

# Padrão de acumulação e desenvolvimento brasileiro

VANESSA PETRELLI CORRÊA (ORG.)



Projetos  
para o Brasil



FUNDAÇÃO  
Perseu Abramo

★ *Projetos*  
para o Brasil

# Padrão de acumulação e desenvolvimento brasileiro

VANESSA PETRELLI CORRÊA  
(ORG.)

 **FUNDAÇÃO**  
Perseu Abramo  
Partido dos Trabalhadores

2013

## FUNDAÇÃO PERSEU ABRAMO

Instituída pelo Diretório Nacional do Partido dos Trabalhadores em maio de 1996.

### DIRETORIA

Presidente: Marcio Pochmann

Vice-presidenta: Iole Iliada

Diretoras: Fátima Cleide e Luciana Mandelli

Diretores: Artur Henrique e Joaquim Soriano

Coordenação da coleção Projetos para o Brasil

Iole Iliada

### EDITORA FUNDAÇÃO PERSEU ABRAMO

Coordenação editorial: Rogério Chaves

Assistente editorial: Raquel Maria da Costa

Equipe de produção: Reiko Miura e Angélica Ramaciotti

Projeto gráfico: Caco Bisol Produção Gráfica Ltda.

Diagramação: Márcia Helena Ramos

Ilustração de capa: Vicente Mendonça

Direitos reservados à Fundação Perseu Abramo

Rua Francisco Cruz, 234 – 04117-091 São Paulo - SP

Telefone: (11) 5571-4299 – Fax: (11) 5573-3338

Visite a página eletrônica da Fundação Perseu Abramo: [www.fpabramo.org.br](http://www.fpabramo.org.br)

Visite a loja virtual da Editora Fundação Perseu Abramo: [www.efpa.com.br](http://www.efpa.com.br)

---

#### Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

---

P494p Petrelli, Vanessa. Padrão de acumulação e desenvolvimento brasileiro /  
Vanessa Petrelli. – São Paulo : Editora Fundação Perseu Abramo, 2013.

248p. ; 23 cm – (Projetos para o Brasil ; 3)

Inclui bibliografia.

ISBN 978-85-7643-169-5

1. Economia - Brasil. 2. Capital (Economia) - Acumulação. 3. Macroeconomia.  
4. Política cambial. 5. Política monetária. 6. Política tributária. 7. Inflação - Brasil.  
8. Mercado de trabalho - Brasil. 9. Brasil - Desenvolvimento econômico. I. Título.  
II. Série.

CDU 338.1(81)

CDD 330.981

## SUMÁRIO

- 5 APRESENTAÇÃO
- 7 PREFÁCIO  
Iole Iliada
- 11 INTRODUÇÃO
- CAPÍTULO 1
- 17 MODELO DE CRESCIMENTO BRASILEIRO E MUDANÇA ESTRUTURAL - AVANÇOS E LIMITES  
Vanessa Petrelli Corrêa e Claudio Hamilton dos Santos
- CAPÍTULO 2
- 57 MODELO DE CRESCIMENTO, DINÂMICA DO BALANÇO DE PAGAMENTOS E FRAGILIDADES  
Vanessa Petrelli Corrêa e Clésio Lourenço Xavier
- CAPÍTULO 3
- 119 TAXA DE JUROS, TAXA DE CÂMBIO E INFLAÇÃO NO PERÍODO DO  
SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL  
Ricardo Summa e Julia Braga
- CAPÍTULO 4
- 145 CONSIDERAÇÕES SOBRE O MERCADO DE TRABALHO NO BRASIL  
Claudio Roberto Amitrano
- CAPÍTULO 5
- 181 NOTAS SOBRE AS DINÂMICAS RELACIONADAS DO CONSUMO DAS FAMÍLIAS,  
DA FORMAÇÃO BRUTA DE CAPITAL FIXO E DAS FINANÇAS PÚBLICAS BRASILEIRAS  
NO PERÍODO 2004-2012  
Cláudio Hamilton Matos dos Santos
- 243 SOBRE A ORGANIZADORA
- 244 SOBRE OS AUTORES



## APRESENTAÇÃO

Próximo de completar a terceira década do regime democrático iniciado em 1985 – o mais longo de toda sua História –, o Brasil vem se afirmando como uma das principais nações a vivenciar mudanças significativas no tradicional modo de fazer política. Com três mandatos consecutivos de convergência programática, os governos Lula e Dilma consolidam o reposicionamento do país no mundo, bem como realizam parte fundamental da agenda popular e democrática aguardada depois de muito tempo.

Lembremos, a última vez que o Brasil havia assistido oportunidade comparável, remonta o início da década de 1960, quando o regime democrático ainda estava incompleto, com limites a liberdade partidária, intervenções em sindicatos e ameaças dos golpes de Estado. O país que transitava – à época – para a sociedade urbana e industrial conheceu lideranças intelectuais engajados como Darcy Ribeiro e Celso Furtado, para citar apenas alguns ícones de gerações que foram, inclusive, ministros do governo progressista de João Goulart (1961-1964).

A efervescência política transbordou para diversas áreas, engajadas e impulsionadas pelas mobilizações em torno das reformas de base. A emergência de lideranças estudantis, sindicais, culturais e políticas apontavam para a concretização da agenda popular e democrática.

A ruptura na ordem democrática pela ditadura militar (1964-1985), contudo, decretou a vitória das forças antirreformistas. O Brasil seguiu crescendo a partir da concentração da renda, impondo padrão de infraestrutura (aeropostos, portos, escolas, hospitais, teatros, cinemas, entre outros) para apenas parcela privilegiada do país. A exclusão social se tornou a marca da modernização conservadora.

Em 1980, a economia nacional encontrava-se entre as oito mais importantes do mundo capitalista, porém quase a metade da população ainda encontrava-se na condição de pobreza e um quarto no analfabetismo. Nas duas últimas décadas do século passado, mesmo com a transição democrática, a economia permaneceu praticamente travada, num quadro de semiestagnação da renda *per capita* e regressão social. O desemprego chegou a 15% da força de trabalho no ano 2000, acompanhado de elevada pobreza e desigualdade da renda, riqueza e poder.

6 Para enfrentar os próximos desafios pela continuidade da via popular e democrática, a Fundação Perseu Abramo reuniu e associou-se a uma nova geração de intelectuais engajados na continuidade das lutas pelas transformações do Brasil. Após mais de oito meses de trabalho intenso, profundo e sistêmico, com debates, oficinas e seminários, tornou-se possível oferecer a presente contribuição sobre problemas e soluções dos temas mais cruciais desta segunda década do século XXI.

Na sequência, espera-se que a amplitude dos debates entre distintos segmentos da sociedade brasileira possa conduzir ao aprimoramento do entendimento acerca da realidade, bem como das possibilidades e exigências necessárias à continuidade das mudanças nacionais e internacionais. A leitura atenta e o debate estimulante constituem o desejo sincero e coletivo da Fundação Perseu Abramo.

*A Diretoria*

Fundação Perseu Abramo

## PREFÁCIO

*Que país é esse?*, perguntava o poeta no refrão da famosa canção<sup>1</sup>, na qual a expressão com ares de interjeição servia para manifestar a inconformidade com os problemas nacionais, fazendo eco, então, a um sentimento generalizado de que o país era inviável.

O país que inspirou aquela canção, no entanto, não é mais o mesmo. Nos últimos dez anos, mudanças significativas ocorreram no Brasil. Números e fatos apontam para um país economicamente maior, menos desigual, com mais empregos e maiores salários, com mais participação social, maior autoestima e mais respeito internacional.

Dizer que o Brasil mudou – e mudou para melhor – está longe de significar, contudo, que nossos problemas históricos tenham sido resolvidos. Não podemos nos esquecer de que o passado colonial, a inserção subordinada e dependente na economia mundial, os anos de conservadorismo, ditaduras e autoritarismo e a ação das elites econômicas liberais e neoliberais marcaram estruturalmente o país por cerca de 500 anos, produzindo desigualdades e iniquidades sociais, econômicas, culturais e políticas, com impactos importantes na distribuição de direitos básicos como saúde, educação, habitação, mobilidade espacial e proteção contra as distintas formas de violência e de preconceitos, inclusive aquelas perpetradas por agentes do próprio Estado.

Tendo características estruturais, as questões acima apontadas não podem ser adequadamente enfrentadas sem um estudo mais aprofundado de suas características intrínsecas, seus contextos históricos, das relações sociais que as engendram e das propostas e possibilidades efetivas de superação.

1. "*Que país é este*" é uma canção da banda de rock brasileira Legião Urbana, criada no Distrito Federal. Foi escrita em 1978 por Renato Russo (1960-1996), em plena ditadura civil-militar, mas lançada somente nove anos depois, em 1987, dando título ao álbum. No ano do lançamento, foi a música mais executada em emissoras de rádio do país.

Foi partindo de tais constatações que a Fundação Perseu Abramo concebeu, em janeiro de 2013, os *Projetos para o Brasil*, conjunto de estudos temáticos sobre os principais problemas brasileiros. A ideia era reunir e mobilizar o pensamento crítico de um grupo de especialistas em cada tema, tanto provenientes do âmbito acadêmico quanto com atuação nos movimentos sociais ou órgãos governamentais.

Tais especialistas deveriam ser capazes de identificar obstáculos e entraves para a consecução de políticas visando a superação daqueles problemas, a partir de um diagnóstico da situação e de uma avaliação crítica das propostas existentes para enfrentá-los. Deveriam, pois, recuperar aspectos do passado e analisar o presente, mas visando a contribuir para pensar o futuro.

Isso implicava desafios de grande monta. O primeiro era a definição dos temas. A cada debate, uma nova questão relevante era apontada como merecedora de um estudo específico. Fomos levados assim a fazer uma seleção, que como qualquer escolha desta natureza é imperfeita. Imperfeita porque incompleta, mas também porque reflete o estabelecimento de divisões e recortes em uma realidade que, em sua manifestação concreta, constitui um todo, intrincado e multifacetado.

A realização de recortes no todo também implicou outra questão desafiadora, relativa ao tratamento das interfaces e superposições temáticas. O debate com os colaboradores, no entanto, e sobretudo o processo de elaboração dos estudos, demonstrou-nos afinal que isto não deveria ser visto como um problema. Era, antes, uma das riquezas deste trabalho, na medida em que poderíamos ter textos de especialistas distintos debruçando-se, com seus olhares particulares, sobre as mesmas questões, o que evidenciaria sua complexidade e suas contradições intrínsecas e estabeleceria uma espécie de diálogo também entre os temas do projeto.

Considerando tais desafios, é com grande entusiasmo que vemos nesse momento a concretização do trabalho, com a publicação dos livros da série *Projetos para o Brasil*. A lista<sup>2</sup> de temas, coordenadores e colaboradores, em si, dá uma dimensão da complexidade do trabalho realizado, mas também da capacidade dos autores para desvelar a realidade e traduzi-la em instigantes obras, que tanto podem ser lidas individualmente como em sua condição de parte de um todo, expresso pelo conjunto dos *Projetos para o Brasil*.

Os livros, assim, representam a materialização de uma etapa dos *Projetos*. A expectativa é que, agora publicados, eles ganhem vida a partir do momento em que sejam lidos e apropriados por novos sujeitos, capazes de introduzir

2. Ver a lista completa dos volumes ao final deste livro.

questionamentos e propostas à discussão. E é no impulso desse movimento que envolve os que pretendem prosseguir pensando e mudando o Brasil que a FPA enxerga, neste trabalho, a possibilidade de uma contribuição política importante, para além da contribuição intelectual dos autores.

Impossível não citar que o projeto, ainda que tenha sido concebido muito antes, parece se coadunar com o sentimento expresso em junho e julho de 2013 – quando milhares de pessoas ocuparam as ruas do país –, no que se refere ao desejo de que os problemas estruturais do Brasil sigam sendo, de forma cada vez mais incisiva e profunda, enfrentados.

Retomamos, pois, a indagação da canção, mas agora em seu sentido literal: que país, afinal, é esse?

É, pois, no avanço dessa compreensão, fundamental para a superação das perversas heranças estruturais, que os *Projetos para o Brasil* pretendem contribuir. Importante dizer que, tratando-se de textos absolutamente autorais, cada pensador-colaborador o fará a sua maneira.

Neste volume, em um trabalho coordenado por Vanessa Petrelli Corrêa, um grupo de especialistas realizará um diagnóstico do atual modelo de crescimento adotado no país, analisando suas bases de sustentação, sua articulação com as políticas macroeconômicas, suas determinações internas e externas, suas potencialidades e seus limites.

No estudo assim realizado, serão apresentados e discutidos dados relevantes sobre a balança comercial e o balanço de pagamentos, sobre o perfil das exportações brasileiras e sobre o comportamento dos fluxos financeiros e dos investimentos públicos e privados, bem como serão levantadas importantes questões sobre as características específicas da inflação no país, sobre o mercado de trabalho e suas implicações setoriais ou sobre o efetivo crescimento do consumo das famílias no Brasil.

As conclusões resultantes, além de evidenciar a relação intrínseca entre o modelo de crescimento, o papel do Estado e as políticas sociais, apontarão para propostas que permitam ao país seguir crescendo e reduzindo as desigualdades econômicas e sociais, o que sem dúvida é fundamental em um projeto de desenvolvimento de caráter democrático e popular.

*Iole Iliada*

Coordenadora da coleção *Projetos para o Brasil*

Vice-presidenta da Fundação Perseu Abramo



## INTRODUÇÃO

Desde a década de 1990 a economia global tem passado por mudanças importantes, associadas a dois movimentos interdependentes: (i) mudanças dos regimes monetários e financeiros e (ii) mudanças na dinâmica produtiva mundial, envolvendo uma nova geografia da produção.

As modificações monetárias e financeiras estão relacionadas ao aprofundamento do processo de securitização de dívidas e do crescimento das operações com derivativos, sendo que os mesmos se articularam à liberalização dos mercados que avançou na década de 1990. O forte crescimento dos fluxos financeiros e, especialmente, dos especulativos estão ligados a este movimento, em que cresceu o financiamento via títulos de dívida direta e a partir de novas engenharias financeiras. É importante destacar que, em nível dos países periféricos, que não têm moeda forte, este novo desenho possibilita uma forte volatilidade dos fluxos dirigidos aos mesmos, especialmente dos Investimentos em Carteira, provocando instabilidade econômica com impactos sobre juros e câmbio.

Paralelamente, estes movimentos influenciaram o formato das operações dos grandes oligopólios, promovendo mudanças na estrutura da oferta e demanda da produção mundial. De fato, por conta dos ganhos crescentes com operações financeiras altamente flexíveis, os blocos de capitais passaram a demandar retornos mais altos para as suas decisões de investimento. Como resultado, grandes Corporações buscaram novos espaços de acumulação, con-

solidando um “novo sistema internacional de produção”, organizado e *networks*. Emergiu uma nova geografia da produção em que corporações dos Estados Unidos e da Europa, se dirigiram especialmente para a periferia asiática, mas também para a América Latina e a Europa oriental buscando custos mais baixos e ganhos adicionais. Este processo de desintegração vertical e internacional tem permitido a manutenção de altos *mark-ups* e de elevados lucros e valor acionário, bem como provocou um forte movimento internacional dos Investimentos Diretos. Ou seja, novas unidades industriais foram deslocadas do centro para as periferias num processo de *outsourcing global*.

