



PUC-SP

**Prof. Dr. Rubens R. Sawaya**  
**Assistente: Nathália Rocha**

Pontifícia Universidade Católica De  
São Paulo - Programa De Estudos

## Anunciar "credibilidade" não provoca crescimento

### 1. SITUAÇÃO ECONÔMICA

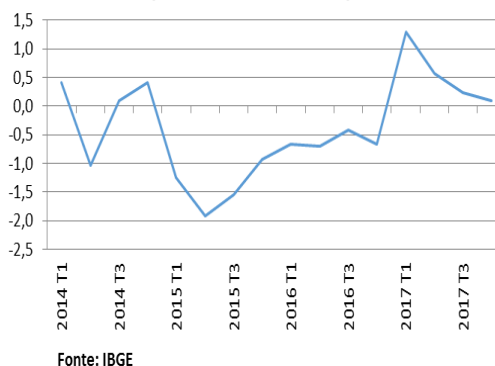
#### ATIVIDAD ECONÔMICA

Já se vão alguns anos que o Governo aposta na construção de um "consenso de credibilidade" como base central para promover o crescimento econômico. Seu pensamento faz parte da teoria econômica que supõe o crescimento do investimento com o simples anúncio do que considera as reformas econômicas "corretas": forte ajuste fiscal com corte de gastos em todas as áreas; abolição das regras que organizavam o mercado de trabalho com a reforma trabalhista; venda de empresas estatais para a iniciativa privada.

Três anos depois das políticas de ajuste para recuperar a credibilidade, depois de provocar por meio delas a maior recessão da história do país com uma queda no PIB acumulada de 7,5%, a economia continuou se arrastando em 2017 quando, pelo menos, o PIB parou de cair e apresentou um crescimento de 1% contra 2016. Esse número talvez fosse um indicador de recuperação, mas quando se olha para cada

trimestre de 2017, considerando-se a sazonalidade, vê-se claramente uma desaceleração ao longo do ano (gráfico 1).

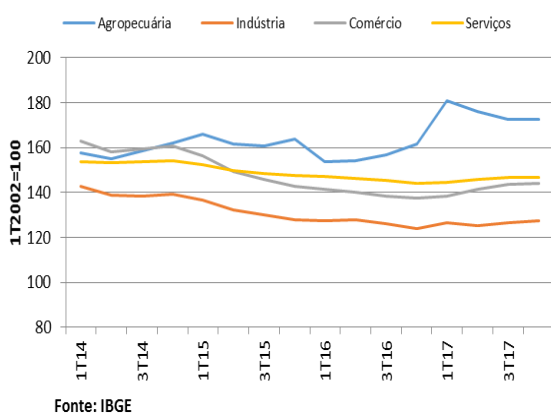
Gráfico 1  
PIB - crescimento com ajuste sazonal  
(% Trim/Trim anterior)



As causas desse movimento deixam ainda mais dúvidas sobre a possibilidade de retomada. O Crescimento do início do ano refletiu o setor agropecuário com 13% no ano (Gráfico 2), em comparação com 2016, e as enormes exportações de commodities. Logo em seguida, ao longo do primeiro semestre os números positivos deveram-se à liberação do dinheiro do Fundo de Garantia por Tempo de Serviço para os trabalhadores (veja os boletins anteriores) que elevou o consumo das famílias em 1,0% e impactou positivamente a produção industrial por algum tempo. Os últimos meses

do ano acabaram com crescimento zero em comparação com 2016. Depois desses dois eventos, a economia manteve-se em trajetória de retorno à estagnação como mostram os dados do Gráfico 1. A formação bruta de capital fixo (investimento) recuou pelo 4º ano seguido, desta vez em 1,8%, puxada majoritariamente pela queda na construção civil.

