir de 1999, incluem as despesas de inativos e pensionistas e outros benefícios dos servidores públicos, tais como salário-família e outros benefícios sociais dos servidores públicos. E o item ‘outras transferências de assistência e previdência’ inclui o pagamento de aposentadorias, pensões e benefícios para os trabalhadores segurados do INSS e beneficiários do FGTS, PIS/PASEP e do seguro desemprego, bem como as despesas de aluguel de leitos em hospitais privados, realizadas pelas administrações públicas em nome das famílias, e outras transferências a pessoas como auxílio financeiro a estudantes. Nas tabelas de despesas consolidadas dos governos estaduais e também nas dos governos municipais, as transferências de assistência e previdência no item ‘benefícios a servidores públicos’, a partir desse exercício (2000), incluem as despesas com inativos e pensionistas dos estados e dos municípios e outros benefícios dos servidores públicos, tais como salário-família etc. No item ‘outras transferências de assistência e previdência’ para essas esferas governamentais estão incluídos os auxílios financeiros a estudantes, bem como outras transferências a pessoas” (IBGE, 2003b, notas técnicas).
Mudança metodológica	
A partir de 2002, nas Contas Nacionais referência 1985	“Com o objetivo de evidenciar os resultados da previdência, tanto do regime geral (INSS) quanto do funcionalismo público, a partir do exercício de 2002, o setor institucional administração pública apresenta as seguintes mudanças de classificação: i) as despesas com abono salarial e seguro desemprego do Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) foram reclassificadas de benefícios sociais sem constituição de fundos para transferências correntes diversas; ii) as despesas com outras transferências de assistência e previdência foram reclassificadas de benefícios sociais sem constituição de fundos para transferências correntes diversas (...)” (IBGE, 2003a, notas técnicas).
A partir de 2000, com o lançamento das Contas Nacionais referência 2000	“Despesas com serviços médico – hospitalares [antes] computados como ‘benefícios de assistência social’ passam a compor o Consumo Final Mercantil da Administração Pública” (IBGE, 2008b).

Fontes: IBGE (2002, 2003a, 2003b, 2008b).

Ressalte-se que talvez a principal diferença entre as TAPS das Contas Nacionais referências 1985 e 2000 seja o fato de que os “pagamentos diretos à rede de hospitais credenciados ao Sistema Único de Saúde (SUS), realizados pelo Fundo Nacional de Saúde e pelo INSS, para a compra de serviços individualizados de saúde para uso das famílias” (IBGE, 2004a, seção 1.3.2.2), que antes eram classificados como TAPS – ou, mais precisamente, como *benefícios de assistência social em numerário* – passaram a compor o *consumo final mercantil da administração pública* e, portanto, a serem computados como *transferências sociais em espécie* (quadro 3).

TABELA 4

**Dados selecionados das Contas Nacionais referências 1985 e 2000 e da Pesquisa
Finanças Públicas do IBGE (1995-2003)**
(Em R\$ bilhões correntes)

Variável	1995	1996	1997	1998	1999	2000	2001	2002	2003
Benefícios sociais sem constituição de fundos federais (referência 1985)	17,167	19,445	21,085	24,412	28,355	33,925	34,108	33,281	36,348
Benefícios sociais sem constituição de fundos totais (referência 2000)	-	-	-	-	-	25 436	29,912	33 456	36,521
TAPS para inativos e pensionista da União (Finanças Públicas)	17,167	19,370	26,756	24,296	23,131	25,432	31,024	33,258	36,310
TAPS federais totais (Finanças Públicas)	67,114	80,386	90,147	105,124	112,120	122,484	139,840	166,456	198,315
Benefícios sociais federais totais (referência 1985)	67,262	80,517	90,237	105,241	112,120	127,719	140,072	160,063	189,772
TAPS para inativos e pensionistas de estados e municípios (Finanças Públicas)	11,844	14,275	16,603	21,874	21,917	29,955	32,227	37,432	42,494
Benefícios sociais sem constituição de fundos de estados e municípios (referência 1985)	11,910	14,424	16,757	22,061	21,917	27,052	28,056	29,533	32,246
Outras TAPS de estados e municípios (Finanças Públicas)	3,219	4,011	3,100	3,855	5,626	1,633	2,376	2,262	2,305
Outros benefícios de estados e municípios (referência 1985)	3,219	4,011	3,100	3,855	5,626	4,703	5,641	7,928	7,987
TAPS totais de estados e municípios (Finanças Públicas)	15,063	18,286	19,703	25,729	27,543	31,588	34,603	39,694	44,799
Benefícios totais de estados e municípios (referência 1985)	15,129	18,435	19,858	25,916	27,543	31,755	33,696	37,461	40,233

Fontes: Contas Nacionais referências 1985 e 2000 e pesquisa Finanças Públicas.