De forma articulada a estes dois processos, observou-se uma mudança do perfil do comércio mundial e a articulação da China a todo este processo é um dos grandes marcos da mudança da dinâmica mundial. No contexto do movimento das grandes Corporações, a China abriu-se para os investimentos estrangeiros, produzindo condições a estas corporações para que pudessem auferir o diferencial de rentabilidade demandado pelas mesmas. Paralelamente, o movimento interno foi o de assegurar a transferência de tecnologia para que as empresas chinesas se fortalecessem, requerendo-se o estabelecimento de *joint ventures*. De outra parte, a institucionalidade doméstica, via fraca proteção da propriedade intelectual, permitiu que os produtores da China imitassem a tecnologia estrangeira.

A rápida industrialização da Chinesa e o avanço de sua urbanização levaram a que a mesma passasse a demandar uma importante fração da produção mundial de *commodities*, enquanto que passou também a ser uma forte ofertadora de produtos manufaturados. Especialmente a partir dos anos 2000, o crescimento da demanda mundial pressionou para cima os preços das *commodities* e outro fato que contribuiu para o mesmo movimento foi a elevação dos recursos dirigidos aos mercados futuros de *commodities*, por conta da alta liquidez que se observa após 2003.

No que se refere aos países centrais, no início dos anos 2000, tanto os Estados Unidos quanto a Europa passaram por uma fase de crescimento contínuo, que teve forte articulação com a expansão do crédito às famílias e à construção civil, operando de forma articulada com mecanismos de securitização de recebíveis. Este processo perdurou até basicamente o ano de 2007, em que

se explicitaram os primeiros indícios da Crise de *Subprime*, que se aprofundou em 2008. Ou seja, o período que vai do início dos anos 2000 e até 2008 é de crescimento da economia mundial, de grande liquidez e de aumento do *quantum* de comércio.

Quanto aos países da América do Sul, dentre eles o Brasil, entre 2000 e 2002 ainda se assistem crises vinculadas ao movimento de liberalização produtiva e financeira vivenciados na década de 1990, mas depois de 2003 e até 2007, eles se integram ao processo de crescimento. No entanto, é preciso notar que esta nova dinâmica impactou estes países de forma diferente. Mesmo assim, é preciso considerar que o aumento do preço das *commodities* atingiu positivamente a maioria das economias sul-americanas, que são importantes fornecedoras desses produtos.

No entanto, após a eclosão da crise de *subprime* em 2008 e de sua reverberação sobre a Europa, observamos novas mudanças nos mercados globais. Na verdade, a dinâmica dos mercados monetários e financeiros e a lógica das grandes corporações não mudou, mas o novo cenário apresenta características distintas na medida que: (i) a recuperação pós crise se apresenta de forma lenta, especialmente por conta das políticas recessivas aplicadas na Europa e pelas dificuldades políticas dos Estados Unidos em liberar seu orçamento; (ii) o *quantum* do comércio mundial desacelerou; (iii) o preço das *commodities* reduziu sua expansão.

Para entendermos o impacto dos avanços e mudanças da dinâmica econômica mundial e da forma de como eles se articulam a cada uma das economias nacionais é necessário analisar qual é o formato do modelo de crescimento do país em questão, indicando quais são os principais fatores a influenciar o avanço (ou não) do país. A perspectiva é a de que os países periféricos são profundamente condicionados pela lógica da economia global. Ainda assim, perspectiva que queremos levantar é a de que existe considerável margem de manobra para esta articulação, sendo que é possível integrar-se de diferentes formas.

No caso específico do Brasil, entre 2004 e 2010 assistimos a um processo de crescimento maior do que o observado para os períodos imediatamente anteriores e a novidade é a de que este processo ocorreu juntamente com a melhora da distribuição de renda e de uma queda expressiva da pobreza do país.

Paralelamente, de 2011 ao início de 2013 as taxas de crescimento do país foram substancialmente mais baixas, sendo que várias são as interpretações para estes resultados e diferentes são as propostas para os caminhos futuros do país.

No contexto desse pano de fundo é que apresentamos nossa interpretação, que busca levantar as características do modelo de crescimento implantado no Brasil, especialmente após 2004, e de como o mesmo está relacionado à engrenagem macroeconômica do país e com a dinâmica econômica mundial. A discussão incorpora o recente processo de desaceleração e de como o mesmo foi influenciado, tanto por componentes externos, quanto domésticos.

O intuito foi o de construir uma discussão sem entrar em debates teóricos, para permitir àqueles que a leiam uma visão geral do processo. Ainda assim, é importante destacar que a interpretação tem, claramente, uma filiação estruturalista, a favor da intervenção do Estado e da especificidade da dinâmica econômica em países periféricos.

Considerando-se a perspectiva de que o trabalho contribua para a discussão sobre os futuros que se abrem para o país, no contexto de um modelo de crescimento que tenha como foco a melhoria da distribuição de renda e a incorporação de milhões de brasileiros aos frutos do “progresso”, nosso intuito foi o de que as partes do livro formassem um “todo” interpretativo.

Neste sentido, a opção não foi a de apresentar as formas clássicas de um estudo que envolvesse análise macroeconômica: política cambial, política monetária, política fiscal. Estes aspectos estão inseridos na análise apresentada e, no caso específico da política fiscal ela será tratada com mais detalhe, tendo em vista o papel central do Estado e dos Gastos Públicos no modelo de crescimento.

Esta introdução tem apenas o intuito de anunciar estes aspectos, uma vez que a nossa estratégia foi a de iniciar o livro com um Capítulo Introdutório, que apresenta as linhas gerais da interpretação a ser levada adiante. A seguir, são apresentados capítulos que envolvem detalhamentos referentes a aspectos da referida interpretação. Assim, no capítulo 2 apresentamos as características da inserção externa, puxando a análise do Balanço de Pagamentos brasileiro, tanto do lado de Transações Correntes, como da Conta Financeira. No capítulo 3 apresentamos a dinâmica da inflação brasileira, sendo que a articulamos com a política macroeconômica do país. A perspectiva aí é a de mostrar que a análise do Governo sobre o processo inflacionário e a priorização do combate à

inflação a partir destes diagnósticos, produziram limites ao avanço de modelo de crescimento. No capítulo 4 apresentamos uma discussão sobre o mercado de trabalho brasileiro, que busca analisar a especificidade do mesmo durante o interregno do estudo e tentando esclarecer o vigor recente do mercado de trabalho, que apresentou baixos níveis de desemprego mesmo no período de desaceleração após 2010. Fechamos, por fim, com o capítulo 4, que retoma os aspectos relativos às principais alavancas do crescimento brasileiro e detalha também aspectos da política fiscal vinculados ao processo.



## CAPÍTULO 1

# MODELO DE CRESCIMENTO BRASILEIRO E MUDANÇA ESTRUTURAL – AVANÇOS E LIMITES

★ *Projetos*  
para o Brasil



**VANESSA PETRELLI CORRÊA E  
CLAUDIO HAMILTON DOS SANTOS**

**MODELO DE CRESCIMENTO  
BRASILEIRO E MUDANÇA  
ESTRUTURAL – AVANÇOS E LIMITES**

### **INTRODUÇÃO**

O objetivo deste capítulo é mostrar a necessidade de investigar a ocorrência e intensidade de mudança estrutural na economia brasileira, especialmente entre 2004 e 2010, considerando que se pode identificar, a partir da análise da dinâmica de crescimento, dois fenômenos: (i) que houve um processo de crescimento maior do que a média dos vinte anos anteriores (1983-2003), acompanhado de maior inclusão social; e (ii) que o peso da atividade doméstica foi determinante para a definição das taxas de crescimento observadas.

O intuito é levantar elementos que esclareçam a natureza da estrutura da demanda no período, assim como os seus principais fatores de mudança. Ademais, a intenção é mostrar os limites desse processo, basicamente dados pelos determinantes dessa estrutura, que definiram uma modificação apenas parcial, bem como por questões ligadas à dinâmica da economia mundial.

A hipótese é que a economia brasileira teve suas características de crescimento modificadas se contrastadas com o período de 1950 a 2003, a partir da combinação de três elementos. O primeiro deles é o cenário internacional, particularmente favorável nos anos iniciais do período; o segundo é o papel das políticas sociais<sup>1</sup>, destacando-se as Transferências de Assistência e Previdência Social (TAPS)<sup>2</sup> e o aumento do salário-mínimo, que afetaram a distribuição de renda e a dinâmica do mercado interno de bens de consumo; e o terceiro é o papel central do investimento público, especialmente em infraestrutura.

1. Essas políticas foram possíveis e são resultado da constituição de 1988.

2. Essa abreviação será muito utilizada no trabalho. Ela é utilizada por Dos Santos (2010).

A proposição é a de que o crescimento foi inicialmente impulsionado pelo setor externo e, especialmente depois de 2006, pela dinâmica interna da economia. Essa mudança foi fortemente condicionada por uma decisão interna de se adotar uma política expansionista, situação que dura até 2010. A partir daí, abre-se uma nova periodização em que se alternam momentos de ajuste fiscal e de apoio ao investimento privado, com posterior tentativa de retomada do investimento público, em uma situação em que se apresentam novos contornos da dinâmica econômica mundial. É justamente a partir de 2010 que o “modelo de crescimento” adotado ficou em cheque, ressurgindo diferentes interpretações sobre os acontecimentos pós-2003 e questionando-se a possibilidade de continuidade do referido modelo.

O propósito deste livro é levantar uma interpretação acerca da dinâmica econômica observada no país após 2003 e neste capítulo apresentamos as características gerais da mesma, abrindo as questões que serão detalhadas nas demais partes da obra.

O capítulo está organizado em três seções, além desta introdução. Na primeira delas, apresentam-se os dados básicos do crescimento da economia brasileira no período de 2004 a 2010 e o intuito é o de indicar a periodização que utilizaremos, além da necessidade de se investigar a especificidade do crescimento observado. Na segunda seção, iniciamos a interpretação que adotaremos, e aí discute-se quais são as principais “alavancas” do referido crescimento no período considerado, separando o cenário e impulso externos das políticas e impulsos internos.

Na terceira seção são levantadas algumas problematizações, relativas à articulação entre a política macroeconômica e as características do crescimento inclusivo, bem como aos desajustes do perfil desse crescimento. Estes questionamentos esclarecem a periodização que adotamos e abrem algumas das questões que serão tratadas nos demais capítulos do livro.

### **O CRESCIMENTO DO BRASIL NO PERÍODO 2004-2011: ALGUNS DADOS BÁSICOS**

A média do crescimento real da economia entre 2004 e 2011 foi de 4,3% ao ano (Tabela 1), representando o dobro da média observada nas duas décadas imediatamente anteriores. Registre-se que essa média foi baixa no contexto internacional, especialmente se comparada com a de outros países em desenvolvimento. Alguns deles cresceram à mesma taxa que o Brasil, como Chile, Rússia e Turquia e outros a taxas expressivamente maiores, como a China (10,0% a.a.), a Índia (8,4% a.a.) e a Argentina (7,5% a.a.). Ainda assim, o ponto a enfatizar é que, no caso específico do Brasil, ocorreu crescimento acompanhado de melhoria da distribuição de renda e redução expressiva da pobreza.

Tabela 1

Taxas anuais de crescimento dos índices de volume do PIB e seus componentes  
Brasil, 2002 - 2012 (em %)

Ano	Agricultura	Indústria	Serviço	PIB	Consumo das famílias	Consumo do governo	Investimento	Exportações	Importações
2002	6,58	2,08	3,21	2,66	1,93	4,75	-5,23	7,42	-11,82
2003	5,81	1,28	0,76	1,15	-0,78	1,15	-4,59	10,40	-1,62
2004	2,32	7,89	5,00	5,71	3,82	4,09	9,12	15,29	13,30
2005	0,30	2,08	3,68	3,16	4,47	2,30	3,63	9,33	8,47
2006	4,80	2,21	4,24	3,96	5,20	2,58	9,77	5,04	18,45
2007	4,84	5,27	6,14	6,09	6,07	5,13	13,85	6,20	19,88
2008	6,32	4,07	4,93	5,17	5,67	3,17	13,57	0,55	15,36
2009	-3,11	-5,60	2,12	-0,33	4,44	3,11	-6,72	-9,12	-7,60
2010	6,33	10,43	5,49	7,53	6,94	4,23	21,33	11,52	35,84
2011	3,90	1,58	2,73	2,73	4,09	1,93	4,72	4,49	9,75
2012	-2,34	-0,82	1,65	0,87	3,07	3,20	-4,01	0,47	0,23
2004/2011 <sup>(1)</sup>	3,20	3,40	4,30	4,30	5,10	--	8,40	5,20	13,5

Fonte: IBGE, elaborado pelos autores.

Nota: (1) Média anual.

No período analisado, a renda per capita brasileira cresceu mais que 25% em termos reais (com um crescimento demográfico de 1,1% anual), o desemprego metropolitano caiu mais que 50% (de 12,3% em 2003 para 6,0% em 2011) e a pobreza absoluta para quase a metade da observada em 2002 (Osorio, 2011).

De fato, o número de pessoas que viviam com renda abaixo de 70 reais ao mês diminuiu de 17 milhões em 2003 para cerca de 9 milhões em 2009. Também cabe mencionar que a desigualdade da renda pessoal caiu a cada ano – e mais de 10% no total – entre 2003 e 2009 (Gráficos 1 e 2).

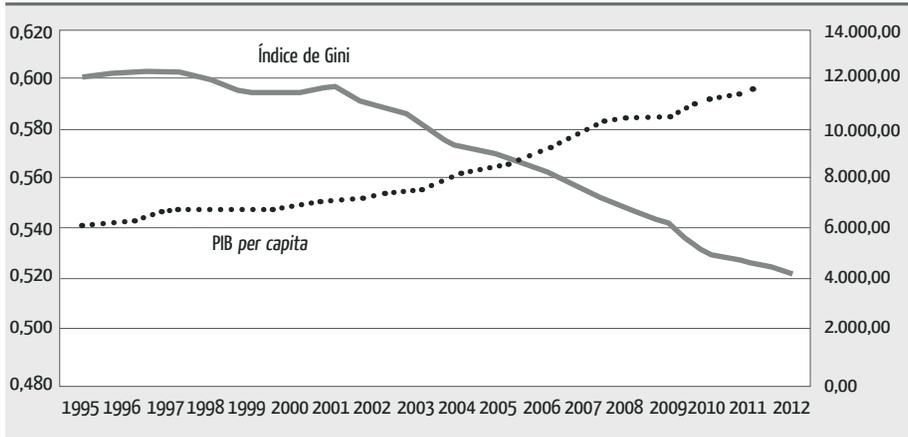
Ou seja, nos anos estudados a economia brasileira cresceu mais que nos 20 anos anteriores e, sobretudo, apresentando uma dinâmica de melhoria de distribuição de renda, o que não havia sido observado com a mesma envergadura no passado. Os gráficos 1, 2 e 3 mostram estes dados.