**Gráfico 2**  
PIB (com ajuste sazonal)



Dessa forma, as perspectivas para 2018 não são as melhores. O Governo tenta justificar o fiasco da estratégia pela não aprovação da reforma da previdência que completaria o pacote de "credibilidade". O fato é que mexer no sistema de aposentadoria dos mais pobres não conseguiu adesão popular. De outro lado, a reforma trabalhista que tinha como objetivo elevar o emprego e assim o crescimento econômico, não apresentou o resultado anunciado. Ao contrário, elevou a precarização e diminuiu a renda dos trabalhadores e, com consumo baixo, não há empresário que invista.

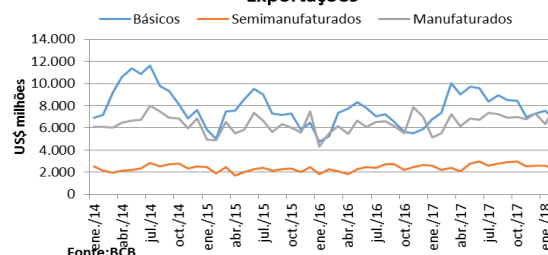
Além disso, 2018 é um ano eleitoral. Normalmente esse fato deveria provocar algum crescimento, mas não neste momento dado o quadro atual de incerteza política. Ninguém deve se mover neste ano. Talvez o ano termine com um crescimento de cerca de 2% que nada significa depois dos três anos de recessão e um ano (2017) de estagnação. Analistas que buscam enaltecer expectativas

positivas estimam um crescimento de 3%. Não há elementos concretos para tal. A propaganda positiva não é suficiente para provocar crescimento.

## SETOR EXTERNO

A economia brasileira continua sendo salva pelas exportações, principalmente de produtos básicos (agrícola e mineral). Mesmo assim, é interessante notar a queda de 7,7% ao longo de 2017 depois do pico de janeiro daquele ano. Esse movimento foi resultado da variação dos preços internacionais, uma vez que a quantidade continuou em elevação (Gráfico 3).

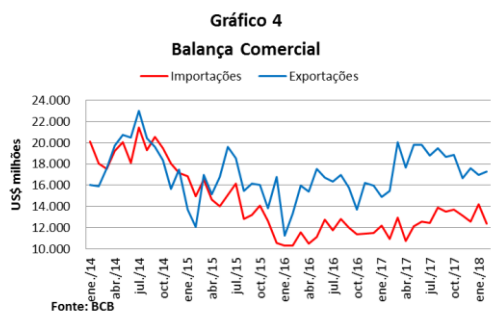
**Gráfico 3**  
Exportações



É interessante notar a elevação de 8,5% nas exportações de manufaturados e de 8,1% de semimanufaturados comparando-se 2017 com 2016. Na comparação jan-fev/2018 contra 2017 destacam-se o crescimento de 32,9% nas exportações de manufaturados. Por conta disso, praticamente dividiram a participação nas exportações com os produtos básicos que desde 2015 eram responsáveis por 60% das exportações. Apesar de positivo, esse movimento se deve de um lado à queda dos preços das commodities, e de outro, à forte recessão interna obrigou as empresas a buscarem mercados externos, principalmente na América Latina.

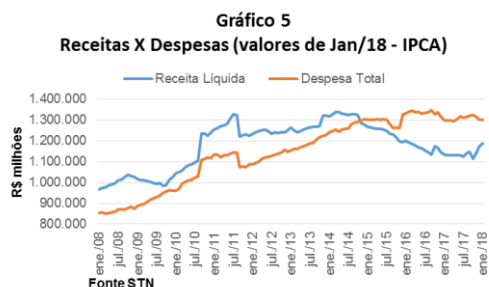
Assim, o Brasil vem apresentando saldos recordes nas contas comerciais (Gráfico 4). No acumulado do primeiro bimestre de 2018, as exportações acumularam um saldo de US\$ 34.280 milhões, contra importações no valor de 26.610 milhões. Nas importações,

destacam-se combustíveis com crescimento de 43,6% seguido de bens de consumo 20,2% e bens de capital 17,2%. Ainda não se pode afirmar que esse movimento represente alguma recuperação na economia. Parece muito mais uma reacomodação de estoques.