Ambas as Contas Nacionais, referências 1985 e 2000, diferenciam as despesas de consumo final das administrações públicas voltadas “(...) para benefício da comunidade como um todo (consumo coletivo)” e as voltadas “para benefício das famílias individuais” (IBGE, 2008a, p. 42). Além disso, as duas determinam que “o valor do consumo final das administrações públicas em bens e serviços de caráter individual” deve ser “computado como transferências sociais em espécie” (IBGE, 2008a).¹⁵ Daí que o gasto do SUS com pagamentos à rede privada de saúde – exemplo típico de despesa de consumo final da administração pública de caráter individual – é classificado como “transferência social em espécie das administrações públicas às famílias” nas Contas Nacionais referência 2000 (*op. cit.*, 2008a, p. 34). Por algum motivo, entretanto, as Contas Nacionais referência 1985 adotavam *um circuito fictício*, no qual “a administração pública transfere (...) recursos às famílias (...) para fazer frente ao consumo de serviços mercantis de saúde” (IBGE, 2004a, seção 1.3.2.2), computando, assim, o gasto do SUS com pagamentos à rede privada de saúde como *benefício de assistência social em numerário* e, portanto, como TAPS.

15. Essencialmente a mesma interpretação pode ser encontrada – ainda que com um evidente equívoco de impressão – no item D63 da seção 1.3.2.2 de IBGE (2004a).

É possível concluir, assim, que o conceito de *benefício de assistência social em numerário* é bastante diferente nos dois sistemas de contas. Com efeito, as despesas do SUS com clínicas particulares eram classificadas como *benefício de assistência social em numerário* no SCN referência 1985, mas deixaram de ser no SCN referência 2000. Muito do que é considerado como *benefício de assistência social em numerário* nas Contas Nacionais referência 2000 (isto é, PBF e RMV) não era, entretanto, considerado como tal nas Contas Nacionais referência 1985, visto que o PBF simplesmente não existia e as despesas com a RMV eram consideradas como *benefício da seguridade em numerário*. Apenas as despesas com os benefícios da Loas, aparentemente, são consideradas *benefícios de assistência social em numerário* nos dois sistemas de contas.

Outras diferenças importantes existem entre os dois sistemas. Por exemplo, o SCN 1985 diferenciava as TAPS pagas a servidores públicos pelos institutos estaduais e municipais de previdência (tratadas como benefícios estaduais e municipais com constituição de fundos) daquelas pagas do cofre dos governos subnacionais (tratadas como benefícios estaduais e municipais sem constituição de fundos), enquanto o SCN 2000 considera, por simplicidade, que todas as TAPS pagas aos servidores estaduais e municipais são benefícios com constituição de fundos. Mais importantes para os propósitos imediatos deste trabalho, entretanto, são as mudanças metodológicas ocorridas nos dados das Contas Nacionais referência 1985 e da pesquisa Finanças Públicas entre 1999 e 2002 (quadro 3 e tabela 4).

Analisados em conjunto, os dados do quadro 3 e da tabela 4 ajudam a iluminar a natureza dos ajustes que devem ser feitos a fim de tornar os dados das Contas Nacionais referência 1985 para o período de 1995 a 1999 compatíveis com os dados dos anos de 2000 a 2009 das Contas Nacionais referência 2000. Registre-se inicialmente que, até 1999, os dados do SCN 1985 e da pesquisa Finanças Públicas para os gastos totais, tanto de estados e municípios quanto da União, com benefícios sociais/TAPS eram virtualmente idênticos. A partir de 2000, no caso da União, e 2001, no caso dos governos subnacionais, estes valores começam a divergir, refletindo as mudanças metodológicas feitas na pesquisa de Finanças Públicas e, a partir de 2002, nas Contas Nacionais referência 1985 (quadro 3).