Assim, parece-nos lícito dizer que depois de 2004 a economia brasileira entrou em uma nova fase de crescimento, com mudanças na estrutura econômica. Os dados acima mostram mudança no âmbito da estrutura de distribuição de renda, com incremento do peso dos salários na renda nacional (crescimento da *wage share*), o que pode ser observado no Gráfico 3.

Constatados os números agregados, resta analisar quais teriam sido os elementos propulsores dessas mudanças.

**Gráfico 1**

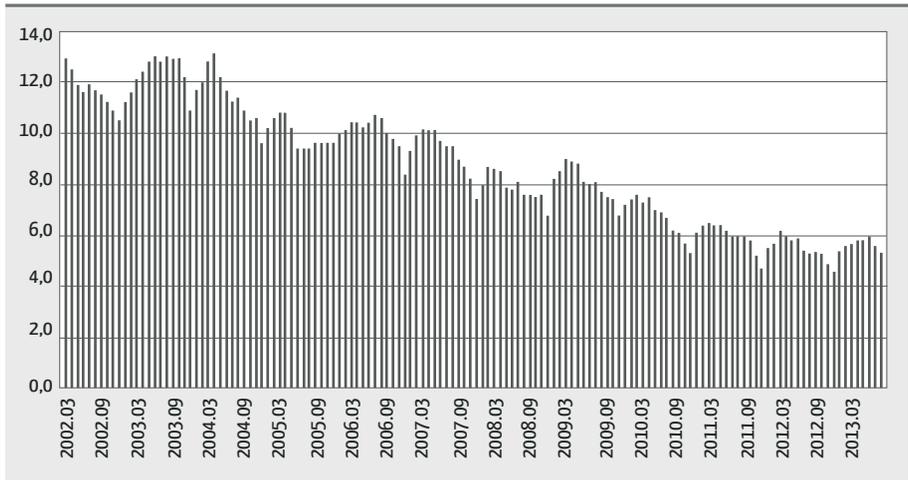
**PIB per capita (em US\$ milhões) e a desigualdade da renda pessoal (índice de Gini) Brasil, 1995 - 2012**



Fonte: Ipeadata e IBGE.

**Gráfico 2**

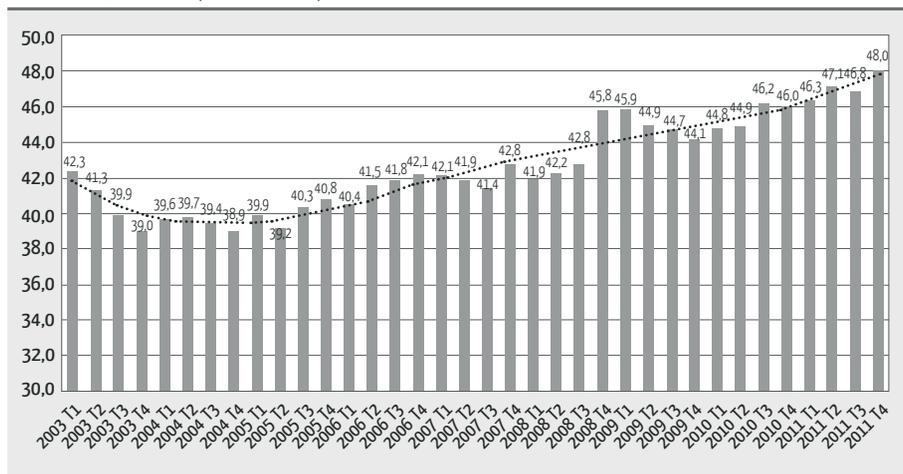
**Índice de desemprego metropolitano Brasil, 2002 - 2013 (em % PEA)**



Fonte: IBGE-PNE.

## Gráfico 3

Participação dos salários no PIB - wage share  
Brasil, 2003 - 2011 (em % do PIB)



Fonte: Ipeadata.

## AS ALAVANCAS DO CRESCIMENTO

É possível considerar o Plano Plurianual (PPA) 2004-2007 como o documento em que aparece a disposição do governo em “iniciar uma estratégia de desenvolvimento de longo prazo com inclusão social e distribuição de renda”. Nesse documento parece bastante clara a disposição de impulsionar a economia pelo “mercado de consumo de massa” e pelo investimento modernizador, que configurasse aumento da produtividade (Brasil, 2003).

Um dos pontos centrais da estratégia era a expansão da renda e do consumo dos mais pobres a um ritmo superior ao crescimento da renda e do consumo dos mais ricos. As políticas públicas cumpriam papel destacado nessa estratégia, criando condições para o aumento real do salário-mínimo, abrangência maior do seguro-desemprego, a expansão da oferta de bolsas (de diversas modalidades), a promoção da agricultura familiar, a atenção universal aos mais velhos, o microcrédito, os programas de moradia econômica, a universalização efetiva dos serviços públicos essenciais, como a seguridade social (pensões e atenção sanitária) e a educação (Brasil, 2003, p.13-19).

Mesmo considerando o papel do consumo de massas na definição do perfil do crescimento, o “novo modelo” não se centrava apenas nesta dimensão. De fato, evidenciou-se o papel central do investimento para que a nova dinâmica se processasse e, mais especificamente, do investimento público. Uma das

prioridades indicadas foi a da expansão da infraestrutura (Brasil, 2003, p. 11). A proposição era a de que as inversões realizadas pelo Estado promoveriam a infraestrutura básica e estimulariam decisões de investimento do setor privado.

O conceito de fundo é que o consumo, isoladamente, não determina patamares estruturais para a dinâmica econômica, sendo o investimento o motor fundamental do crescimento.

Diante dessas colocações, a indicação da análise que será desenvolvida ao longo do livro é a de que a estratégia adotada pelo país não foi apenas de “adaptação à conjuntura internacional”, ou uma estratégia de inserção passiva. De fato, o governo brasileiro “aproveitou-se” de um período de cenário externo particularmente favorável para realizar uma intervenção discricionária, procurando influir na dinâmica do crescimento, mediante mudança estrutural no perfil da demanda e em prol do crescimento inclusivo e distributivo.

O ponto que levantamos é que o crescimento foi fortemente influenciado pelo cenário internacional, com papel propulsor no crescimento, mas que este não foi o fator explicador da mudança da dinâmica do crescimento. Para esta mudança o Estado desempenhou papel decisivo: (i) através de políticas que afetaram a distribuição de renda; (ii) através da promoção do investimento público e de empresas públicas; (iii) através de políticas de crédito. Outro elemento central da análise é a compreensão de que a ação pública no sentido indicado só foi possível a partir da base propiciada pela Constituição de 1988, que definiu o papel do Estado na promoção das Políticas Sociais e a garantia da universalidade do acesso às mesmas.

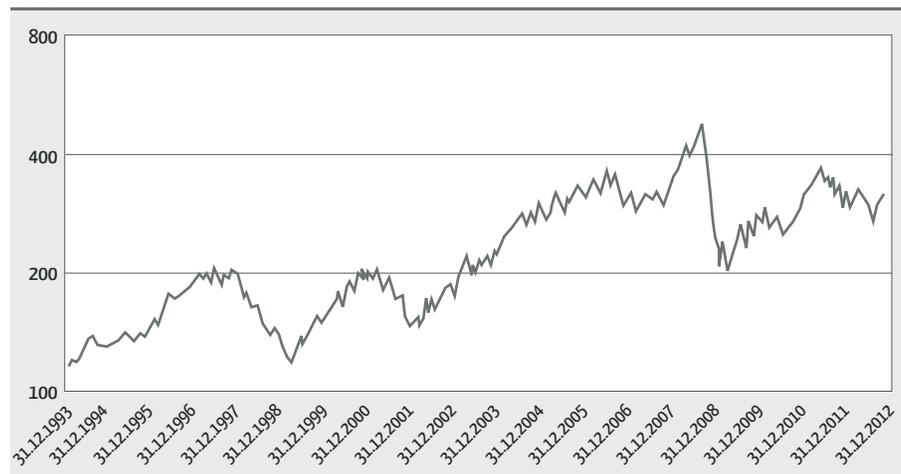
A partir desses elementos, passamos ao detalhamento dos fatores que, segundo nosso argumento, atuaram como “alavancas do crescimento”. Ao construir as alavancas, aproveitamos para construir a periodização, citada anteriormente e que define mudanças no modelo de crescimento: 2003-2005; 2006-2010 (primeiro semestre); 2010 (segundo semestre) – 2013.

### **O cenário externo favorável e alavanca inicial de crescimento**

Conforme mencionado, o crescimento acelerado da economia brasileira a partir de 2003 foi inicialmente impulsionado pelo setor externo. O Brasil e outros países em desenvolvimento se beneficiaram do aumento dos preços internacionais das “*commodities*” (Gráfico 4) e do ritmo de crescimento do comércio mundial. Essa melhoria levou a rápido crescimento das exportações brasileiras e a um forte aumento da Formação Bruta de Capital Fixo nos setores produtores de matérias-primas e naqueles outros setores intensivos nelas. Este foi um processo que alcançou países da América Latina, do Oriente Médio e da África subsaariana.

**Gráfico 4****Índice de preço de *Commodities* (CRB index)**

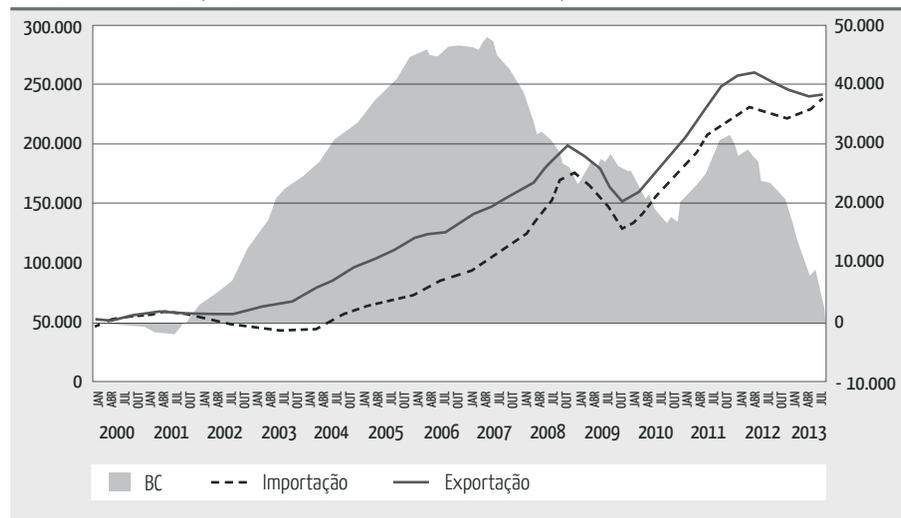
1993 - 2012



Fonte: Commodity Research Bureau (CRB).

**Gráfico 5****Balança comercial**

Brasil, 2000 - 2013 (US\$ milhões acumulados em 12 meses)

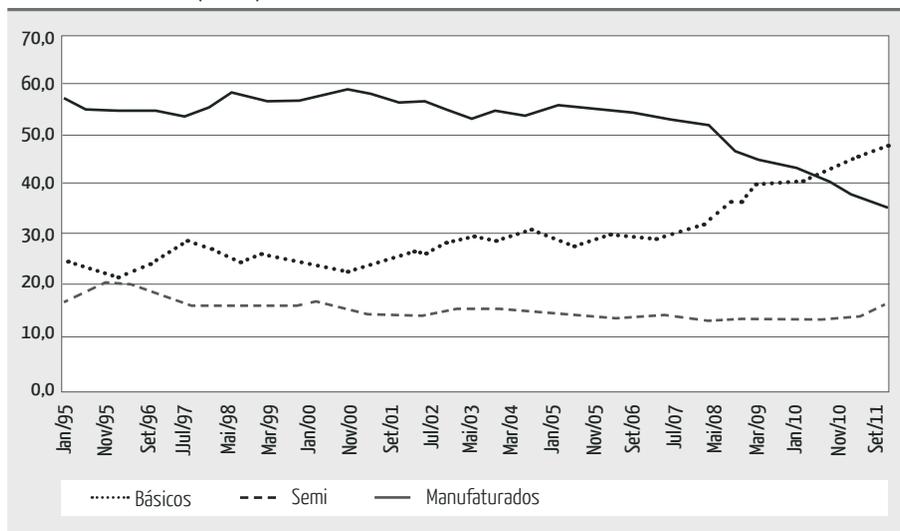


Fonte: Banco Central do Brasil - elaborado pelos autores

No caso do Brasil, o que ocorreu foi que as condições internacionais levaram a uma resposta vigorosa das exportações (Gráfico 5) e, mais especificamente, dos produtos básicos aos estímulos, que produziu resultados superavitários de Transações Correntes. No entanto, houve fraca performance da indústria, abrindo-se flanco para a discussão da possível existência de um processo de “desindustrialização”.

### Gráfico 6

Produtos básicos, manufaturados e semimanufaturados – participação nas exportações totais Brasil, 2009 - 2011 (em %)

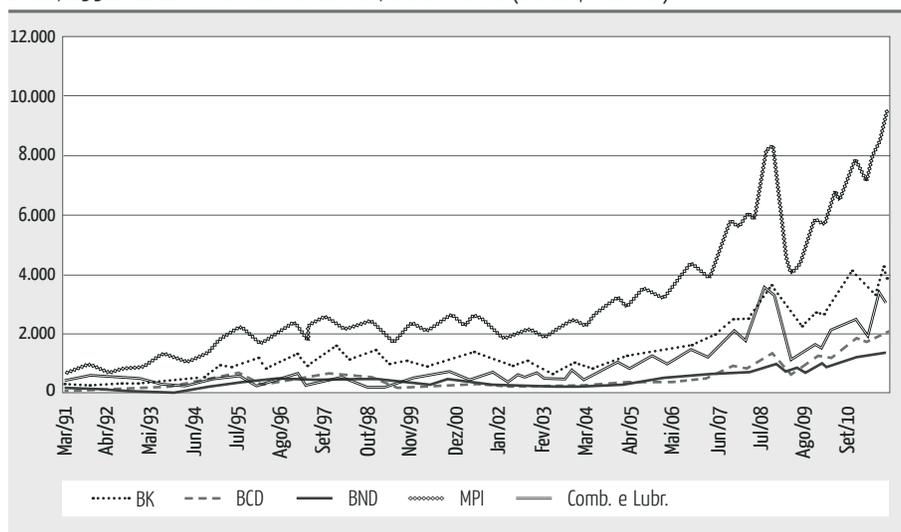


Fonte: MDIC - elaborado pelos autores.