## SETOR PÚBLICO E DÍVIDA PÚBLICA

A questão fiscal está no centro do que se esperava como retorno à credibilidade do sistema. De início, o governo defendia que apenas o “anúncio” de cortes nos gastos públicos seria suficiente para “restaurá-la” numa chamada “contração fiscal expansionista”. Diante da perspectiva de pagar menos impostos no futuro, os agentes investiriam, a economia cresceria. A própria teoria que fornece a base psicológica para tal pressuposto está sendo contestada em todo mundo. O resultado aqui parece ter sido catastrófico. O país vem cortando gastos desde 2014. O resultado foi a fabricação de uma crise nunca vista e de um veloz desajuste das contas públicas. A dívida pública em relação ao PIB ameaça explodir e, quanto mais se corta gastos, mais agrava a situação e atrasa a retomada. Se por um lado a despesa ficou relativamente estagnada em 2017, a receita caiu por conta da atividade econômica baixa (Gráfico 5).



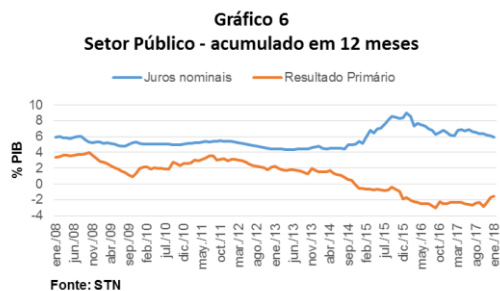
A deterioração do resultado primário pode ser visto no Gráfico 6. O déficit primário mensal anualizado para 12 meses se mantém em torno de 2% do PIB.

A situação fiscal apenas não tem piorado mais por conta da queda nas taxas de juros. A crise tem sido tão forte que a inflação caiu de forma significativa. Assim o Banco Central não encontrava mais justificativa para não baixar as taxas de juros. O principal benefício é a queda nos gastos com juros de algo superior a 8,5% do PIB no início de 2016 para cerca de 6% no início de 2018.

O problema com as contas públicas deve persistir. O próprio governo já começa a discutir a política de “teto de gastos” que congela os gastos públicos em função da receita. Sabe que será impossível honrar a regra. Sabe também que derrubou o governo anterior por conta disso. A questão deve ainda se agravar por conta da reforma trabalhista que incentiva o emprego informal, jogando a arrecadação ainda mais para baixo, o que contribui para elevar o déficit na previdência. A própria elevação do desemprego havia diminuído a arrecadação e elevado o déficit.

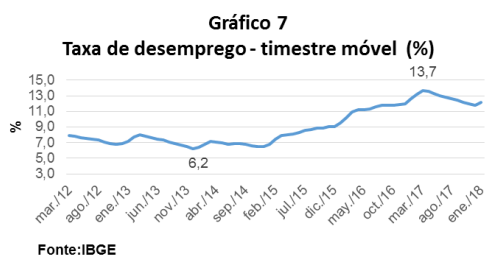
A única solução seria a retomada robusta do crescimento econômico, o que não parece estar no horizonte. Vale lembrar que a tão almejada “reforma da previdência” não é capaz de resolver o problema, uma vez que se trata de uma medida de longo prazo para melhorar a credibilidade, sem impacto real no curto prazo. O crescimento propagandeado de 3% pelo governo não é suficiente para modificar o quadro. Enquanto isso, a

dívida como proporção do PIB só se eleva (74,5% em janeiro) e a "credibilidade" da política desaparece.