Duas mudanças particularmente importantes para os objetivos deste estudo são as ocorridas na metodologia de cálculo do valor dos benefícios pagos a servidores públicos federais (em 1999) e estaduais e municipais (em 2000) na pesquisa Finanças Públicas (quadro 3). Estas mudanças apresentaram dois efeitos práticos nos dados (tabela 4). Primeiro, fizeram com que a série das transferências a servidores públicos federais inativos e pensionistas da pesquisa Finanças Públicas descolasse (a menor) da série dos benefícios sociais federais sem constituição de fundos referência 1985 nos anos de 1999 a 2001. Segundo, aumentaram sobremaneira os valores das transferências de estados e municípios a servidores públicos inativos e pensionistas publicados na pesquisa Finanças Públicas.

O motivo do primeiro fenômeno é o fato de que, até 2001, os benefícios federais sem constituição de fundos das Contas Nacionais referência 1985 incluíam os benefícios do FAT (IBGE, 2003a, notas técnicas). A partir de 2002, entretanto, os benefícios sociais sem constituição de fundos federais (referência 1985) passam a refletir apenas as despesas com benefícios sociais a servidores federais inativos e pensionistas – precisamente como ocorre nas Contas Nacionais referência 2000, diga-se – voltando, assim, a *colar* na série das TAPS pagas aos servidores públicos federais da pesquisa Finanças Públicas.¹⁶ Deriva daí que, até 1998 – ou seja, até um ano antes da mudança ocorrida na pesquisa Finanças Públicas –, a série das transferências a servidores públicos federais inativos e pensionistas da pesquisa Finanças Públicas também incluía as despesas com os benefícios do FAT (dado que idêntica à série dos benefícios sociais sem constituição de fundos federais referência 1985).

O motivo para o segundo fenômeno é o fato de que, a partir de 2000, os pagamentos de aposentadorias e pensões feitos pelos institutos oficiais de previdência estaduais e municipais (antes classificados como benefícios sociais com constituição de fundos) foram incorporados às estatísticas de pagamento de TAPS aos servidores públicos estaduais e municipais na pesquisa Finanças Públicas – que, até 1999, incluíam apenas os benefícios sociais sem constituição de fundos. Note-se, além disso, que, a partir de 2002, as Contas Nacionais referência 1985 deixaram de considerar as *outras transferências de assistência e previdência* (OTAPS) dos estados e municípios como benefícios sociais exclusive transferências sociais em espécie (e, portanto, como TAPS) – um procedimento mantido nas Contas Nacionais referência 2000. Estes dois fatos permitem duas conclusões. Primeiro, que os dados das TAPS de servidores de estados e municípios publicados na pesquisa Finanças Públicas a partir de 2000 são essencialmente os mesmos utilizados nas Contas Nacionais referência 2000 para o total dos benefícios sociais exclusive transferências sociais em espécie dos governos subnacionais.¹⁷ Segundo, que os dados das TAPS de servidores de estados e municípios publicados até 1999 na pesquisa Finanças públicas não são compatíveis com as Contas Nacionais referência 2000 por dois motivos: primeiro porque não incluem os pagamentos feitos pelos institutos oficiais de previdência estaduais

16. O que explica a semelhança da série das transferências a servidores públicos federais inativos e pensionistas da pesquisa Finanças Públicas com a série dos benefícios sociais sem constituição de fundos totais referência 2000.

17. Somados aos dados dos saques do FGTS e PIS-PASEP, os dados dos benefícios pagos a servidores públicos estaduais e municipais da pesquisa Finanças Públicas no período 2000-2003 permitem aproximações muito boas para os *benefícios sociais com constituição de fundos* referência 2000 – o que leva à conclusão de que o SCN 2000 manteve a metodologia de IBGE (2002) neste particular.

e municipais; e segundo porque incluem despesas que não são mais classificadas como benefícios sociais exclusive transferências sociais em espécie.¹⁸

A discussão citada sugere que pelo menos dois ajustes (a menor) são necessários para tornar os dados das TAPS do SCN 1985 entre 1995 e 1999 compatíveis com os dados do SCN 2000, a saber: *i*) a exclusão dos gastos do SUS com clínicas particulares; e *ii*) a exclusão das *outras transferências de assistência e previdência* dos estados e municípios – na metodologia da pesquisa Finanças Públicas a partir de 2000 – dos benefícios sociais exclusive transferências sociais em espécie (com e sem constituição de fundos) dos estados e municípios das Contas Nacionais referência 1985, a fim de garantir que apenas as transferências a servidores públicos sejam computadas nestes dados em todos os anos.