O atraso na adoção de uma política industrial mais contundente e a contínua apreciação da moeda nacional nos anos estudados causaram influência negativa no progresso dos ramos mais complexos da indústria, ademais de uma atuação agressiva da China na ocupação dos mercados de bens manufaturados. Ou seja, o processo de crescimento ocorreu com uma problematização do perfil industrial da economia nacional. Na verdade, seguimos o argumento de que houve uma “não transformação” da estrutura produtiva brasileira, enquanto, em nível mundial, ocorreram avanços tecnológicos importantes além de uma modificação da geografia

**Gráfico 7****Importação de bens de capital, intermediários, de consumo duráveis e não duráveis, combustíveis & lubrificantes**

Brasil, 1991 - 2010 - valores trimestrais, média móvel (em US\$ milhões)



Fonte: MDIC - elaborado pelos autores.

da produção e do formato do comércio mundial que avançou na operação através de cadeias globais<sup>3</sup>.

Um ponto central a salientar é que o estímulo inicial ao crescimento efetivou-se pela “linha de menor resistência”: a da integração das exportações de produtos primários e manufaturados ligados a recursos<sup>4</sup>, às condições externas favoráveis a essa inserção. Note-se que tal integração induziu à expansão do investimento de empresas residentes, provocando impactos de aumento de renda e emprego, o que afetou a demanda doméstica, gerando um efeito acelerador ao investimento, induzido pela nova demanda afetando-se: o emprego e a evolução da carga tributária. No entanto, ao tempo em que isto

3. Existe um intenso debate sobre a questão da “desindustrialização” no Brasil. Neste livro não iremos nos aprofundar nessa questão, mas seguiremos os argumentos levantados por Iratuka e por Sarti, segundo os quais a problematização da indústria brasileira deve ser buscada em período anterior, estando relacionada ao processo de abertura econômica e a outros fatores estruturais. Na mesma esteira, Squeff (2012) indica que a análise envolve múltiplas dimensões que, quando levantadas, mostram os efeitos contraditórios da dinâmica industrial recente no Brasil.

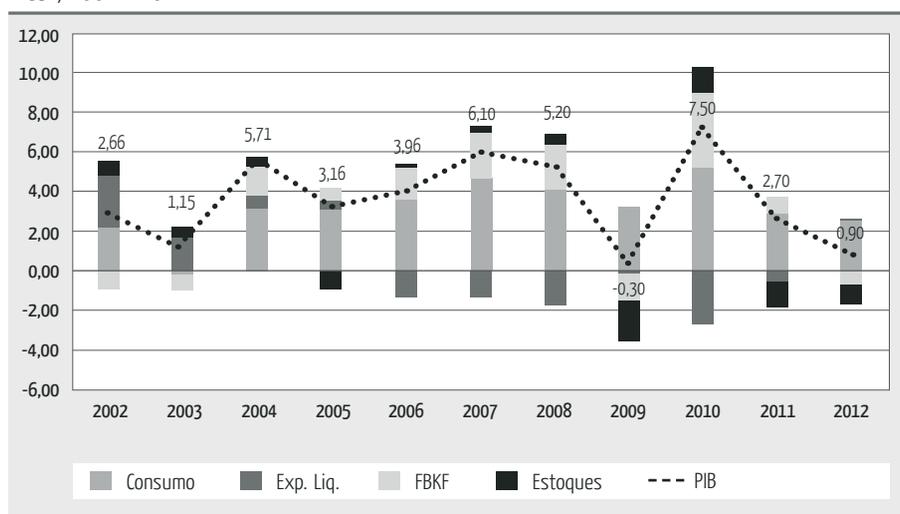
4. Esses dados serão posteriormente detalhados no capítulo referente ao setor externo.

vinha ocorrendo, constata-se a paralela expansão das importações, especialmente de bens intermediários (Gráfico 7), explicitando a problematização da inserção externa do país e o fato de que os problemas da indústria que vinham se observando no país desde o processo de abertura comercial e financeira na década de 1990 se mantinham e iniciam um aprofundamento.

### Gráfico 8

Contribuição dos componentes da demanda para a taxa de crescimento do produto: externo (exportações líquidas) e interno (Consumo, FBKF, estoques)

Brasil, 2002 - 2012



Fonte: Banco Central do Brasil e IBGE – elaborado pelos autores.

Nesse contexto, indicamos como a *primeira fase* de nossa análise, o interregno que vai de 2003 a 2005. Nela, o setor externo foi fundamental para o crescimento, em uma situação de liquidez internacional, crescimento e avanço do comércio mundial.

No que se refere à política macroeconômica, a tônica foi a da manutenção do tripé: metas de inflação, câmbio flutuante (mas com intervenção) e ajuste fiscal a partir da determinação de elevado *superávit* primário. De um lado, a política de metas, definiu o nível de inflação envolvido, que foi baixo. De outra parte, do lado fiscal se estabeleceu uma meta de *superávit* primário que envolveria controle de gastos. Essa articulação definiu a manutenção da taxa de juros em patamares elevados, pelo diagnóstico de inflação de demanda, garantindo-se um diferencial de juros expressivo, em comparação aos oferecidos pelos países centrais, mesmo

quando os indicadores de risco do país caíam. Isto, por sua vez, atraiu capitais com viés de curto prazo para o Brasil de forma expressiva, sendo um fator adicional de valorização cambial, que se somou ao *superávit* de transações correntes.

Ou seja, o início do processo de crescimento mais acelerado se deu sem que tivesse havido uma mudança no arranjo macroeconômico e através do engate ao setor externo e, ademais, observou-se um relaxamento da restrição externa, que permaneceu até o ano de 2008.

A partir do segundo semestre deste ano, assiste-se ao aprofundamento da crise de *subprime* e os seus posteriores impactos sobre a Europa e o resto do mundo. Depois de uma desaceleração expressiva em 2009 (Gráfico 8), a economia brasileira voltou a crescer de forma importante, mas com *déficits* em transações correntes – situação que perdurou até 2010. Ou seja, até 2010 o período geral é de crescimento, mas ocorrendo mudanças no cenário internacional, e a situação da balança comercial brasileira vai perdendo dinamismo.

### **Gastos públicos com TAPS e crescimento do salário-mínimo + popularização do crédito**

Conforme comentamos anteriormente, as mudanças observadas na estrutura de distribuição de renda tiveram influência sobre o perfil e a velocidade do crescimento brasileiro, e estas mudanças já produziram efeitos na primeira fase da análise. Elas foram possíveis pela articulação dos seguintes elementos: (i) os mecanismos de políticas sociais previstos na Constituição de 1988, que se agregaram aos instrumentos de transferência de renda que avançaram no governo Lula e que definem as Transferências Públicas de Assistência e Previdência Social (TAPS); (ii) o crescimento do salário-mínimo; (iii) o crescimento do crédito às famílias.

Note-se que são alavancas definidas por gastos públicos e de ações que envolvem bancos públicos e créditos a funcionários públicos (o crédito consignado). Isto posto, vejamos como estes elementos se relacionaram, mesmo mantendo-se as metas de *superávit* primário.

Como dissemos antes, o início do processo deu-se pela alavanca inicial do comércio internacional. Um dos pontos fundamentais para se compreender a dinâmica gerada é que esse estímulo deu lugar a um ciclo de crescimento endógeno da Carga Tributária<sup>5</sup> (Gráfico 9), que esteve relacionado ao próprio processo de crescimento econômico<sup>6</sup>.

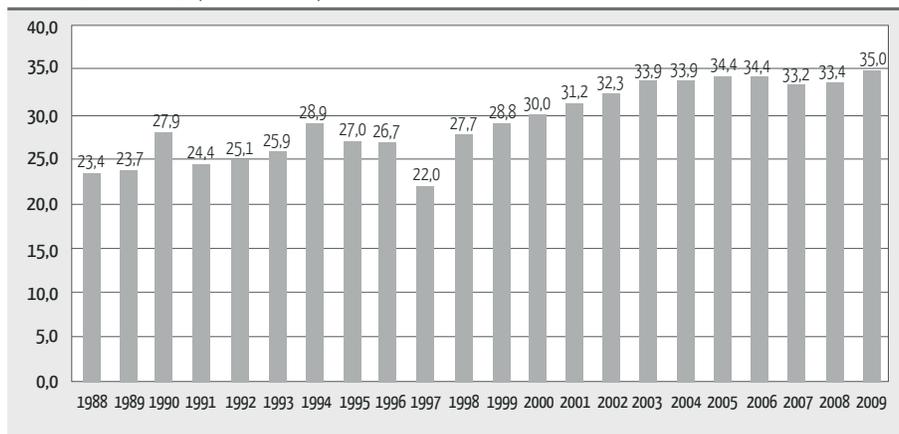
5. Aumentos da carga tributária relacionados com o próprio ritmo do crescimento e não com a criação de novos impostos ou a aumentos de taxas de impostos pré-existentes. Detalhes sobre essa discussão se encontram em Dos Santos (2012).

6. O detalhamento da relação entre o aumento da carga tributária, TAPS, e a expansão dos gastos públicos foi desenvolvido pela Coordenação de Finanças Públicas do Ipea. Em 2011 esse diagnóstico foi apresentado internamente através do “Panorama das Finanças Públicas”.

## Gráfico 9

## Evolução da Carga Tributária

Brasil, 1988 - 2009 (em % do PIB)



Fonte: Coordenação de Finanças Públicas - IPEA.

Ora, a especificidade do caso brasileiro é esse movimento permitir que ocorresse a expansão das transferências de assistência e previdência, que estão brevemente listadas no Quadro 1, sendo que grande parte delas foi garantida a partir da Constituição Federal de 1988. De fato, pelo Gráfico 10, observa-se a tendência ascendente das TAPS na última década, na direção de um patamar de 15% do PIB, ao mesmo tempo em que se mantinha um significativo *superávit* primário.

O peso desses recursos sobre o PIB nos confere a dimensão da importância das TAPS como direcionamento de renda aos mais necessitados e o papel das mesmas na conformação da demanda interna, na medida em que dirige recursos aos mais pobres. Ademais, como a propensão ao consumo dos mesmos é alta, isto, além do mais, provoca efeitos dinâmicos de geração adicional de renda e emprego.

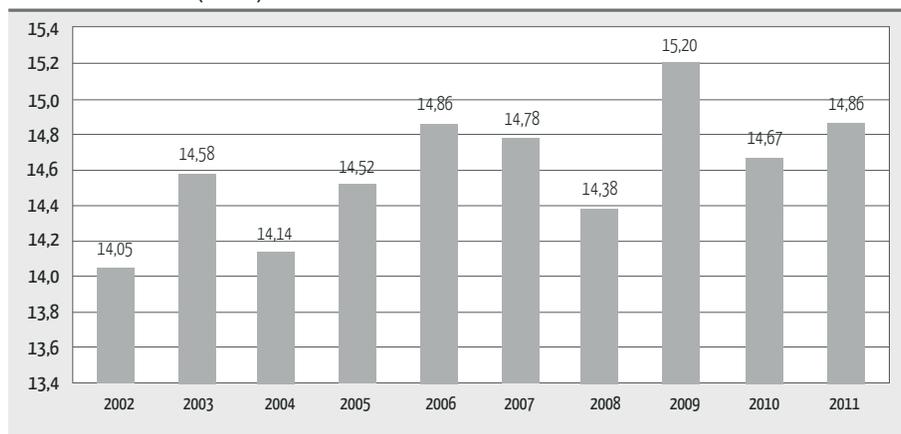
A abertura dos dados das TAPS esclarece melhor o que ocorreu, ficando explícita a ação do governo no sentido do avanço desses recursos, mesmo mantendo-se o ajuste fiscal. Nos Gráficos 11 e 12 estão os principais componentes dessas transferências, sendo que no primeiro se apresentam aquelas que recebem os maiores volumes de recursos.

É possível perceber que o Regime Geral de Previdência Social (RGPS) é a maior transferência, correspondendo, em média a 6% do PIB, atendendo a 25 milhões de pessoas e representando cerca de 40% das TAPs totais, e a

**Quadro 1****Transferências de Assistência e Previdência Social (TAPS)**

TAPS	Definições
Servidores Federais	Pagamentos de aposentadorias e pensões aos servidores públicos da União federal
RGPS	Regime Geral de Previdência Social
FAT	Fundo de Amparo ao Trabalhador: Este fundo foi instituído pela lei 7.998/1990. Está vinculado ao Ministério do Trabalho e Emprego (MTE) e é destinado ao custeio do programa Seguro-Desemprego e ao pagamento do abono salarial. Parte de seus recursos também é responsável pelo financiamento de programas de Desenvolvimento Econômico a cargo do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e Social (BNDES).
LOAS	Lei Orgânica de Assistência: estes benefícios foram regulamentados pela Lei 8.742/1993. Esta lei definiu que a organização das ações na área de Assistência Social devem ocorrer sob a forma de um sistema descentralizado e participativo, denominado Sistema Único de Assistência Social (SUAS).
FGTS	Fundo de Garantia por Tempo de Serviço
RMV	Renda Mensal Vitalícia – Bolsa Família
Estados e Municípios	Transferências realizadas pelos governos subnacionais, destinadas, em sua maioria, aos servidores públicos estaduais e municipais aposentados e seus herdeiros
IPISFL	Transferências Públicas às Instituições Privadas Sem Fins Lucrativos
Demais	

Fonte: Elaborado pelos autores.

**Gráfico 10****Transferências de Assistência e Previdência Social (TAPS) como proporção do PIB Brasil, 2002 - 2011 (em %)**

Fonte: Coordenação de Finanças Públicas – Ipea.

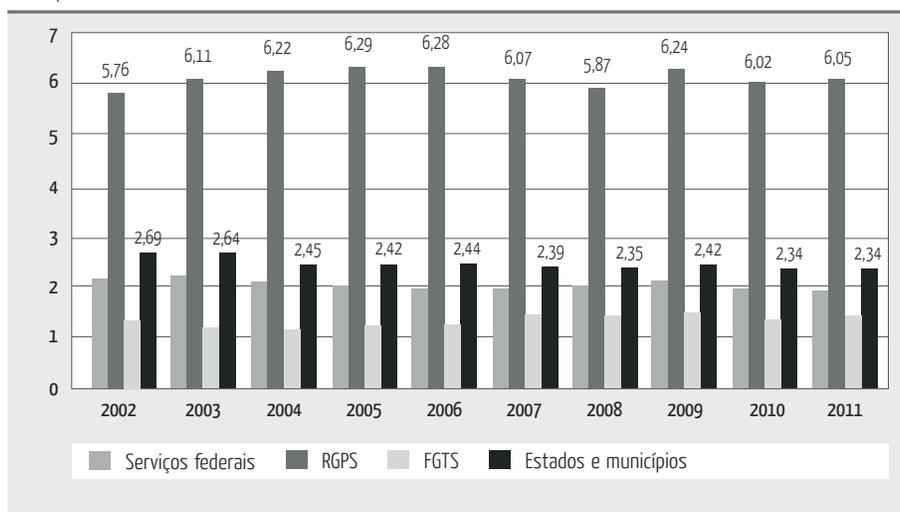
parcela diretamente associada ao salário-mínimo subiu de 59% para 61% na última década.

Assim, outro ponto importante da alavanca dos Gastos Sociais foi a política de aumentos reais do salário-mínimo, que magnificaram as TAPS. Neste sentido, por exemplo, quando há um aumento do salário-mínimo as transferências do RGPS aumentam, ainda que em proporção menor.