## EMPREGO E RENDA

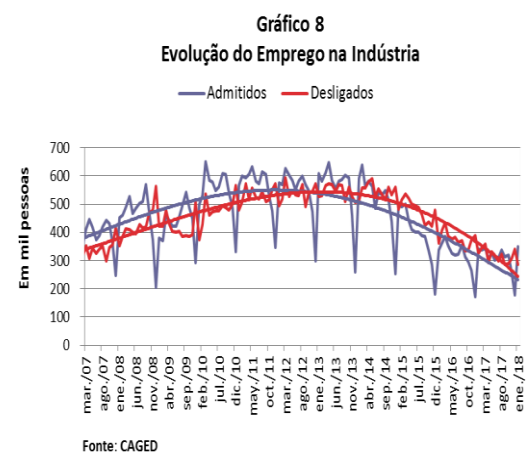
Três movimentos fizeram com que a taxa de desemprego apresentasse queda de quase 14% para cerca de 12% em 2017 (Gráfico 7): a atividade econômica parou de cair (crescimento de 1% do PIB), muitas pessoas deixaram de procurar emprego por falta de oportunidade e a elevação do emprego informal em atividades de subsistência. De início chegou-se a comemorar, mas só até o momento em que foram apontadas as verdadeiras causas, que não era a retomada da atividade econômica ou fim do ciclo recessivo. O sinal de alerta voltou a tocar quando se observou a uma tendência à elevação do desemprego no início de janeiro (Gráfico 7).



Rapidamente as expectativas anunciadas ao final de 2017 de retomada do crescimento foram vistas com ceticismo. Em janeiro de 2018 a maior perda de postos de trabalho ocorreu no comércio. Observando-se o Gráfico 8, percebe-se que o emprego industrial também ainda está longe de uma retomada: na média dos últimos meses os desligados ainda superam os admitidos indicando que o país não retomou o crescimento.

De outro lado, a renda média real do trabalho elevou-se, ainda que de forma ligeira com um crescimento de cerca de 1,2% sobre 2017. Isso se deve muito mais à queda na inflação inesperada frente aos ajustes salariais realizados sobre a inflação passada. Dessa forma, pode ser considerado mais como um efeito estatístico do que a alguma reação do mercado de trabalho.

Em 2018 pode ser que a taxa de desemprego continue em queda muito lenta ou até fique estagnada. A diminuição no contingente que busca emprego e a elevação do trabalho informal pode contribuir para tal. O desemprego informal, que só vem crescendo, já alcança mais de 50% na classe E de mais baixa renda e 33% na classe D.



## POLÍTICA MONETÁRIA

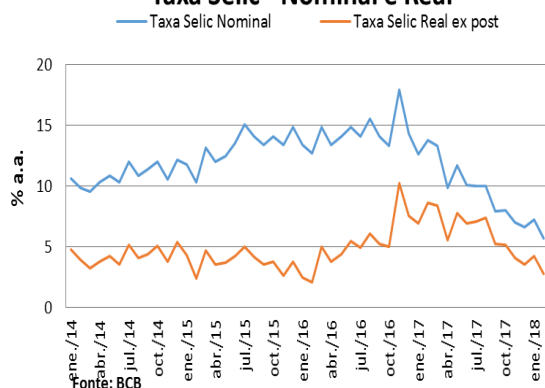
O Banco Central surpreendeu-se com a contínua e persistente queda nas taxas de inflação. Esperava, por conta da imaginária credibilidade, que a atividade econômica fosse retomada, exercendo pressão sobre os preços. Ao final, a atividade apenas estacionou em um nível muito baixo sem qualquer pressão de demanda. De outro lado, também contribuiu para a queda na inflação, a taxa de câmbio estável e valorizada que permite o aumento das importações sem impacto significativo em custos.

Dessa forma, o Banco Central reduziu a taxa básica para 6,5% diante de

uma inflação em torno de 2,8% (IPCA anualizado 12 meses em fevereiro 2018). Quando anualizada com base na inflação dos últimos 3 meses, a inflação chega a 1,5%. Promete ainda mais baixas na taxa de juros dada a necessidade política de promover crescimento econômico. Por esse motivo vem diminuindo a taxa básica mais do que normalmente o faria que historicamente tem se mantido acima de 5% ao ano.

