

Macro



CARLOS THADEU DE FREITAS*

Em sua apresentação, Carlos Thadeu de Freitas que, no evento, também representou o presidente do BNDES, Paulo Rabello de Castro, enfatizou as consequências dos problemas fiscais sobre o funcionamento do mercado financeiro no país.

Thadeu de Freitas iniciou sua exposição recordando a crise da dívida externa da década de 1980, que paralisou a economia brasileira. O Brasil ficou dez anos sem ter acesso ao mercado internacional de capitais e entrou em um processo hiperinflacionário.

Hoje a situação é muito diferente, já que nossa capacidade de pagamento em dólar aumentou substancialmente, devido ao elevado volume das reservas internacionais e dos superávits comerciais, além de um baixo déficit na conta-corrente do Balanço de Pagamentos.

Thadeu de Freitas ressaltou em seguida o excelente trabalho da equipe econômica, em particular a aprovação da PEC do teto de gasto, o sucesso no combate à

* Diretor financeiro do BNDES.

inflação e as reformas microeconômicas. Também destacou o contexto internacional favorável, com elevada liquidez e financiadores externos interessados em investir no Brasil.

Ressaltou, contudo, a possibilidade de a situação internacional não continuar tão favorável, à medida que o FED e os outros bancos centrais comecem a reverter suas políticas monetárias não convencionais. Mas Thadeu de Freitas não acredita em um cenário de ruptura nos mercados internacionais de capitais.

Em sua avaliação, o risco é de que, se a nossa situação fiscal não tiver uma trajetória sustentável, esse cenário favorável possa se reverter novamente, como já se reverteu várias vezes no passado.

Ao contrário do período da dívida externa, em que havia risco elevado de calote, já que o Brasil não emite dólares, o risco da dívida em reais é praticamente nulo, já que o Banco Central pode emitir moeda e o Tesouro pode vender títulos no mercado com compromisso de recompra.

No entanto, existem várias consequências negativas, como o risco de que a emissão de moeda gere uma aceleração da inflação. Thadeu de Freitas destaca, em particular, o efeito negativo sobre o desenvolvimento do mercado financeiro.

Em uma situação de fragilidade das contas públicas, os credores só aceitam emprestar a taxas de juros elevadas e para prazos curtos. Isso acaba por inviabilizar o desenvolvimento do financiamento privado de longo prazo no Brasil.

Nesse contexto, Thadeu de Freitas ressaltou a importância do BNDES para o financiamento de longo prazo. Em sua opinião, “o BNDES tem uma função muito importante na nossa economia, é a única instituição que dá recurso longo”. Isso, por sua vez, é possível porque o BNDES tem acesso a recursos de prazo longo. Graças a esse *funding* longo, a TLP, nova taxa praticada pelo Banco, não representará problema em termos de competitividade, em sua avaliação.

Concluindo sua apresentação, Thadeu de Freitas afirma que o Brasil caminha para a normalidade. A normalidade em dólar é de natureza mais técnica e já é uma realidade. A normalidade em nossa moeda, no entanto, depende do equacionamento das contas públicas. Nesse sentido, trata-se de uma decisão política. Nas palavras de Thadeu de Freitas, “a decisão está com nossos políticos”.





FERNANDO VELOSO*

O economista Fernando Veloso abordou a atual crise macroeconômica com ênfase na dimensão fiscal, e os efeitos das turbulências políticas.

Iniciou ressaltando que o Brasil está superando a pior recessão já registrada pelo CODACE, o Comitê de Datação de Ciclos Econômicos da Fundação Getúlio Vargas, que tem documentado todas as recessões desde o início da década de 80. Nesse contexto, destacou as três piores. A atual, que até o último trimestre de 2016, já pode ser considerada a pior recessão porque já é a mais longa, com 11 trimestres e uma queda acumulada do PIB de 9%. Até então a mais severa, em termos de duração, tinha sido a registrada entre 1989 e 1992, alcançando 11 trimestres e produzindo uma queda um pouco menos forte, de 7,7%. Já a chamada crise da dívida, no início dos anos 80, durou nove trimestres com uma queda do PIB de 8,5%.