Note-se, entretanto, que o valor das TAPS aos servidores públicos do estado de São Paulo utilizado pelo IBGE no cômputo das TAPS de estados e municípios na pesquisa Finanças Públicas mais do que dobrou em termos nominais entre 1997 (IBGE, 2000b, tabela 21) e 1998 (IBGE, 2001, tabela 22). Este fato ajuda a explicar o enorme salto nas TAPS de estados e municípios referência 1985 medidas em porcentagem do PIB entre 1997 e 1998 (tabela 5), mas parece ter sido causado por mudanças meramente contábeis. Com efeito, os números divulgados nos relatórios anuais da Secretaria de Fazenda do estado de São Paulo (Estado de São Paulo, 1998; 1999) contam histórias inteiramente diferentes dos dados publicados em IBGE (2000b, tabela 21) e IBGE (2001, tabela 22) – registrando, respectivamente, crescimento real de 8,3% e crescimento nominal de 12,3% entre 1997 e 1998. Daí que um terceiro ajuste (a maior) nas TAPS dos estados e municípios entre 1995 e 1997 parece necessário, com o objetivo de uniformizar a metodologia e/ou cobertura dos dados do estado de São Paulo durante todo o período em questão.

Por fim, estimativas desagregadas das TAPS por componente devem levar em conta o fato de que os dados disponíveis para o pagamento de funcionários públicos federais inativos e pensionistas na pesquisa Finanças Públicas eram idênticos aos dados sobre os benefícios sociais sem constituição de fundos federais das Contas Nacionais referência 1985 e, portanto, incluíam também as despesas do FAT. A tabela 5 apresenta estimativas para as TAPS referência 2000 para o período 1995-1999 que levam em conta todos os ajustes apontados antes.

18. Essa conclusão foi alcançada a partir da constatação de que: *i*) as OTAPS de estados e municípios publicadas na pesquisa Finanças Públicas até 1999 são essencialmente iguais aos benefícios sociais com constituições de fundos (isto é, pagos por institutos oficiais de previdência) de estados e municípios publicados nos resultados intermediários das contas referência 1985; *ii*) isto não é mais verdade a partir do ano 2000; e *iii*) as OTAPS de estados e municípios publicadas na pesquisa Finanças Públicas a partir de 2000 não são zero. Parece lícito supor, portanto, que os benefícios dos servidores de estados e municípios da pesquisa Finanças Públicas incluíam gastos que passaram a ser classificados como OTAPS na mesma pesquisa a partir de 2000 – exatamente como ocorria com os dados dos benefícios a servidores federais até 1998.

TABELA 5
Evolução das TAPS referência 2000 (1995-1999)
(Em % do PIB)

	1995	1996	1997	1998	1999
RGPS	4,381	4,696	4,887	5,378	5,338
Transferência de estados e municípios a pessoas (referência 1985)	2,144	2,184	2,114	2,646	2,586
Ajuste (referência 2000) nas transferências do estado de São Paulo a pessoas	0,344	0,354	0,208	0,000	0,000
Ajuste (referência 2000) nas transferências de estados e municípios a pessoas – OTAPS	-0,152	-0,152	-0,152	-0,152	-0,152
Transferências de estados e municípios a pessoas (referência 2000)	2,336	2,386	2,170	2,494	2,434
Pagamentos a aposentados e pensionistas da União (referência 1985)	2,433	2,304	2,245	2,493	2,662
Ajuste (referência 2000) nos benefícios dos servidores federais – exclusão do FAT	-0,514	-0,446	-0,423	-0,455	-0,455
Pagamentos a aposentados e pensionistas da União (referência 2000)	1,918	1,858	1,822	2,038	2,207
Saques do FGTS	1,275	1,320	1,451	1,762	1,655
Saques do PIS-PASEP	0,100	0,104	0,107	0,100	0,083
FAT (abono salarial e seguro-desemprego)	0,514	0,446	0,423	0,455	0,455
TIPSFL (referência 1985)	0,275	0,179	0,210	0,225	0,318
Loas/RMV	0,233	0,219	0,249	0,272	0,268
PBF	0,000	0,000	0,000	0,000	0,000
TAPS totais (referência 2000)	11,031	11,209	11,319	12,724	12,758
TAPS totais (referência 1985)	11,930	11,897	11,932	13,618	13,429
Memo: TAPS referência 2000, em % das TAPS referência 1985	92,466	94,214	94,864	93,429	95,006
Ajuste (referência 2000) nos benefícios de assistência social em numerário por conta dos gastos do SUS com clínicas privadas	-0,815	-0,609	-0,529	-0,451	-0,300
TAPS totais (referência 1985) ajustadas apenas pelos gastos do SUS com clínicas privadas	11,115	11,288	11,403	13,167	13,129
Memo: subsídios à produção (referência 2000)	0,507	0,405	0,396	0,341	0,306
Memo: PIB (em R\$ bilhões correntes – referência 2000)	705,64	843,96	939,14	979,27	1065,00