### Gráfico 11

#### Transferências de Assistência e Previdência Social (TAPS): Serviços Federais, RGPS, FGTS, Estados e Municípios como proporção do PIB

Brasil, 2002 - 2011



Fonte: Coordenação de Finanças Públicas (Ipea).

Seguindo esse argumento, a decisão de aumento real do salário-mínimo cumpriu papel importante na dinâmica recente, ao tornar possível a manutenção dos patamares das despesas com benefícios do RGPS como porcentagem do PIB.

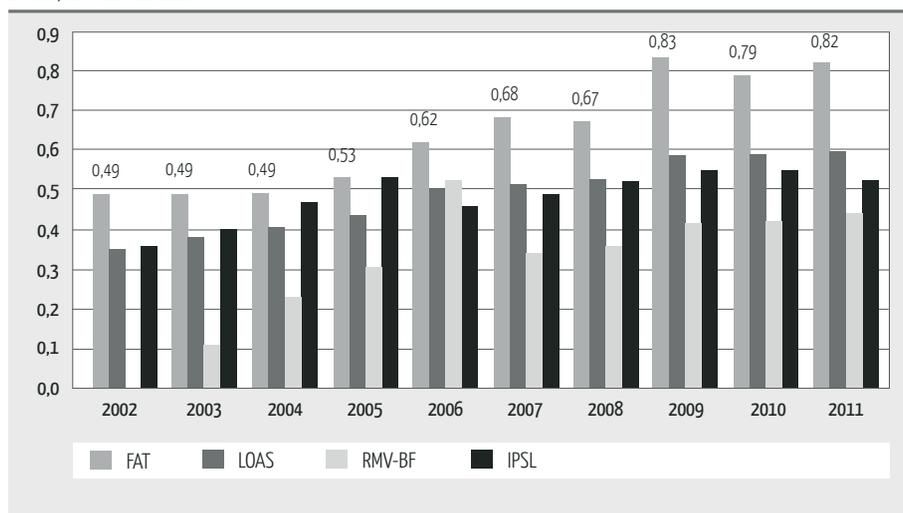
Na verdade, o papel do salário-mínimo tem impacto maior sobre as transferências relativas à LOAS/RMV e abonos e seguro-desemprego. No caso da LOAS/RMV, a quase totalidade (99%) dos benefícios corresponde ao valor de um salário-mínimo. Além do mais, no caso desses programas, o número de beneficiários cresceu expressivamente<sup>7</sup>, de maneira que essas transferências apresenta-

7. Proporcionalmente cresceram muito mais do que os beneficiários do RGPS.

## Gráfico 12

## Transferências de Assistência e Previdência Social (TAPS): FAT, LOAS, RMV-BF, IPFSL como proporção do PIB

Brasil, 2002 - 2011



Fonte: Coordenação de Finanças Públicas (Ipea).

ram forte tendência de alta na última década, aproximando-se de 1,5% do PIB. Portanto, houve melhoria do perfil distributivo das TAPS entre 2004 e 2010.

Outro efeito do aumento real do salário-mínimo foi o crescimento da arrecadação de tributos vinculados à folha de pagamentos e a arrecadação previdenciária<sup>8</sup>.

Ademais, o aumento dos gastos públicos reforçou a própria dinâmica do mercado de trabalho, observando-se um crescimento contínuo da massa salarial, além da já mencionada queda do desemprego. Esta dinâmica, por sua vez, provocou impactos sobre o consumo das famílias brasileiras, que cresceu cerca de 5% ao ano desde 2004.

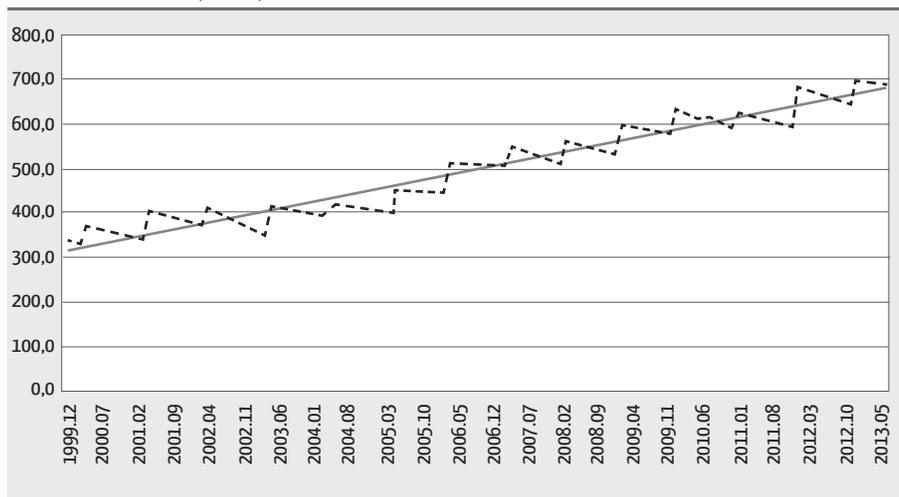
Em síntese, o ponto que enfatizamos é o de que o aumento dos gastos públicos com programas sociais e transferências públicas vinculadas ao salário-mínimo cumpriram papel central na redução da desigualdade de renda na última década, na medida em que distribuíram recursos e provocaram efeitos multiplicadores na própria economia.

8. Essa questão foi colocada em Dos Santos (2012).

**Gráfico 13**

**Salário-mínimo real**

Brasil, 1999 - 2013 (em R\$)

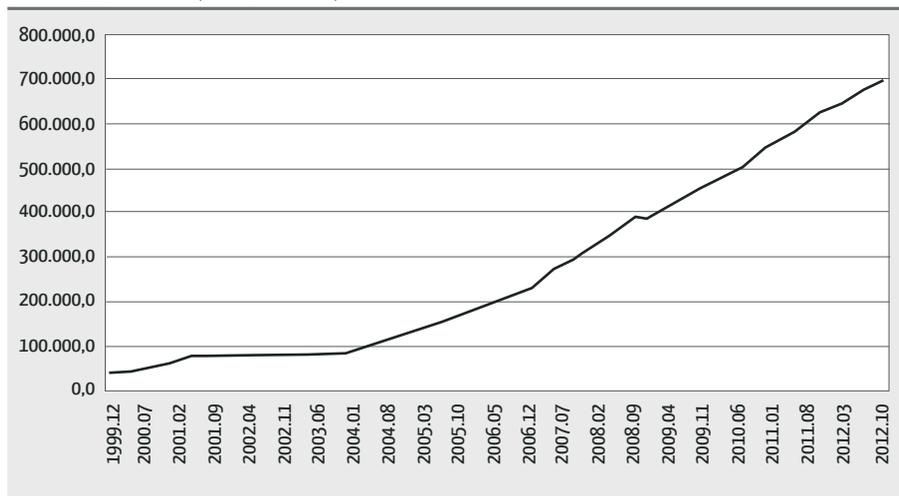


Fonte: Ipeadata.

**Gráfico 14**

**Crédito às pessoas físicas**

Brasil, 1999 - 2010 (em R\$ milhões)



Fonte: Ipeadata.

Note-se que é agregado aqui um terceiro fator a influir sobre o consumo, também aliado à ação direta do governo, que se refere ao crescimento do crédito. Nesse caso, o destaque vai para o fato de que os bancos públicos tiveram importante papel nesse movimento. Além do mais, a instituição do “crédito consignado”, relacionado à folha de salário também se soma a isso, uma vez que o risco dessa modalidade de crédito é consideravelmente baixo, sendo importante mencionar o alto peso dos funcionários públicos na captação desse crédito. Assim, há expansão do volume de crédito às pessoas físicas, em sintonia com as diretrizes do PPA.

Indicado o papel do Estado em ações que influíram decisivamente na distribuição de renda, destacamos que a dinâmica que se processou posteriormente seguiu, em parte, as previsões que estavam no PPA 2003-2007. Segundo elas, os aumentos na renda dos mais pobres (que ocorreu por meio de políticas públicas redistributivas) mais a ampliação do crédito provocam aumentos da demanda por “alimentos processados, vestuário e calçados, artigos de higiene e limpeza, produtos farmacêuticos, equipamentos eletrônicos, eletrodomésticos, materiais de construção, mobiliário, serviços de supermercados, serviços de transporte, de energia elétrica, de telefonia, de entretenimento” (Brasil, 2003, p. 15). Ou seja, geram efeitos dinâmicos.

O que se observou foi que ocorreram impactos sobre o consumo e aumentos ainda maiores do investimento privado para responder ao próprio crescimento da demanda criada. Ou seja, as políticas públicas e os gastos públicos que afetaram diretamente a estrutura de distribuição de renda foram alavancas essenciais para a dinâmica de crescimento do período e para o papel central da demanda interna nesse processo (Tabela 2).

Ainda assim, o que queremos destacar é que a análise da dinâmica do crescimento não está completa. Seguindo o que comentamos no início do trabalho, o “novo modelo” não está centrado apenas no movimento do consumo e no investimento privado induzido pelo mesmo. Outra alavanca central é o investimento autônomo, especialmente o investimento público.

### **O papel do Estado no direcionamento do investimento (investimento público e crédito ao investimento privado)**

Um elemento importante a comentar para a compreensão do modelo de crescimento refere-se ao fato de que entre 2003 e 2010, considerando-se os componentes da renda agregada, a taxa de crescimento do total dos investimentos foi maior do que o crescimento do consumo<sup>9</sup>. Especialmente após

9. Esses dados serão detalhados no capítulo que tratará do consumo, investimento e finanças públicas.

**Tabela 2**

**Taxas anuais de crescimento do consumo das famílias e alguns de seus determinantes**  
Brasil, 2002 - 2012 (em %)

Ano	Consumo das famílias	Empréstimos às pessoas físicas	Salário-mínimo	TAPS
2002	1,93	6,08	2,55	8,04
2003	-0,78	-8,09	0,70	2,61
2004	3,82	18,78	3,72	4,31
2005	4,47	33,24	6,96	6,39
2006	5,20	24,44	14,06	7,61
2007	6,07	22,20	6,04	6,22
2008	5,67	22,47	6,04	6,22
2009	4,44	12,64	7,22	6,53
2010	6,94	10,42	5,31	6,34
2011	4,09	9,98	0,09	3,74

Fonte: Elaborado pelos autores.

2006, o aumento dessa taxa foi fortemente impulsionado pela aceleração dos investimentos em infraestrutura, patrocinados pelo setor público, mas também pelo investimento privado, induzido pelos efeitos do próprio investimento público, como também pela demanda crescente dos consumidores.

Para discutir essa alavanca, mais uma vez retornamos ao ponto de que o crescimento com melhoria da distribuição de renda que ocorreu na economia brasileira relacionou-se diretamente com o papel do Estado como “promotor e coparticipante do processo de crescimento” (Brasil, 2003, p. 108).

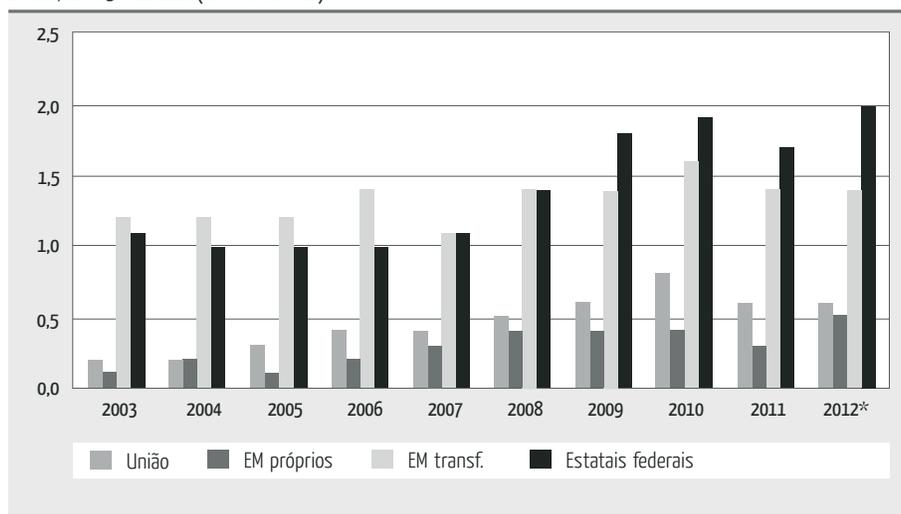
Nosso destaque vai para o fato de que, a partir de 2006, a indução dos investimentos e transferências públicas ganhou intensidade com o aumento dos investimentos relacionados ao Programa de Aceleração do Crescimento (PAC), nesse caso retomando-se com mais vigor o papel histórico do Estado brasileiro de responsabilizar-se pela infraestrutura da economia (Gráfico 15).

Nessa nova dinâmica do crescimento, o setor público desempenhou três funções cruciais na aceleração da taxa de investimento (Ipea, 2012): (i) por meio do aumento da taxa de investimento direto (especialmente investimento em infraestrutura); (ii) por meio do financiamento ao investimento privado pela via dos créditos do BNDES (influindo no perfil dos investimentos e na localização); (iii) por meio de sua ação para a formação de consórcios para os grandes projetos de investimento<sup>10</sup>.

10. Para essa discussão vide ORAIR (2012).

**Gráfico 15****Investimento das administrações públicas: Governo Federal, Estadual e Municipal (EM) e Estatais Federais**

Brasil, 2003 - 2012 (em % do PIB)



Fonte: STN/Ministério da Fazenda.

Entre 2004 e 2010 (primeiro semestre) houve um crescimento dos três componentes (Gráfico 13). Para entender-se a reversão que se processa entre 2010 e 2011 é interessante observar alguns dados<sup>11</sup>:

- Há um claro crescimento da participação das Estatais Federais e dos investimentos da União como porcentagem do PIB depois de 2006;

- A Formação Bruta de Capital Fixo (FBKF) da União alcançou seu maior valor em porcentagem do PIB no ano de 2010, considerando-se dados de duas décadas;

- O “gasto em investimento” das empresas Estatais Federais (especialmente da Petrobras) alcançou um pico também em 2010;

- Os desembolsos totais do BNDES também tiveram recorde em 2010;

- Todos os componentes caíram em 2011, reduzindo sua participação sobre o PIB, e os investimentos da União, como também os dos Estados e Municípios (transferências) não se recuperaram até 2012.

O ponto que ressaltamos, então, é o de que a dinâmica do crescimento no período 2003-2010 foi fortemente influenciada pelo papel do Estado na

11. Para esses dados vide Ipea (2011).

economia brasileira e que a atuação desse último na promoção do investimento público (especialmente após 2006) foi crucial ao modelo, à medida que provoca importantes efeitos multiplicadores, sendo um efeito indutor para o próprio investimento privado.