Assim, a atual recessão combina o fato de ser a mais longa e a mais aguda, com o fato de ter havido um verdadeiro colapso do investimento, ou seja, o investimento que no Brasil tradicionalmente não é muito alto, e sempre girou em torno de 20% do PIB, sofreu uma queda monumental em um espaço muito curto de tempo. Com base nos dados do IBGE, o investimento acumulado nos quatro últimos trimestres, de um pico de 21% do PIB no início de 2014, caiu para 15,8% do PIB no segundo trimestre deste ano, implicando uma queda de cinco pontos percentuais do PIB, algo dramático. Associada com esse fenômeno, a dívida pública bruta passou no final de 2013 e início de 2014, em torno de 52% do PIB, para 73,8% do PIB. O único período que houve um alívio na dívida pública foi no ano passado em função da devolução de R\$ 100 bilhões do BNDES.

* Pesquisador do Centro de Economia Aplicada – IBRE/FGV.

Fernando Veloso analisou o Índice de Confiança do setor de Bens de Investimento calculado pelo IBRE/FGV. O indicador basicamente refere-se ao setor de construção, bens de capital e serviços de engenharia. O índice mostra que houve um colapso da confiança no setor. Após uma queda durante a crise financeira internacional em 2008 e 2009, recuperou-se em 2010, porém, entre o final de 2013 até setembro de 2015 foi registrada a maior queda, da ordem de 30%, e embora tenha se recuperado no período mais recente, o nível de confiança está no patamar do período da crise internacional.

Por outro lado, observou que o Brasil atravessa um período de recuperação cíclica, com o crescimento do PIB no segundo trimestre sendo liderado pelo consumo. Os dados do IBGE e as projeções do IBRE sobre o crescimento do PIB, em cada trimestre em relação ao mesmo trimestre do ano anterior, apontam que no segundo trimestre de 2017 ocorreu um crescimento de 0,3%, com projeções pelo IBRE de expansão de 1,1% e de 1,6% no terceiro e no quarto trimestres deste ano, respectivamente. Portanto, observa-se que a expansão da atividade econômica, após cair significativamente em 2015 e 2016, atualmente está em território positivo.

Por outro lado, o comportamento do investimento é menos óbvio. Na evolução dessa variável, foi registrada uma queda muito aguda: no final de 2015, a redução foi de quase 20%, posteriormente foi diminuindo, mas no segundo trimestre de 2017, ainda se observa uma queda, que inclusive foi maior do que a registrada no primeiro trimestre de 2017. Então, em termos de investimento não se observa ainda uma recuperação consistente. As projeções do IBRE para o crescimento econômico são de 0,7% esse ano e 2,2% em 2018. Em 2017, o crescimento será liderado pela agropecuária (12,9%), a indústria ainda continuará caindo (-0,6%), e uma estagnação do setor de serviços, com uma ligeira queda de 0,1%. Por outro lado, o setor de construção civil ainda terá uma queda de 5% esse ano. Prevê-se para 2018 que o Brasil terá um crescimento mais bem distribuído. A expansão da agropecuária será menor (4,5%), a indústria crescerá 2,2%, sendo que a indústria de transformação alcançará uma expansão de 3%, e o setor de serviços estará se recuperando com um crescimento em torno de 1,6%. Portanto, em 2018 o Brasil poderá ter um crescimento econômico maior e mais equilibrado.