Fonte: AEPS (vários números) para o RGPS e Loas/RMV; Demonstrações Financeiras do FGTS (vários números) para o FGTS; IBGE (2004b, contas intermediárias dos setores administração pública e previdência) para as TIPSFL, para as despesas com aposentados e pensionistas da União (supostamente iguais aos benefícios sem constituição de fundos federais) e para as transferências de estados e municípios a pessoas (supostamente iguais aos benefícios estaduais e municipais com e sem constituição de fundos); Relatórios de Gestão do FAT (vários números) para as despesas do FAT; e Relatórios de Gestão do Fundo PIS-PASEP (vários números) para os saques do PIS-PASEP. IBGE (2011) para os subsídios à produção e para o PIB. Os autores, para todas as séries ajustadas.

Obs.: 1. Os BPCs da Loas começaram a ser pagos apenas em 1996.

2. As TIPSFL das Contas Nacionais referência 2000 de 2000 e 2001 (tabela 1) são muito próximas das TIPSFL das Contas Nacionais referência 1985 para estes anos, sugerindo uma metodologia de cálculo essencialmente constante nos dois sistemas de contas.

5 BREVES NOTAS SOBRE A EVOLUÇÃO DAS TAPS E DE SEUS PRINCIPAIS COMPONENTES (1995-2012)

Tomados em conjunto, os dados descritos nas seções anteriores resumem vários fatos estilizados associados à dinâmica das TAPS nos últimos dezoito anos, a saber: *i*) o rápido crescimento até 2006 (partindo de 4,4% do PIB em 1995) e a posterior estabilização (na casa dos 6,7% do PIB) dos benefícios do RGPS (o dado de 2012 reflete o baixo crescimento da economia neste último ano); *ii*) o rápido crescimento dos benefícios do FAT e da Loas/RMV na última década, após relativa estagnação no primeiro governo Fernando Henrique Cardoso (FHC); *iii*) a criação e a consolidação do PBF, cujo custo para os cofres públicos gira hoje em torno de 0,4% do PIB; *iv*) a relativa estabilidade, ao longo de todo o período em questão, do peso das transferências a servidores públicos inativos e pensionistas no PIB, tanto na União quanto nos estados e municípios; *v*) o declínio da importância relativa tanto dos subsídios à produção quanto dos saques do fundo residual do PIS-PASEP; e *vi*) a relativa estabilidade dos saques do FGTS como porcentagem do PIB desde 1997.¹⁹

Registre-se, ademais, que as TAPS agregadas subiram cerca de quatro pontos percentuais (p.p.) do PIB entre 1995 e 2011, contribuindo para atenuar o impacto do aumento da carga tributária bruta da economia sobre a renda disponível do setor privado no período – e que este crescimento foi puxado fundamentalmente pelos benefícios do RGPS e, na última década, pelas despesas da dupla Loas/RMV e PBF (que pularam de 0,27% do PIB em 1999 para mais de 1,1% do PIB em 2012). Destaque-se, ainda, que os BPCs previstos na Loas começaram a ser pagos em 1996, que o PBF foi criado no final de 2003 e que ambos os programas representaram mudanças qualitativas cruciais na política de assistência social do país.

Os novos dados referência 2000 para o período 1995-1999 fazem maior justiça ao aumento das TAPS no período pós-Real e qualificam a percepção, por exemplo, de Dos Santos, Macedo e Silva e Ribeiro (2010), de queda no peso relativo das transferências aos servidores públicos aposentados e pensionistas – que deixa de existir quando se controla pelas mudanças metodológicas ocorridas na passagem dos dados referência 1985 para os dados referência 2000. A série estendida permite, ainda, que se aprecie melhor o rápido aumento dos gastos com o FAT a partir de 2006 – em contraste com a relativa estagnação em porcentagem do PIB verificado nos onze anos imediatamente anteriores.