## ARRANJO MACROECONÔMICO E MUDANÇAS NO MODELO

### **Arranjo macroeconômico e articulação com o modelo de crescimento**

Conforme comentamos, a alavanca inicial do crescimento recente da economia brasileira esteve relacionada à dinâmica do mercado externo e ao perfil de inserção do país. Partiu-se de uma situação em que as contas públicas nacionais se encontravam ajustadas e na qual vigorava o arranjo macroeconômico que articula o regime de metas de inflação, com o câmbio flutuante (mas com intervenção), agregando-se ainda um processo de ajuste fiscal com a manutenção de altos *superávits* primários e elevados patamares de juros domésticos, definidores de importante diferencial de juros entre as taxas internacionais e as praticadas no país. Já comentamos, então, que o período 2003- 2005 se coloca como a primeira fase de nossa análise.

Paralelamente, vimos que a segunda fase, refere-se ao interregno 2006-2010 (primeiro semestre). De acordo com o argumento desenvolvido acima, o avanço do crescimento puxado pela demanda interna dependeu fortemente do papel do Estado e de gastos públicos. Um dado importante é o de que o arranjo macroeconômico doméstico se manteve basicamente inalterado, ainda que após a crise de *subprime* a Autoridade Monetária tenha utilizado medidas macroprudenciais como forma de controle da demanda.

Indicamos que o processo de crescimento iniciado em 2003 foi puxado pelo setor externo e, entre 2006 e 2010, houve uma mudança no *mix* da política macroeconômica que afetou, de forma decisiva, a dinâmica do crescimento. Referimo-nos aqui à decisão de efetuar uma política expansionista de gastos públicos, fato emblemático pela implementação do PAC.

A partir daí, as taxas de crescimento passaram a apresentar maiores patamares em alguns anos, ficando explícito o papel dos investimentos públicos na nova dinâmica de crescimento inclusivo e o fato de que a mesma não se funda meramente na dinâmica do consumo.

Devido a essa articulação no interregno entre 2003 e 2010, ocorreu um processo de crescimento com melhores condições de distribuição de renda.

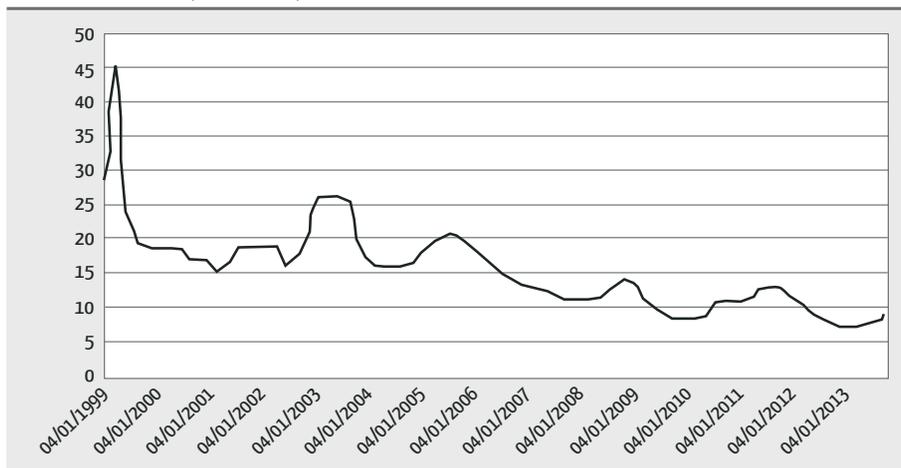
A esse respeito é interessante comentar que desde meados da década de 1990 e até 2003 o índice de Gini vinha caindo, mas a redução da desigualdade em um período de baixo crescimento fora resultado essencialmente da queda

dos salários mais altos e não do aumento dos salários dos trabalhadores mais pobres (Serrano & Summa, 2011).

### Gráfico 16

#### Taxa Selic

Brasil, 1999 - 2013 (diária % aa)

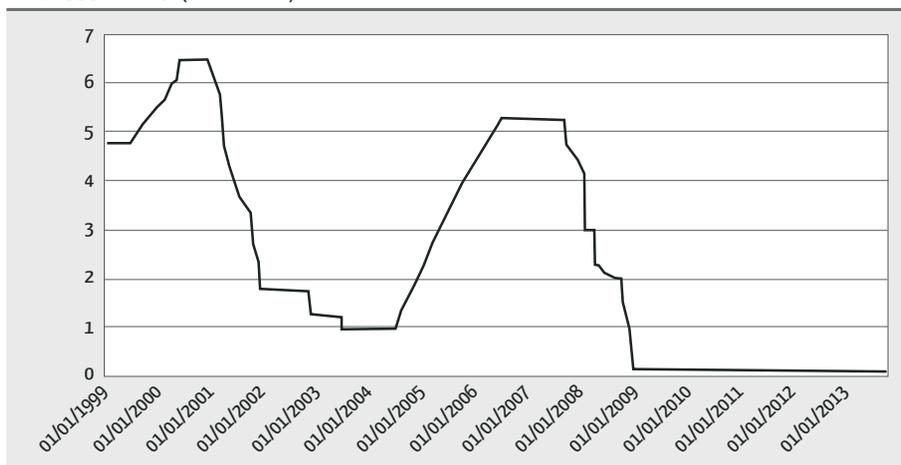


Fonte: Ipeadata.

### Gráfico 17

#### Federal Funds Rate

EUA, 1999 - 2013 (diária % aa)



Fonte: Ipeadata.

**Gráfico 18**

**Taxa de câmbio (diária)**

Brasil, 1999 - 2013 (R\$/Dólar comercial compra)

40

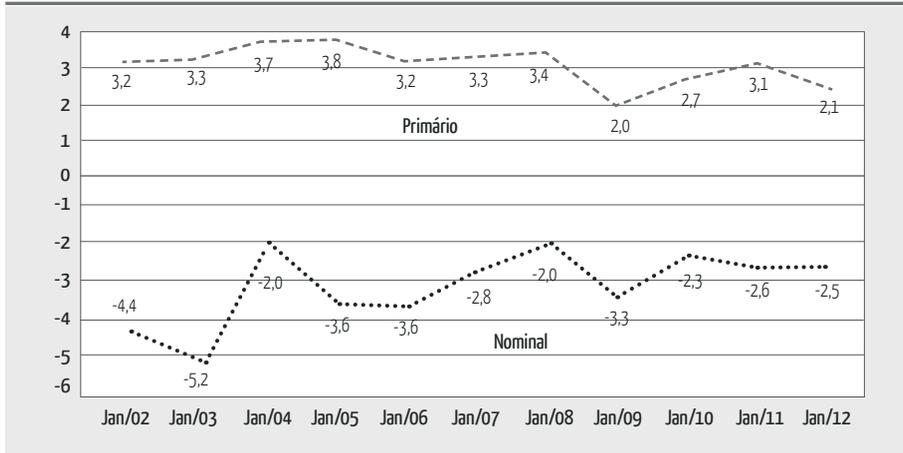


Fonte: Banco Central do Brasil.

**Gráfico 19**

**NFSP<sup>(1)</sup> – Resultado Primário/PIB**

Brasil, 2002 - 2012 (diário-acumulado em 12 meses)



Fonte: Banco Central do Brasil

Nota: 1. Sem desvalorização cambial

O perfil do crescimento pós-2003 começou a modificar essa situação, pois observamos o aumento da renda familiar média, devido ao aumento dos empregos formais, ao crescimento mais vigoroso do salário-mínimo e ao crescimento dos salários médios formais. Essa nova dinâmica provocou o crescimento da *wage share* após 2005 e, mais especificamente, após 2006, quando a economia passou a crescer de forma mais forte<sup>12</sup> e quando a pobreza continuou caindo.

Ou seja, a interpretação é a de que, tendo em vista o papel dos gastos públicos, o avanço do modelo ocorreu, especialmente pós-2006, por uma decisão interna de efetuar uma política expansionista, sem comprometer as metas de *superávit* primário. Mais uma vez destacamos que isso foi possível pelo aumento da carga tributária (que cresceu no período), não por causa da criação de novos tributos ou aumento de alíquotas de tributos pré-existentes, mas devido ao aumento do emprego, à formalização do mercado de trabalho, à lucratividade das firmas e ao crescimento da economia em geral. Nesse sentido, a arrecadação tributária maior fez com que fosse possível ampliar os gastos sociais e os investimentos públicos, sem aumentar o endividamento público.

Essa inflexão essencial na direção de uma política expansionista se manteve até 2010 e agregou o papel dos bancos públicos na expansão do crédito doméstico (tanto ao investimento, quanto ao consumo), sendo responsável, inclusive, pela retomada observada após a eclosão da crise de *subprime* que teve efeitos rápidos e profundos sobre os Estados Unidos e a Europa.

Nesse sentido é que se afirma que, após 2006, a dinâmica do crescimento no Brasil foi condicionada por elementos internos, que definiram o perfil do crescimento. Claro está que essas decisões internas se articulam ao movimento da economia global, e o período 2006-2010 é entrecortado pela eclosão da crise de *subprime*, e observa-se uma importante reversão no país. Paralelamente, o próprio movimento de rápida reversão, com volta do crescimento, teve a ver com a ação anticíclica implementada, via bancos públicos e investimento público.

Ou seja, a articulação entre políticas distributivas e investimentos públicos provocou um efeito especial, gerando uma expansão, com novos empregos, de forma concomitante com a ampliação da massa salarial. Nesse contexto, a demanda interna passou a ter um papel central no crescimento verificado, especialmente entre 2006 e 2010.

Paralelamente, o desenho do arranjo macroeconômico trouxe consigo desajustes importantes. Se é verdade que a valorização do câmbio tinha um

12. Para a consideração quanto à questão da *wage share* e a dinâmica mais vigorosa ocorrida após 2006, vide Serrano & Summa (2011). Quanto à última questão vide Amitrano (2010).

efeito positivo sobre os salários reais e sobre a inflação, de outro lado, ela afetava negativamente a indústria. Esta vinha apresentando problemas no que se refere ao acompanhamento do avanço tecnológico mundial, especialmente após a abertura comercial e financeira da década de 1990. A nossa indicação é a de que o modelo de crescimento não atacou a questão do “não avanço estrutural” da indústria brasileira.

Para além da questão do câmbio, a articulação pela “linha de menor resistência” à dinâmica mundial não privilegiou a implantação de uma política industrial mais contundente, que definisse uma estratégia de engate do país às cadeias de valor e que considerasse o privilégio aos setores dinâmicos, com encadeamentos internos. Outro elemento que atesta essa lacuna no modelo é também a “não mudança” do desenho da estrutura de financiamento nacional e a questão do financiamento de longo prazo para o investimento permanece como uma questão a ser tratada.

Além do mais, a valorização cambial facilitou o aumento das importações e observou-se a queda do conteúdo doméstico da produção industrial. Na verdade, cresceu o descompasso entre a pauta de importação e exportação do país (Serrano & Summa, 2011). Ou seja, o modelo apresentou importantes desajustes do lado da estrutura econômica do país. No entanto, o ponto a salientar é que o componente de “consumo” não se colocava como “a” alavanca propulsora. O investimento público apresentou-se como central ao modelo e, ademais, as taxas de crescimento do investimento em geral – entre 2003 e 2010 – foram maiores que as taxas de crescimento do consumo.

### **Mudanças no modelo de crescimento**

Para nós, a partir do segundo semestre de 2010 foi possível observar uma mudança no modelo de crescimento. Em primeiro lugar, a decisão de avanço pela política expansionista deu lugar a adoção de uma política contractionista, que se iniciou no segundo semestre de 2010 e perdurou ao longo de 2011. Em segundo lugar, especialmente a partir de 2011, várias ações foram tomadas no sentido de que o investimento privado passasse a ser uma das principais alavancas do modelo de crescimento e isso envolveu um novo *mix* da política macroeconômica. Em terceiro lugar, a partir de 2012, observa-se a tentativa da retomada dos investimentos públicos, mas ainda mantendo-se o foco nos investimentos privados.

Nesse sentido, considera-se a seguinte periodicidade<sup>13</sup>:

13. A assessoria econômica do Ministério do Planejamento usou esta periodicidade em suas apresentações para a análise da Economia Brasileira no ano de 2013. Por exemplo, o Seminário promovido pela Rede de Desenvolvimento (Rede D), sobre o modelo de crescimento brasileiro.

- segundo semestre de 2010-2011 – fase contracionista e tentativa de articular o investimento privado como mola propulsora do crescimento;
- 2012-2013 – atuação para retomada dos investimentos públicos e ações de apoio à melhoria da produtividade da indústria doméstica.

### ***(i) Período 2010 (segundo semestre) - 2011***

Ainda que se indique a questão da decisão da política expansionista no interregno entre 2006-2010, é importante mencionar que, no âmbito da condução da política macroeconômica se apresentam as disputas em jogo, substanciadas em diferentes interpretações teóricas e interesses econômicos. A questão do crescimento com estabilidade foi um componente rotineiramente buscado pelo arranjo macroeconômico levado adiante no país e a tensão entre a perspectiva de se ter a inflação como foco e a das políticas de expansão do gasto público nunca deixou de estar presente, sob a alegação de que o aumento dos gastos provocaria uma espiral inflacionária.

Note-se que a política expansionista foi uma decisão tomada pelo governo, contrariando grupos que defendiam o aprofundamento do ajuste fiscal e o baixo nível de inflação considerado na montagem da política de metas. Ainda assim, cabe retomar o esclarecimento de que a expansão de gastos se deu de uma forma muito particular, na medida em que, conforme comentado, foi o próprio crescimento que permitiu o avanço da arrecadação tributária, base fundamental das políticas públicas implementadas.

Concretamente não se apresentou a dicotomia “estabilidade ou crescimento”. A política expansionista ocorreu, mesmo mantendo-se as metas de altos níveis de *superávits* primários e baixos níveis de inflação e numa situação em que os juros domésticos foram mantidos em elevados patamares (mesmo considerando a trajetória de queda dos mesmos). Observou-se que o foco contínuo na inflação e a interpretação para as suas causas continuou justificando o nível dos juros.

Na medida em que o arranjo macroeconômico persistia e o diagnóstico de inflação de demanda continuava no centro do debate, os juros continuaram variáveis de ajuste, justificando a resistência à baixa. No entanto, o real impacto do alto nível dos juros sobre a inflação se dava especialmente pelo canal de custo da taxa de câmbio, na medida em que o diferencial de juros atraía fortemente os capitais forâneos nos períodos de liquidez (Serrano & Summa, 2011).

Um dos pontos importantes relativo ao arranjo macroeconômico foi o de que não se rompeu com o regime de metas e considerou-se continuamente a questão da pressão inflacionária existente como resultante essencialmente

de excessos de demanda<sup>14</sup>, não retomando-se análises sobre a especificidade da inflação brasileira e não enfatizando-se os choques de preços de *commodities* que ocorreram ao longo do período, para explicar parte importante da inflação observada.

Seguindo esse mesmo receituário, o ano de 2010 (especialmente o segundo semestre), marca uma ruptura: a mudança do *mix* da política macroeconômica e do próprio perfil do regime de crescimento.