Segundo o economista, o último relatório trimestral do Banco Central traz projeções exatamente iguais a do IBRE/FGV para 2017 e 2018, o que corrobora o cenário de recuperação cíclica, inclusive compartilhado por outras instituições. Ressalta que há também uma série de outros indicadores que confirmam uma visão mais otimista. As empresas e famílias estão reduzindo endividamento, o desemprego está caindo, a inflação está em níveis muito baixos, com a previsão de não aumentar

nos próximos anos, e a uma taxa de juros em queda, com viés de baixa. Então, por exemplo, o indicador de endividamento das famílias, que é dado pela relação entre a dívida das famílias e a renda anual, mensurado pelo Banco Central, alcançou um pico de 45% em 2015, e está apresentando uma tendência de queda e atualmente está em torno de 42%, segundo o dado mais recente.

Com respeito ao endividamento das empresas, baseado no cálculo realizado pelo economista Carlos Rocca, dado pela relação entre dívida bruta e patrimônio líquido (com e sem a Petrobras), há evidências de melhoras. Até 2015, esse indicador vinha crescendo continuamente. A partir de 2016, há uma reversão dessa tendência, com uma queda do endividamento das empresas, mesmo que de forma lenta. O desemprego, que também teve um aumento gigantesco e chegou perto de 14%, está caindo na margem e os dados de emprego formal, medidos pelo CAGED estão igualmente melhorando na ponta da série.

O economista também destaca que a inflação caiu significativamente, com a previsão para esse ano do IBRE/FGV de 3,3%, e de 4% em 2018, e, a partir de 2019, as expectativas de inflação estão ancoradas na meta. Ressalta que esses avanços decorrem não só da recessão, mas do trabalho executado pelo Banco Central. Destaca ainda que a inflação de alimentos, contribuiu para esse processo desinflacionário, mas que a inflação de serviços também está caindo, o que sinaliza consistência.

Esse cenário, segundo o economista, permite a queda de juros, de forma bastante expressiva. Para este ano, a previsão do IBRE é de juros básicos de 7%, ano e de 7,5% em 2018. E destaca que se a inflação continuar caindo, a queda de juros poderá ser ainda maior e duradoura, sobretudo enquanto se observar um grau elevado de capacidade ociosa na economia.

Portanto, ressalta que há uma série de indicadores altamente positivos, embora se questione se esses indicadores são sustentáveis ou não, se são duradouros, além de um ou dois anos. Nesse caso, o problema reside na questão fiscal. A aprovação do teto de gasto foi fundamental, mas tem uma série de restrições. Primeiro, a definição do teto em si não garante o ajuste; segundo, será muito difícil cumprir esse teto, dado que os déficits primários vão continuar altos durante vários anos e enquanto isso a dívida pública irá continuar subindo de forma expressiva. Segundo os dados da Instituição Fiscal Independente – IFI, vinculada ao Senado, que calcula a “margem fiscal”, ou seja, a diferença entre o teto e todas as despesas obrigatórias e algumas despesas discricionárias mínimas que precisam ser pagas nas áreas de saúde e educação, a margem do governo federal neste ano é de R\$ 120 bilhões, num orçamento de R\$ 1,3 trilhão, o que corresponde a 9% desse total.

O pior é que essa margem deve continuar caindo. Em 2020, a IFI prevê que vai alcançar R\$ 65 bilhões, abaixo de 70 bilhões, que é o mínimo para funcionamento da máquina pública. Isso significa, segundo o economista, que em 2020 o teto tenderá a não ser cumprido, mesmo com a reforma da Previdência, nos termos do substitutivo que foi aprovado na Comissão Especial da Câmara. Já sem reforma da Previdência o descumprimento do teto ocorrerá já em 2018. Portanto, é muito alta a chance de, em pouco tempo, não se cumprir o teto. Ressalta que o Brasil tinha conseguido durante muitos anos sustentar o superávit primário em torno de 3% do PIB, e que houve uma reversão de três pontos positivos para algo próximo de três negativos, ou seja algo em torno de seis pontos do PIB, algo chocante, da ordem de mais de 300 bilhões por ano.