Note-se, ainda, que o enorme *pulo* da série das TAPS em porcentagem do PIB em 1998 se mantém na série ajustada, ainda que um pouco atenuado – pelo ajuste nos dados do estado de São Paulo, na tabela 5. Tal como ocorreu em 2009 e 2012 – anos nos quais as TAPS medidas em porcentagem do PIB cresceram acentuadamente –, o PIB praticamente não cresceu em termos reais em 1998. Também como em 2009 e 2012, vários tipos de transferências (mas principalmente as despesas com benefícios

19. Que fica evidente quando se considera que os valores – atipicamente altos – de 2002 até 2004 ocorreram em razão da decisão judicial que levou à promulgação da LC nº 110/2001.

do RGPS) contribuíram para o aumento das TAPS em porcentagem do PIB em 1998. O que realmente diferencia o desempenho das TAPS em 1998 em relação a 2009 e 2012 é o ritmo de crescimento dos gastos com os benefícios do RGPS – na época superior a 10% reais anuais, contra os cerca de 4% reais anuais registrados atualmente – e, curiosamente, o crescimento (de mais de 0,3% do PIB) dos saques do FGTS. Este último ocorreu por conta de uma elevação nominal de mais de 50% no valor dos saques por conta de dispensas sem justa causa, contra uma variação de menos de 5% no deflator do PIB.²⁰

Em suma, a história contada pelos dados apresentados neste trabalho registra um crescimento gradual e contínuo das TAPS no período 1995-2012, por oposição ao padrão mais errático da série que se obtém concatenando os dados das Contas Nacionais referência 1985 para o período 1995-1999 com os dados das Contas Nacionais referência 2000 para os anos de 2000 a 2009 (Dos Santos, Macedo e Silva e Ribeiro, 2010). Os novos dados confirmam, entretanto, a conclusão dos autores de que o crescimento das TAPS nos últimos dezoito anos foi puxado pelos componentes que afetam mais diretamente o bem-estar dos extratos mais vulneráveis da população brasileira – isto é, RGPS, PBF, Loas-RMV e FAT.

REFERÊNCIAS

BRASIL. Ministério da Previdência Social. **Anuário estatístico da previdência social**. Brasília-DF (vários números).

_____. Tribunal de Contas da União. **Relatório de acompanhamento do Programa Bolsa Família**. Brasília: TCU, 2006.

CONSELHO CURADOR DO FUNDO DE GARANTIA POR TEMPO DE SERVIÇO. **Relatório de gestão do FGTS**. Brasília-DF (vários números).

DOS SANTOS, C. H. M.; MACEDO E SILVA, A. C.; RIBEIRO, M. B. Uma metodologia de estimação da carga tributária líquida brasileira trimestral no período 1995-2009. **Economia Contemporânea**, Rio de Janeiro, v. 14, n. 2, p. 209-236, maio/ago. 2010.

DOS SANTOS, C. H. M. *et al.* **Estimativas trimestrais das transferências públicas de assistência e previdência no Brasil no período 1995-2012**. Ipea, 2013. Mimeografado.

FGV – FUNDAÇÃO GETULIO VARGAS. Sistema de contas nacionais para o Brasil. **Revista brasileira de economia**, v. 10, n. 4, p. 7-29, 1956.

_____. Brasil: sistema de contas nacionais 1947/1956. **Revista brasileira de economia**, v. 11, n. 4, p. 10-126, 1957.

20. Registre-se que, em 2009, os saques do FGTS por conta de dispensas sem justa causa também cresceram significativamente – ainda que em um ritmo bem menor, de cerca de 10% reais anuais.

_____. Nota metodológica das contas nacionais do Brasil. **Revista brasileira de economia**, v. 13, n. 3, p. 39-75, 1959.

_____. Contas nacionais do Brasil 1947/1961. **Revista brasileira de economia**, v. 16, n. 1, p. 7-37, 1962.

IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Regionalização das transações do setor público 1991**. Rio de Janeiro: IBGE/Departamento de Contas Nacionais, 1995. v. 1 (Metodologia).

_____. **Regionalização das transações do setor público**. Rio de Janeiro: IBGE/Departamento de Contas Nacionais, 2000a (Série Relatórios Metodológicos, n. 20).

_____. **Regionalização das transações do setor público**: atividade de administração pública, 1994-1997. Rio de Janeiro: IBGE/Departamento de Contas Nacionais, 2000b. v. 2.