De fato, retoma-se a política contracionista, para combater a inflação, que ultrapassara o centro da meta (4,5% a.a.), movimento fortemente influenciado pelo aumento dos preços internacionais das *commodities*. Na verdade, o conflito constante nas definições da política macroeconômica explicitou-se em 2010 e o diagnóstico de inflação de demanda em 2010 provocou um processo de ação antiexpansionista, que envolveu diferentes medidas:

- Política monetária contracionista pela via do controle dos empréstimos e aumento de juros, sendo que o aumento dos mesmos permaneceu até agosto de 2011;

- Busca por se alcançar a meta cheia de *superávit* primário e redução dos gastos públicos (especialmente os de investimento), situação que perdurou durante o ano de 2011;

- Não aumento real do salário-mínimo em 2010.

Mesmo considerando a desaceleração da economia mundial no início de 2011, o ajuste fiscal foi mantido durante o referido ano<sup>15</sup>, explicitando a mudança no *mix* da política macroeconômica e das prioridades para o país. Ou seja, houve uma mudança de direção, com a perda de hegemonia do eixo pró-crescimento, afetando-se fortemente uma das alavancas centrais: o investimento público (da União e dos estados da federação) e os gastos das empresas estatais (Gráfico 13).

Ao mesmo tempo em que o diagnóstico de inflação de demanda voltava ao centro do debate, ao longo de 2011 várias ações demonstram a tentativa de mudança no modelo de crescimento. O intuito foi o de tornar a indústria nacional uma das alavancas propulsoras do crescimento, através de várias

14. A análise da política macroeconômica e sua relação com a inflação e as contas externas será tratada em outros capítulos do livro. No momento é importante mencionar a complexidade da inflação brasileira e o fato de que ela é fortemente influenciada por choques de custo. No interregno estudado destaca-se a existência dos choques de preços de *commodities* que foram rapidamente repassados aos preços internos. A esse respeito deve-se observar o papel dos mercados futuros de *commodities* na instabilização desses preços.

15. A meta cheia de *superávit* primário foi atingida, mesmo considerando-se que, legalmente, poderiam ser descontados os gastos do PAC.

ações que foram no sentido da redução dos seus custos e no aumento de suas margens de lucro. Dentre estas ações destacamos:

- desonerações fiscais;
- implantação do Plano Brasil Maior;
- estabelecimento de controles de capitais e, posteriormente, do mercado de derivativos cambiais, para controlar a valorização do câmbio e a volatilidade do mesmo.

A partir de agosto de 2011, o aprofundamento da crise do Euro e o ambiente financeiro externo turbulento levaram a uma brusca desvalorização do câmbio, indicando-se a piora do cenário externo, que veio junto com uma piora do preço das *commodities*.

Ademais, as contas nacionais indicavam a desaceleração dos investimentos, de forma que o próximo passo da Autoridade Monetária foi o de reduzir as taxas de juros (Gráfico 14) domésticas a partir de setembro de 2011 e reverter as medidas macroprudenciais.

Note-se que o ajuste fiscal não foi relaxado em 2011, mesmo considerando a condição da desaceleração. A inflação continuava acima do centro da meta e a consideração do governo foi a de que a redução dos juros era central para a retomada dos investimentos privados e que tal movimento só seria possível mantendo-se a política fiscal contracionista.

Os bancos públicos reduziram os *spreads* e adotou-se uma nova regra para a remuneração da caderneta de poupança. É importante comentar que a redução dos juros não provocou os desajustes, continuamente anunciados, sobre empresas e sistema financeiro. A redução dos juros se apresentou, então, como outro fator de apoio à expansão dos investimentos privados e continuou ocorrendo até março de 2013.

Nesse novo *mix* se articulavam, então, redução dos juros e desvalorização do câmbio, como fatores fundamentais para a estratégia de apoio à indústria. De outro lado, o ajuste fiscal foi visto como a contraface “necessária” à redução dos juros. Paralelamente, vinham junto com as desonerações fiscais e com grandes projetos de infraestrutura prevendo parcerias público-privadas. Ademais, as preocupações relativas à produtividade da indústria passam a ganhar mais peso nas decisões de alternativas para o crescimento.

No entanto, observamos que, à despeito das ações implantadas, os resultados do PIB brasileiro, em 2011, apresentaram valores desalentadores. A redução dos juros, a desvalorização do câmbio e as desonerações fiscais não geraram os efeitos esperados sobre a indústria e o crescimento do PIB passou de 7,5% em 2010 para 2,75% em 2011 (Tabela 4).

A partir desses resultados abriu-se a discussão acerca das causas de tal fenômeno<sup>16</sup>. No âmbito deste capítulo introdutório iremos apenas indicar algumas das questões que serão detalhadas ao longo do livro, mas é importante aqui apresentá-las, no sentido de mostrar qual é o caminho da interpretação relativa ao período pós-2010 e quanto às causas da desaceleração.

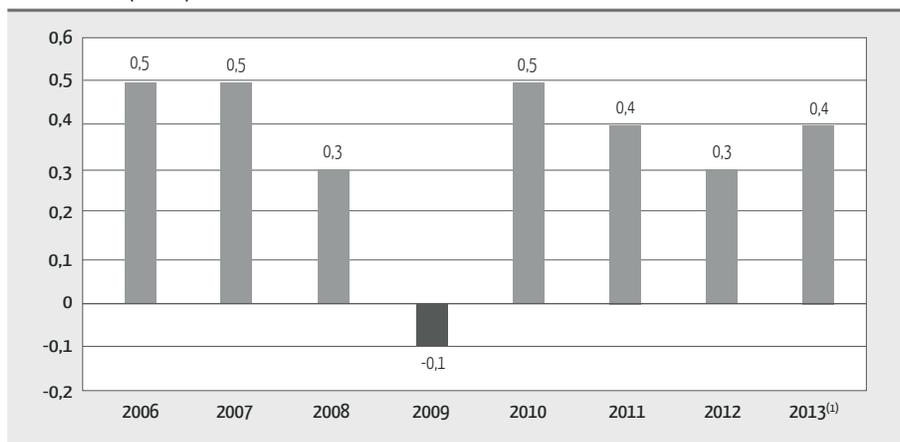
É preciso considerar que a queda do crescimento deu-se quando já começava a haver um movimento de piora da balança comercial, por causa da dinâmica mais fraca do comércio mundial e quando a indústria nacional já apresentava indicações de desaceleração.

Para ter-se ideia dos números, após uma retomada em 2010, o crescimento mundial caiu sucessivamente: passou de uma taxa de 5% em 2010 para 4% em 2011 e 2% em 2012 (Gráfico 19). Aliás, neste último ano houve forte movimento de expectativas negativas, indicando o fato de que a melhoria do crescimento mundial deverá ser vagarosa.

### Gráfico 20

#### Crescimento do PIB Global

2006 - 2013 (em %)



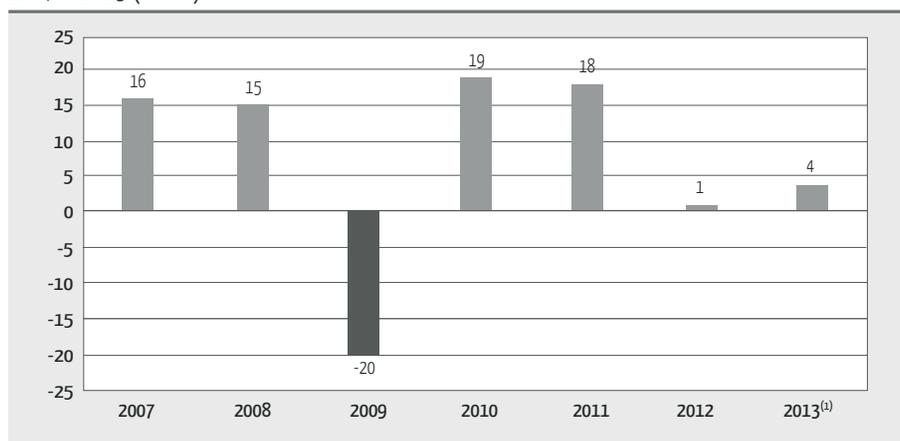
Fonte: FMI

Nota: 1) O valor para 2013 foi estimado.

16. Na verdade, existem as mais diversas interpretações. No momento, indicamos aquela que será levada adiante ao longo do livro.

**Gráfico 21****Crescimento do comércio (valor)**

2007 - 2013 (em %)



Fonte: FMI

Nota: 1) O valor para 2013 foi estimado.

Para o caso do Brasil, o fato especialmente preocupante está ligado ao baixo crescimento do comércio mundial. Mesmo considerando que, em termos de valor, houve uma expansão em 2010 e 2011, o que ocorreu foi que em termos de *quantum* a situação foi mais grave nos mesmos anos considerados. Sem dúvida, essa situação afetou o *quantum* exportado brasileiro, podendo-se observar que houve uma redução expressiva do crescimento do mesmo entre 2010 e 2011, fase em que o dólar se desvalorizou e houve melhoria dos termos de troca<sup>17</sup>.

Mas a queda do crescimento não foi provocada primordialmente pela queda das exportações, que vinha ocorrendo anteriormente. Note-se que, para o ano de 2011 o resultado da balança comercial continuou superavitário, com folga de ingresso de recursos pela conta financeira para o fechamento do balanço de pagamentos.

É claro que precisa se considerar a piora do ambiente externo na contaminação do ambiente doméstico dos investimentos, mas o ponto levantado é que a desaceleração dos investimentos públicos foi crucial para a redução do crescimento do país em 2011, visto que essa era uma alavanca central

17. Segundo Serrano e Summa (2012), o canal de comércio afetou negativamente o crescimento, mas o canal financeiro não parece problematizado.

para a dinâmica observada no período imediatamente anterior. O investimento privado, que já vinha se desacelerando, reduziu-se drasticamente no ano em questão. A esse comportamento somou-se a contração relacionada ao não aumento real do salário-mínimo, o controle do crédito e o aumento dos juros, que comprometeram o consumo.

Essa dinâmica conjunta, por sua vez, comprometeu as decisões de investimento privado, especialmente de máquinas e equipamentos. Ou seja, a própria fraqueza da demanda de investimentos provocou impactos negativos sobre a produção de bens de capital produzidos no país. Nesse caso, houve também um aumento reduzido das importações desses bens. Nesses termos, a redução da demanda afetou negativamente o crescimento, sendo que parte importante desse comportamento foi autoinflingido e aprofundou a retração do investimento, num momento em que se soma a piora da conjuntura internacional a partir de meados de 2011<sup>18</sup>.

### **(b) Período 2012-2013**

Em 2012 o apoio ao investimento privado se aprofundou. A tônica de que deveriam ser centrais ao processo de crescimento determinou a continuidade dos incentivos direcionados às indústrias. Abaixo destacamos os principais:

- redução na tarifa de energia elétrica;
- desoneração da folha de pagamentos, atingindo 40 setores;
- desonerações fiscais, dentre as quais destacamos: redução da CIDE para zero no caso de gasolina e diesel; redução do IPI (automóveis, linha branca, BK, construção etc); redução para zero, do prazo de apropriação dos créditos de PIS/Cofins sobre a aquisição de bens de capital; alíquota zero de PIS/Cofins sobre trigo e massas; desoneração da cesta básica; aumento do limite do lucro presumido; Regime Especial de Reintegração de Valores Tributários para Empresas Exportadoras (REINTEGRA), aumento dos limites das faixas de tributação no Simples e MEI<sup>19</sup> (Economia brasileira em perspectiva, 18ª edição, março 2013);
- resolução de se antecipar para o segundo semestre de 2012 o anúncio do Plano Nacional de Logística Integrada com concessões de Parcerias Público Privadas em investimentos na área de infraestrutura, em condições de financiamento muito favoráveis aos empresários;

18. Aprofundamento da crise europeia e rebaixamento da classificação de risco dos títulos da dívida soberana dos Estados Unidos.

19. Para essa descrição vide Ministério da Fazenda (2013).

- subsídios para inovações, assim como algumas medidas de políticas de compras públicas com condicionantes de conteúdo nacional e *upgrade* tecnológico para o chamado Plano Brasil Maior;

- manutenção da redução dos juros;

- retomada dos financiamentos do BNDES e redução da Taxa de Juros de Longo Prazo (TJLP) que incide sobre os empréstimos do BNDES.

Paralelamente, o crescimento real do salário-mínimo foi importante para a manutenção dos gastos com Assistência e Previdência (TAPS) e, do lado dos investimentos públicos, assistimos a retomada dos mesmos. Observe-se que crescem, especialmente, os investimentos das estatais federais, dos estados e municípios e, com menos vigor, os da União (Gráfico 13). Mesmo assim, destaca-se a elevação dos investimentos no âmbito do PAC 2 (com uma alta de 40,3% em 2012), e retomam-se os grandes projetos de investimento de infraestrutura e logística.

Como resultado desse processo, no segundo semestre de 2012 foi possível observar um expansionismo fiscal, que precisa ser qualificado. De fato, do lado das despesas não houve um crescimento expressivo à despeito da retomada dos investimentos, mas essa situação foi confrontada com um baixo crescimento das receitas públicas. Mesmo considerando o aumento das receitas da Previdência Social, o crescimento das receitas foi reduzido, em virtude da desaceleração do crescimento e também das desonerações que se estavam encaminhando.

Ou seja, a manutenção da meta de *superávit* envolveria o corte das desonerações que se estavam encaminhando ou uma retração dos investimentos públicos, em início de retomada. Nessa situação, a opção foi a da redução da meta efetiva de *superávit* primário<sup>20</sup>.

Destaque-se que, apesar da tentativa de retomar o crescimento, observamos que o crescimento de 2012 apresentou-se muito reduzido e o PIB cresceu apenas 0,9%.

A desvalorização cambial ocorrida em 2012 acabou não provocando uma melhoria do resultado da balança comercial que, na verdade, se deteriorou. A fraqueza da demanda externa é um elemento importante nessa dinâmica, mas é forçoso considerar que a desvalorização do câmbio não provocou os efeitos esperados sobre as exportações. Duas questões se colocam a esse respeito. Em primeiro lugar, os efeitos não são imediatos, podendo-se esperar que eles venham a ocorrer com uma defasagem no tempo. Em segundo lugar, é preciso levar em conta o fato de a desvalorização do câmbio atingir as indús-

20. Para esse comentário vide IPEA (2013b)

trias de forma distinta. Ou seja, as exportações líquidas continuam dando uma contribuição negativa para o crescimento do PIB.

**Tabela 3**

**Contribuições para o crescimento do PIB**

Brasil, 2010, 2011 e 2012 (dados em % anual, ponto percentual)

Ano	Estoques	FBKF	CG	C Fam	X	M	PIB
2010	1,3	3,9	0,9	4,2	1,2	-4,0	7,5
2011	-1,2	0,9	0,4	2,4	0,5	-0,4	2,7
2012	-0,9	-0,8	0,7	1,8	0,1	0	0,9

Fonte: Ipeadata.

Paralelamente, a indústria nacional não parece ter respondido aos estímulos e a FBKF impactou negativamente o crescimento do PIB em 0,8% (Tabela 3). A esse respeito, um elemento que precisa ser considerado para o ano de 2012 (e que também ocorreu em 2011), refere-se à contribuição negativa dos estoques para o crescimento do PIB. No acumulado de 2012 essa contribuição foi de -0,9%, o que pode explicar parte do mau desempenho da indústria, pois que há uma forte correlação entre a variação dos estoques e a taxa de crescimento da indústria de transformação.