Menciona que há um descompasso enorme entre o crescimento das despesas e das receitas. As despesas já vêm crescendo há décadas, ou seja, desde a Constituição. Já as receitas conseguiram acompanhar esse processo até um determinado período, em função do aumento da formalização. Isso ocorreu até mais ou menos 2007. Já nos últimos anos, observa-se um colapso, com aumento na diferença entre o crescimento das despesas e receitas. Além de ser necessário se tentar atuar no campo dos gastos, há quem defenda que é preciso promover mudanças também no lado das receitas, já que a situação fiscal é tão dramática.

Sob essa perspectiva, segundo a previsão da IFI a dívida bruta deve alcançar 93% do PIB em 2024, e, num cenário otimista e de normalidade, poderia cair para 85% do PIB em 2030. Ou seja, vai ter um crescimento muito rápido, e depois a dívida se estabiliza num patamar elevadíssimo, sendo a queda muito lenta. Portanto, destaca que qualquer choque negativo, qualquer aumento de juros, ou mudança no cenário internacional que atualmente é muito benigno, poderá colocar a dívida bruta numa trajetória insustentável, o que denota uma situação de muita vulnerabilidade. Dessa forma, atesta que o Brasil tem uma combinação atípica de ter bons indicadores de curto prazo e um problema fiscal enorme que não tem solução à vista.

Esse cenário influencia o indicador de incerteza que o IBRE tem calculado desde o final do ano passado. De 2015 até hoje, os níveis de incerteza estão num patamar altíssimo, o mais alto da série histórica, acima dos níveis da crise de 2008 a 2009. As dúvidas em relação à política econômica e a resolução da situação fiscal influenciam os níveis de incerteza, e aí os investimentos não acontecem. Assim, a recuperação lenta do investimento está muito associada a essa situação.

Fernando Veloso também menciona que os indicadores de confiança têm melhorado, mas de forma frágil. O Indicador de Confiança do Consumidor e de empresas

calculado pelo IBRE, tem um componente que é a situação atual das empresas e consumidores e as expectativas em relação ao futuro. Os dados mostram que praticamente toda melhoria da confiança do consumidor vem de uma confiança em relação ao futuro, ou seja, está associado com a expectativa de melhoria da situação econômica. Então se caso esse panorama econômico não se concretize, esses níveis de confiança não se sustentam, ou seja, essa melhora observada é frágil. Com os empresários a situação é semelhante, ou seja, há uma melhoria de confiança ainda frágil por estar muito baseada em expectativas, que podem se concretizar ou não. Caso essas expectativas não se concretizarem, o investimento não é retomado.

Segundo o economista, o grande drama da mais recente recessão é o fato de ela ter sido tão longa e profunda e que tenha por trás uma forte queda do investimento. Dessa forma, o potencial de crescimento da economia é bem menor do que foi no passado, bastando lembrar que o Brasil teve um crescimento de 4% ao ano durante um período da década de 2000, mas agora dificilmente irá crescer acima de 2% no longo prazo.

O período marcante de crescimento da produtividade no Brasil nos últimos anos foi de 2002 a 2010, quando a produtividade do capital, do trabalho e a produtividade total dos fatores estavam todos crescendo. A produtividade do trabalho crescia a 2% ao ano. No entanto, no período de 2010 a 2016 essa tendência foi revertida. Por exemplo, de 2014 a 2016, ocorreu uma queda dos três conceitos de produtividade o que afeta o potencial de crescimento da economia. Já o ocorrido nos últimos quatro trimestres mostra uma enorme queda da expansão da produtividade, que se tornou negativa, e somente no segundo trimestre de 2017 é que se observa um pequeno crescimento. Portanto, diante desses motivos o potencial de crescimento da economia foi fortemente afetado.

Por outro lado, a aprovação da reforma trabalhista e a regulamentação da terceirização são reformas importantes que irão contribuir para recuperação da produtividade.