**Gráfico 9**

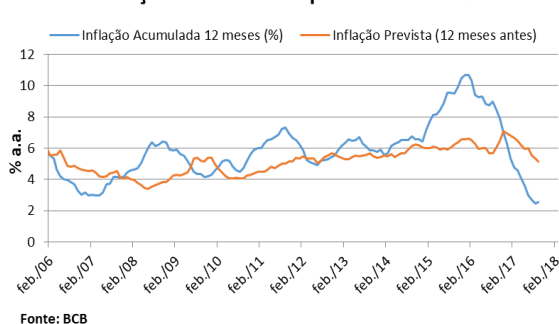
**Taxa Selic - Nominal e Real**



De qualquer forma, uma política monetária mais frouxa não tem tido o resultado esperado. Diante das expectativas negativas, diante do erro de previsão da retomada do crescimento tão anunciada, o governo deve deixar a taxa de juro baixa. De outro lado, os bancos privados não colaboram para a retomada do crédito uma vez que continuam a praticar taxas de juros proibitivas. Ao final, fica cada vez mais claro que a política monetária não tem o mesmo sucesso sobre o crescimento que teve para provocar a brutal recessão em 2015-16.

**Gráfico 10**

**Inflação acumulada e prevista 12 meses**



**MERCADOS FINANCEIROS**

O único setor que não sofreu e não sofre com o baixo nível de atividade econômica é o setor bancário e financeiro. Os lucros dos bancos permaneceram durante os últimos anos bastante positivos. A bolsa de valores também apresentou ganhos com a valorização dos ativos.

O principal motivo foi o impeachment da presidente em 2016 que levou ao controle do Banco Central e do Ministério da Fazenda o economista chefe do maior bando privado do país (Itau) e Henrique Meireles que já representava o sistema financeiro, principalmente internacional, em governos anteriores, inclusive da ex-presidente até 2012.

Os bons resultados do sistema financeiro e a valorização dos ativos especulativos em 2017 estão ligados às políticas econômicas e às reformas. Estão no centro o início do processo de privatização da maior empresa brasileira, a Petrobras, bem como a privatização do setor elétrico. Ambas atraíram recursos externos e geraram negócios para os bancos, bem como provocaram valorização nas bolsas. Também pesaram no resultado dos bancos as reformas trabalhista e o ajuste fiscal. Mesmo que a reforma da previdência não tenha ocorrido – o que acabaria por transferir significativo volume de recursos para a administração em bancos privados – o impacto na valorização de ativos foi em parte precificado. A também elevada taxa de juros bem como o crescimento do estoque de dívida pública em suas carteiras também contribuiu para o lucro dos bancos.

Não houve crescimento no volume de crédito, mesmo porque as taxas de juros dos bancos privados são proibitivas. O crédito dos bancos públicos também foi comprimido tanto por conta da falta de investidores como pela mudança na política de taxas de juros. Em 2017 o estoque de crédito dos bancos públicos cresceu apenas 0,6% enquanto dos bancos

privados elevou-se em 1,3%, ambos sobre 2016.

O governo em sua estratégia de crescimento afirma contar com o crédito privado em lugar do público, mas não parece que consegue envolver de fato os bancos em apoio. Talvez tenha que rever a política deliberada de enfraquecer o BNDES, banco de desenvolvimento que sempre adotou taxas de juros baixas para investimentos de longo prazo.

## TAXA DE CÂMBIO

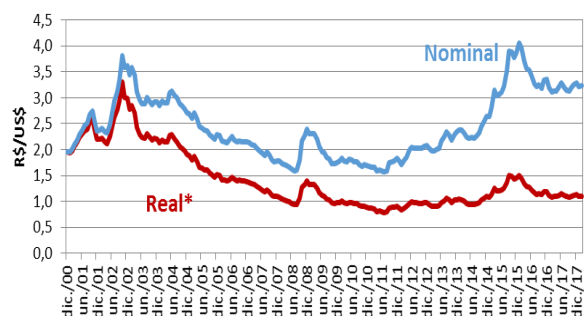
Como pode se ver no Gráfico 11, a taxa de câmbio no Brasil mantém-se valorizada em termos reais (deflacionada). Esse fato explica uma importante parte da baixa nas taxas de inflação. Embora não de forma assumida, faz parte da política de estabilização de preços ao transferir impactos na demanda, principalmente de bens industrializados, para a importação. A estrutura industrial brasileira é hoje fortemente dependente de partes, peças e componentes importados para produtos finalizados no país.