_____. **Regionalização das transações do setor público 1998**: atividade de administração pública. Rio de Janeiro: IBGE, 2001. Disponível em: <<http://tinyurl.com/pw3eu6a>>.

_____. **Regionalização das transações do setor público 1999**: atividade de administração pública. Rio de Janeiro: IBGE/Departamento de Contas Nacionais, 2002.

_____. **Sistema de contas nacionais Brasil 2000-2002**. Rio de Janeiro: IBGE/Coordenação de Contas Nacionais, 2003a.

_____. **Regionalização das transações do setor público 2000**: atividade de administração pública. Rio de Janeiro: IBGE/Coordenação de Contas Nacionais, 2003b.

_____. **Sistema de contas nacionais Brasil**. Rio de Janeiro: IBGE/Coordenação de Contas Nacionais, 2004a (Série Relatórios Metodológicos, n. 24).

_____. **Sistema de contas nacionais Brasil 2003**. Rio de Janeiro: IBGE/Coordenação de Contas Nacionais, 2004b.

_____. **Finanças públicas do Brasil 2002-2003**. Rio de Janeiro: IBGE/Coordenação de Contas Nacionais, 2006.

_____. **Sistema de contas nacionais Brasil**: segunda edição. Rio de Janeiro: IBGE/Coordenação de Contas Nacionais, 2008a (Série Relatórios Metodológicos, n. 24).

_____. **Administração pública**. Rio de Janeiro: IBGE/Coordenação de Contas Nacionais, 2008b (Nota metodológica, n. 11).

_____. **Sistema de contas nacionais Brasil 2005-2009**. Rio de Janeiro: IBGE/Coordenação de Contas Nacionais, 2011.

_____. **Contas nacionais trimestrais indicadores de volume e valores correntes**. Rio de Janeiro: Indicadores IBGE, jul./set. 2012.

ESTADO DE SÃO PAULO. **Relatório do Tesouro Estadual**: exercício de 1998. São Paulo: Governo do Estado de São Paulo, 1999.

_____. **Balanço geral**: contas do exercício de 1999. São Paulo: Governo do Estado de São Paulo, 2000 (Relatório de secretário).

ONU – ORGANIZAÇÃO DAS NAÇÕES UNIDAS *et al.* **System of National Accounts 2008**. Nova York: ONU, 2009.

REIS, E. *et al.* O século XX nas contas nacionais. *In*: IBGE – INSTITUTO BRASILEIRO DE GEOGRAFIA E ESTATÍSTICA. **Estatísticas do século XX**. Rio de Janeiro: IBGE, 2006.

Ipea – Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada

EDITORIAL

Coordenação

Cláudio Passos de Oliveira

Supervisão

Everson da Silva Moura

Reginaldo da Silva Domingos

Revisão

Ângela Pereira da Silva de Oliveira

Clícia Silveira Rodrigues

Idalina Barbara de Castro

Leonardo Moreira Vallejo

Marcelo Araujo de Sales Aguiar

Marco Aurélio Dias Pires

Olavo Mesquita de Carvalho

Regina Marta de Aguiar

Erika Adami Santos Peixoto (estagiária)

Laryssa Vitória Santana (estagiária)

Pedro Henrique Ximendes Aragão (estagiário)

Thayles Moura dos Santos (estagiária)

Editoração

Bernar José Vieira

Cristiano Ferreira de Araújo

Daniella Silva Nogueira

Danilo Leite de Macedo Tavares

Diego André Souza Santos

Jeovah Herculano Szervinsk Junior

Leonardo Hideki Higa

Capa

Jeovah Herculano Szervinsk Junior

*The manuscripts in languages other than Portuguese
published herein have not been proofread.*

Livraria Ipea

SBS – Quadra 1 – Bloco J – Ed. BNDES, Térreo

70076-900 – Brasília – DF

Tel.: (61) 2026-5336

Correio eletrônico: livraria@ipea.gov.br

Missão do Ipea

Aprimorar as políticas públicas essenciais ao desenvolvimento brasileiro por meio da produção e disseminação de conhecimentos e da assessoria ao Estado nas suas decisões estratégicas.



ipea

Instituto de Pesquisa
Econômica Aplicada

Ministério do
Planejamento

GOVERNO FEDERAL
BRASIL
PÁTRIA EDUCADORA