Fernando Veloso menciona que estão em discussão no Congresso Nacional propostas para uma tão esperada reforma tributária. Com relação à infraestrutura, tem se enfatizado a importância do fortalecimento das agências reguladoras, entre outros fatores. Finalmente, destacou que além de toda a incerteza com relação à situação fiscal, há uma grande incerteza em relação ao ambiente de negócios. Afirma que empreender no Brasil é muito caro e complexo, tanto no que diz respeito às áreas tributária e trabalhista, como na questão regulatória. Ressalta que o governo atual tem avançado nessa agenda, mas ainda tem muito a ser feito. No mais, o potencial de crescimento do País é imenso, desde que se consiga superar o drama fiscal.



NILSON TEIXEIRA*

O tema da apresentação de Nilson Teixeira foi a crise fiscal e seus efeitos negativos na economia brasileira.

Teixeira mostrou inicialmente que existe um risco de que os déficits fiscais primários continuem ao longo de todo o próximo governo, a ser eleito em 2018. Combinado com o pagamento de juros, isso vai implicar em déficits nominais em torno de 8% do PIB até 2022.

A grande rigidez das despesas primárias dificulta, por sua vez, o ajuste fiscal. Embora tenha havido forte redução das despesas discricionárias em 2017, o crescimento dos gastos previdenciários continua elevado, devido ao envelhecimento da população e à vinculação dos benefícios ao salário mínimo.

Por essas razões, o déficit da previdência aumentará nos próximos anos. Teixeira mostrou estimativas de que, sem a aprovação da reforma da previdência, o déficit previdenciário, atualmente de 3,7% do PIB, subirá para 5,9% do PIB em 2027. Mesmo que seja aprovado o substitutivo da Comissão Especial que trata do tema na Câmara dos Deputados, o déficit vai crescer até atingir 4,9% do PIB em 2027.

Além disso, o aumento das despesas da previdência e assistência social vai comprimir os demais gastos do orçamento federal. A previsão de Teixeira é de que, na ausência de reforma, as despesas previdenciárias vão passar de cerca de 46% para pouco menos de 70% do total das despesas primárias em 2027. Isso, por sua vez, colocará em risco o cumprimento do teto de gastos.

Em seguida, Teixeira apresentou simulações da trajetória da dívida pública e resultado primário para diferentes taxas de crescimento do PIB. Em um cenário-base

* Economista-chefe do Credit Suisse.

de crescimento do PIB de 2%, o governo central só registrará um superávit primário em 2022, e a dívida bruta atingirá 93% do PIB em meados da próxima década.

Sua conclusão é de que a reforma da previdência é fundamental para que sejam gerados superávits primários compatíveis com a estabilidade da dívida. Além disso, é necessário que se verifique uma forte recuperação da atividade econômica.

Não basta, no entanto, aprovar a reforma da previdência. É preciso promover outros ajustes nas contas públicas, como uma forte redução das renúncias tributárias, que em 2018 deverão atingir 3,9% do PIB. Em particular, precisam ser revistas as renúncias de contribuições à previdência, que devem atingir mais de R\$ 50 bilhões em 2018, segundo o Ministério do Planejamento.

Segundo Teixeira, o Brasil ganhou tempo para promover um ajuste fiscal e realizar reformas graças à robustez das contas externas e ao ambiente global favorável. No entanto, o crescimento potencial permanecerá baixo caso não seja feito um ajuste estrutural das contas públicas.

Em particular, a manutenção de déficits primários elevados nos próximos anos dificultará uma alta mais significativa da taxa de investimento. De acordo com suas simulações, sem um ajuste fiscal expressivo, o crescimento do PIB potencial no Brasil dificilmente irá superar uma taxa de 2% ao ano.

Na avaliação de Teixeira, além de um ajuste fiscal, é necessário implementar reformas microeconômicas para elevar o potencial de crescimento da economia brasileira. Dentre essas, ele destaca a importância de facilitar o processo de abertura de empresas, o aumento da flexibilidade do mercado de trabalho e maior abertura comercial.

Teixeira concluiu sua exposição questionando a possibilidade de um descolamento entre a situação econômica e a crise política do país. Em suas palavras, “acreditar que a economia está descolada da política é um engano. A solução está nas mãos dos políticos.”