A taxa de câmbio valorizada tem interferido pouco na balança comercial, principalmente nas exportações de produtos básicos que têm sua estrutura de custos e receitas bastante atrelada ao dólar. Afeta a exportação de produtos industrializados, mas, dado o baixo nível de atividade, os exportadores não têm alternativa e buscam outros mercados na América Latina.

Como âncora para a estabilidade, dificilmente o Banco Central desejaria alterar a taxa de câmbio real. De qualquer forma, encontra dificuldades em controlar os mercados especulativos de moeda estrangeira. Assim, a volatilidade da taxa se deve a movimentos especulativos contra o Real que dependem de como os agentes assimilam mudanças de perspectiva quanto ao risco externo no curto e médio prazos. Como este ano é Eleitoral, espera-se uma

volatilidade maior na taxa de câmbio por conta dos movimentos especulativos.

Gráfico 11  
Taxa de câmbio



Fonte: BCB; IBGE \*Deflacionada pelo IPCA (R\$ dez/2000)

## 2. PERSPECTIVAS ECONÔMICAS

Toda volatilidade da economia brasileira neste ano está ligada às eleições e à crise política. Os especuladores não deixarão passar elementos que lhes possibilite faturar na variação dos preços dos ativos.

Na economia real pouca coisa deve acontecer. Para se viabilizar eleitoralmente, o atual presidente deseja incentivar o crescimento econômico, mas está nas mãos dos economistas ligados aos bancos no Banco Central e Ministério da Fazenda. Eles mesmos acreditavam que com a restauração da credibilidade haveria naturalmente uma retomada do crescimento. Estão frustrados com seus erros de previsão e com as teorias econômicas que lhes deram respaldo. De qualquer forma, garantiram os interesses dos bancos e dos agentes que clamaram pelas reformas e privatizações, mesmo sem a tão desejada por eles reforma da previdência.

Os mercados financeiros ainda estão calmos, mesmo sem crescimento econômico. Esperam, e assim relatam na imprensa, que um candidato que os mantenha no poder consiga ser eleito. As turbulências crescerão dentro dos próprios mercados por movimentos especulativos se

perceberem, ou quando perceberem, que a situação está difícil.

### 3. SITUAÇÃO POLÍTICA

Em termos políticos as coisas estão muito delicadas. Este ano de 2018 será um ano eleitoral. O atual grupo no poder ainda não conseguiu construir um candidato próprio que tenha apelo popular ao ponto de vencer as eleições. O candidato aparentemente escolhido, Geraldo Alckmin, não consegue decolar nas pesquisas de intenção de votos. Proveniente do Estado de São Paulo, é pouco conhecido nacionalmente, principalmente no nordeste. Outros candidatos, inclusive o atual presidente, o presidente do Congresso Nacional, o Ministro da Fazenda, dentre outros, dividem o voto da situação.

Se os nomes da situação estão dispersos e divididos, também não é muito diferente na oposição. Também ainda não conseguiram emplacar um candidato popular que arrebanhe o voto dos descontentes ou das camadas mais populares. Hoje, quem tem a popularidade, principalmente entre os mais pobres, é o ex-presidente Lula que, segundo as pesquisas, poderia até ganhar as eleições em primeiro turno, a despeito de todas as acusações que pesa sobre ele e das tentativas de tirá-lo do jogo.

As perspectivas estão muito nebulosas e o jogo político muito pesado e disputado. Esse vácuo político abre espaço para candidaturas radicais de extrema direita. O grupo no poder não pretende abrir espaço para a volta de um candidato que não defenda as reformas, principalmente da previdência, a privatização do que resta de empresas estatais e mesmo para terminar a privatização da Petrobras. Diante desse cenário, sob a perspectiva que esses grupos não abriam mão do poder, talvez o maior risco seria a não ocorrência das eleições. A incerteza é total.