SAMUEL PESSÔA*

Em sua apresentação, Samuel Pessôa analisou a construção das instituições fiscais brasileiras no segundo mandato do Presidente Fernando Henrique Cardoso, sua desconstrução no período recente que levou à crise fiscal, e os desafios para sua reconstrução nos próximos anos.

Pessôa iniciou sua exposição fazendo duas observações. Primeiro, afirmou que, embora a corrupção seja um problema muito grave, ela não é responsável pela difícil situação fiscal em que o Brasil se encontra.

Em sua avaliação, a principal causa da crise fiscal é o fato de que o Estado brasileiro concedeu direitos a indivíduos sobre parcelas do orçamento que são incompatíveis com nossa realidade orçamentária.

A segunda observação é que, de acordo com o Relatório de Inflação do Banco Central recentemente divulgado, o Banco Central estima que a taxa neutra de juros, ou seja, a taxa real de juros compatível com estabilidade da inflação, está em torno de 4% ao ano. Cinco anos atrás a taxa neutra era de cerca de 6% ao ano.

Segundo Pessôa, a queda da taxa neutra pode ter um impacto importante na economia, na medida em que pode viabilizar novos investimentos em infraestrutura e reduzir o custo de rolagem da dívida pública.

Em seguida, Pessôa analisou a construção do arcabouço fiscal brasileiro no segundo governo FHC, destacando o acordo de renegociação das dívidas estaduais e a promulgação da Lei de Responsabilidade Fiscal.

* Pesquisador do Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas (Ibre/FGV).

Em sua avaliação, essas instituições proporcionaram uma situação fiscal confortável durante cerca de 12 anos, com geração de superávits primários, queda da dívida pública e redução da taxa de juros real.

No entanto, mesmo durante esse período já era possível verificar fontes de desequilíbrio fiscal. A principal era o crescimento do gasto público a taxas acima do crescimento do PIB, atingindo uma expansão média de 6% ao ano em termos reais para um crescimento do PIB de 3% ao ano.

Segundo Pessôa, esse excesso de crescimento do gasto público em relação ao PIB não gerou de imediato um desequilíbrio fiscal por dois motivos. O primeiro foi a formalização da economia, que teve um impacto forte na receita. O segundo foi o boom de commodities, que também contribuiu para a expansão das receitas.

No entanto, esses fatores que geraram um rápido crescimento da receita não eram sustentáveis, e se esgotaram com o fim do processo de formalização e do boom de commodities. A partir desse momento, por volta de 2011, a situação fiscal começou a se deteriorar.

Na avaliação de Pessôa, a lógica da institucionalidade fiscal do Brasil é de que o governo federal é responsável pela gestão macroeconômica, enquanto os governos subnacionais são responsáveis pela provisão de serviços locais.

Nesse sentido, os estados e municípios se defrontam com restrições à expansão dos gastos e obtenção de crédito, enquanto a União possui maior grau de discricionariedade. Essa institucionalidade pressupõe, portanto, que as autoridades fiscais da União entendam a lógica do sistema e seu papel como guardiões da responsabilidade fiscal. No entanto, não foi isso que aconteceu a partir de 2009.

Em resumo, Pessôa argumenta que a crise fiscal gestada no período 2009-2014 decorreu de dois fatores. Primeiro, o fim do período de crescimento extraordinário da receita decorrente da formalização e do boom de commodities. Segundo, uma crença equivocada das autoridades de política econômica de que o aumento de gasto geraria as receitas para seu financiamento.

Pessôa concluiu sua apresentação discutindo a questão previdenciária, cujo equacionamento é fundamental para que seja restabelecido o equilíbrio fiscal da União, estados e municípios.

Para isso, considera que será preciso combater o poder das corporações, que se apropriaram de parcelas do orçamento, colocando em risco a provisão de serviços públicos nos próximos anos.