É importante comentar que o baixo crescimento não tem prejudicado o mercado de trabalho, que permaneceu apresentando resultados confortáveis. Isto parece ter a ver com o fato de que a maioria dos empregos formais que têm sido gerados estão ligados às atividades de comércio e serviços, essa questão importante será detalhada em capítulo específico deste livro.

Mesmo considerando-se o baixo crescimento do ano de 2012, observou-se que no último trimestre houve uma melhoria de resultados, que se estendeu para o início de 2013, por causa de um movimento de retomada da produção industrial (lado da oferta) e pela expansão dos investimentos (pelo lado da demanda). No primeiro semestre, observou-se uma alta de 6,0% da Formação Bruta de Capital Fixo (com queda de 4,0% em 2012), o que tem ligação com a queda dos níveis de ociosidade da indústria. O crescimento da indústria de transformação esteve ligado à produção de bens de capital e de bens de consumo duráveis, mas permanece o baixo desempenho dos produtos indermediários.

Paralelamente, o efeito negativo da expansão dos investimentos sobre a balança comercial se fez sentir, pois houve um crescimento das importações

de bens intermediários, provocando um ritmo maior do que o observado pelas exportações, piorando os resultados da balança comercial. Destaca-se que houve a inversão do saldo comercial e uma importante expansão no *déficit* de transações correntes.

Ainda que o crescimento no início de 2013 tivesse sido moderado, tendendo a desacelerar-se no segundo semestre e, ainda que a inflação tenha se mantido dentro do teto da meta; a crítica à expansão fiscal retornou com toda a força e a pressão pelo aumento das taxas de juros domésticas voltou a estar no centro da discussão, de forma que as mesmas voltaram a crescer no primeiro trimestre de 2013.

### CONSIDERAÇÕES A SEREM DETALHADAS NOS PRÓXIMOS CAPÍTULOS

Neste capítulo, indicamos, em linhas gerais, os elementos que, segundo a interpretação que será aqui desenvolvida, influem na dinâmica do crescimento econômico do Brasil entre 2004 e 2010 (primeiro semestre) e, posteriormente, a mudança observada no interregno 2010-2013 (segundo semestre). O objetivo inicial foi demonstrar que estava ocorrendo uma mudança do modelo de crescimento brasileiro: a taxa de crescimento passara a depender mais do setor doméstico e se observara um movimento de distribuição de renda com importante redução da pobreza absoluta no país.

Nesse sentido, o crescimento, especialmente depois de 2006, fora fortemente condicionado pelos componentes internos, com ênfase especial no papel do Estado: (i) através das políticas sociais e das decisões quanto à dinâmica do salário-mínimo; (ii) por meio do crédito dos bancos públicos; (iii) através do investimento público (diretamente e via estatais) e de ações em prol do investimento privado (BNDES).

Ainda que essas mudanças tenham sido cruciais, destacamos a necessidade de considerar que o modelo de crescimento não havia se completado e um dos elementos de limite está ligado à estrutura produtiva. De fato, observou-se um processo de perda de competitividade do setor industrial e a piora do perfil da balança comercial, bem como a problematização do próprio perfil da indústria, além de se destacar a baixa produtividade da economia em geral<sup>21</sup>. Estas barreiras se relacionaram com a política de câmbio valorizado mas, em realidade, os problemas são mais profundos, pois estão relacionados a uma nova configuração do comércio e da produção mundial, exigindo uma

21. Isto não ocorre para o caso do setor agroindustrial, que apresenta um crescimento da produtividade. Para esta discussão vide Squeff, 2012.

política industrial explícita, que atue sobre o tema da competitividade e envolvendo uma estratégia de inserção nas novas cadeias globais de valor. Este foi um problema central da estratégia de crescimento adotada pelo país, o que se agrega ainda ao fato de que não se apresentaram mudanças na estrutura de financiamento doméstica.

Então, o intuito deste capítulo inicial foi levantar essas questões e construir a periodicidade inicial que destaca o fato de entre 2003 e 2010 ocorrer um processo de crescimento particular, influenciado pela política econômica doméstica, que se agrega às condições internacionais favoráveis.

De outro lado, indicamos as mudanças gerais na dinâmica do modelo, que ocorreram a partir do segundo semestre de 2010. Vimos que desde esse período, até 2011, apresentam-se mudanças, na medida em que vigorou uma política restritiva, revertendo a lógica anterior. Outro destaque importante de mudança foi o movimento de tornar a indústria nacional protagonista do crescimento, enquanto a atuação do Estado foi na direção de transferir uma série de benefícios ao setor, especialmente através de desonerações fiscais. Destaca-se que, em 2012, a economia mundial dá sinais de uma recuperação lenta e assiste-se ao retorno dos investimentos públicos como fator dinamizador do crescimento.

Após dois anos sucessivos de baixo crescimento (em 2011 e 2012), o início do ano de 2013 apresentou um crescimento moderado. Apesar disso, os dados indicam que os investimentos continuam problematizados e os estímulos ao setor privado não têm reverberado em um conjunto de decisões de investimento mais robustas. A política econômica, ao mesmo tempo em que se dirige para os gastos públicos, essenciais ao crescimento (gastos sociais e investimentos), se depara com a contínua pressão para a contenção da inflação.

Mesmo que o governo tenha retornado à direção de avançar nos investimentos públicos e nos gastos sociais, a decisão pró-expansão não parece ter a mesma convicção apresentada em 2006, na medida em que é sempre confrontada com a necessidade de combater a inflação, sempre a partir do diagnóstico de inflação de demanda. Ademais, a pressão que o próprio crescimento provoca sobre a balança comercial é outro fator que segura o crescimento. Ou seja, o que se observa é que a política monetária, mais uma vez, atua com um freio ao crescimento, que por si só, apresenta problemas de dinamismo do consumo e do investimento.

Um fato fundamental da nova dinâmica instaurada é o de que não é mais possível efetuar a expansão com a manutenção de metas de *superávit* primário expressivas, pois o baixo desempenho do crescimento não permite a expansão da arrecadação. Além do mais, a decisão de efetuar contínuas operações de desoneração é um fator adicional de redução de arrecadação, conforme comentado.

Nesse sentido, a mudança no modelo, que incorporou os incentivos à indústria via desonerações, está provocando uma torneira de saída de recursos do governo e garantindo a lucratividade das empresas, mas não está provocando o desejado efeito sobre os investimentos.

A partir daí, retornam as interpretações quanto à lógica e aos limites do modelo de crescimento do país, enquanto as interpretações e disputas quanto aos caminhos a serem seguidos ganham terreno. Nos próximos capítulos do livro, pretendemos avançar em algumas destas questões, detalhando vários dos aspectos aqui citados. No capítulo II será analisada a dinâmica do balanço de pagamentos, levando em conta os movimentos do arranjo macroeconômico adotado; no capítulo III apresentaremos a dinâmica da inflação, articulando questões relacionadas aos juros e ao câmbio; no capítulo IV será discutida a dinâmica do mercado de trabalho, explicitando a especificidade dos bons resultados alcançados, mesmo em período de desaceleração; no capítulo V será apresentada a dinâmica dos gastos públicos e da política fiscal, além dos movimentos do investimento e do consumo.

Ou seja, nosso intuito é esclarecer alguns pontos do modelo de crescimento, detalhando dados não triviais, mas sem usar a divisão clássica de análises macroeconômicas: política monetária, política fiscal e política cambial.

A questão principal envolvida é destacar os avanços do modelo de crescimento, implantado a partir de 2003, e mostrar que o mesmo não se fundou meramente na expansão do consumo, destacando ainda que o modelo não havia se encerrado em 2010. Na medida em que siga tal interpretação, o intuito é mostrar que parte da desaceleração posterior foi autoinflingida.

Apesar de o período pós-2010 apresentar complexidades adicionais, o intuito é discutir a possibilidade de avanço de um modelo inclusivo, mesmo considerando o cenário internacional de moderado crescimento a curto prazo. Isto não quer dizer que esse caminho tenha uma única via para se implementar. Nesse sentido, a problematização e a crítica são fundamentais, na medida em que abrem a possibilidade de um debate profundo, objetivo do lançamento da presente coleção de livros organizada pela Fundação Perseu Abramo.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALMEIDA FILHO, N. A distintiva importância do Estado numa economia capitalista dependente. mimeo, Instituto de Economia da UFU, 2013.
- AMITRANO (C. R.). “O regime de crescimento econômico brasileiro: uma apreciação sobre o período 1995-2009”. In: Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea), *Brasil em Desenvolvimento 2010*. Brasília: Ipea, 2010.

- BARBOSA FILHO, N. “An unusual economic arrangement: the Brazilian economy during the first Lula administration, 2003-2006”. *International Journal of Politics Culture and Society*, v. 19, 2008.
- BARBOSA-FILHO, N. H. & SOUZA J. A. P. “A inflexão do governo Lula: política econômica, crescimento e distribuição de renda.” In: Sader, Emir. and M. A. Garcia. *Brasil: entre o Passado e o Futuro*. São Paulo, Fundação Perseu Abramo, Boitempo, 2010.
- BRASIL. Plano Plurianual 2004-2007. Disponível em: <www.sigplan.gov.br>, 2003.
- DOS SANTOS, C. H. “Um Panorama das Finanças Públicas Brasileiras de 1995 a 2009”. In: CASTRO, J. A.; DOS SANTOS, C. H; RIBEIRO, J. A. C. (Org.). *Tributação e equidade no Brasil: um registro da reflexão do Ipea no biênio 2008-2009*. Brasília: Ipea, 2010.
- \_\_\_\_\_, “Um panorama Macroeconômico das Finanças Públicas Brasileiras: 2004 a 2011”, mimeo., 2012.
- \_\_\_\_\_, PIRES, M. C. C. *Qual a sensibilidade dos investimentos privados a aumentos na carga tributária brasileira? Uma investigação econométrica*. Coordenação de Finanças Públicas (Dirur/Ipea). Brasília, 2007.
- \_\_\_\_\_, C., ORAIR, R., GOBETTI, S., FERREIRA, A., ROCHA, W., SILVA, H., et al. “Estimativas de alta frequência da formação bruta de capital fixo das administrações públicas brasileiras no período 2002-2010”. *Texto para Discussão*, n. 1660. Brasília: IPEA. Disponível em: <www.ipea.gov.br>, 2011.
- IPEA. “Como anda o Investimento Público no Brasil”. *Comunicado IPEA 126*. Disponível em: <www.ipea.gov.br>, 2011.
- IPEA. *Panorama de Política Fiscal* (2012, no prelo) Brasília: Ipea, 2012.
- IPEA. *Carta de Conjuntura número 18*, março. Brasília: Ipea, 2013a.
- IPEA. *Carta de Conjuntura número 19*, junho. Brasília: Ipea, 2013b.
- MINISTÉRIO DA FAZENDA . *Economia Brasileira em Perspectiva 2012*.
- \_\_\_\_\_. *Economia Brasileira em Perspectiva 2013*.
- OSORIO, SOARES Y SOUZA. “Erradicar a pobreza extrema: um objetivo ao alcance do Brasil”. *Texto para Discussão IPEA 1619*, Brasília: Ipea. Disponível em: <www.ipea.gov.br>, 2011.

- ORAIR, R. O.; SILVA, W. J. Investimentos nos governos subnacionais no Brasil: Estimação e análise por modelos de espaço de estado. Mimeo., 2012.
- ORAIR, R., & GOBETTI, S. Retomada do investimento público federal no Brasil e a política fiscal: em busca de um novo paradigma. In: *IPEA, Brasil em Desenvolvimento: Estado, planejamento e políticas públicas*. Brasília: Ipea, 2010.
- SERRANO, F.; SUMMA, R. Política macroeconômica, crescimento e distribuição de renda na economia brasileira dos anos 2000. *Anais do IV encontro da associação Keynesiana Brasileira*, 2011.
- SERRANO, F & SUMMA, R. “A desaceleração rudimentar da economia brasileira desde 2011”. *Texto para discussão IE/UFRJ*, 2012.
- SQUEFF, G. C. “Desindustrialização: luzes e sombras no debate brasileiro”. *Textos para Discussão Ipea*, n. 1747, Brasília: Ipea, 2012.



## CAPÍTULO 2

### MODELO DE CRESCIMENTO, DINÂMICA DO BALANÇO DE PAGAMENTOS E FRAGILIDADES

 *Projetos*  
para o Brasil



VANESSA PETRELLI CORRÊA E  
CLÉSIO LOURENÇO XAVIER

## MODELO DE CRESCIMENTO, DINÂMICA DO BALANÇO DE PAGAMENTOS E FRAGILIDADES

### INTRODUÇÃO

Conforme observado no capítulo introdutório do livro, a partir de 2003 a economia brasileira passou por um período de crescimento, com importantes modificações. No presente capítulo, o intuito é analisar a evolução do balanço de pagamentos do país e as condições do passivo externo. A ideia é articular esta análise ao próprio perfil do crescimento, inicialmente puxado pelo setor externo num momento de forte dinamismo internacional, mas aprofundado pelas ações do Estado, que afetaram o perfil e o peso da demanda doméstica.

Um dos pontos fundamentais a analisar é se o modelo de crescimento, que tem na demanda doméstica um foco fundamental, é capaz de se sustentar, mesmo considerando as paulatinas mudanças do cenário internacional, na direção de um menor crescimento e de um cenário conturbado pós-crise de *subprime*.

Nesse sentido, no que se refere às mudanças na dinâmica da balança comercial, indicamos a existência de uma dupla determinação. De um lado, pretende-se destacar que ela está condicionada às características do crescimento mundial, que gerou novos contornos para o comércio interpaíses e uma particular inserção da economia brasileira a essa nova dinâmica. Ainda que a determinação externa esteja presente, de outro lado, o nosso destaque vai para o fato de que há margens de manobra para essa inserção e os resultados observados também são consequências de decisões internas. A perspectiva de nossa abordagem é que essa inserção deu-se por uma “via de menor resistência”, através da rápida articulação do setor de *commodities*, envolvendo transformações limitadas do setor produtivo e um arranjo macroeconômico que manteve altos patamares de juros e o câmbio valorizado.

Paralelamente, quanto ao comportamento dos fluxos financeiros, indicamos também a existência dessa dupla determinação. Destacamos que o movimento dos mesmos está relacionado à dinâmica da liquidez internacional, fora do controle do país, mas que, também nesse caso, o arranjo macroeconômico doméstico e a dinâmica econômica e de oportunidades do país influíram no montante e perfil dos capitais ingressantes.

No contexto dessas análises, um dos aspectos importantes a ser considerado é a melhoria das condições de endividamento externo do país, vista à luz do passivo externo líquido. Ainda assim, pretendemos destacar que o perfil da balança comercial apresenta importantes fragilidades e que, do lado da conta financeira, o alto peso dos capitais com viés de curto prazo é um fator de instabilidade.

Para levantar essas questões, primeiramente destacaremos o comportamento da balança comercial brasileira e da conta corrente, avançando na análise do perfil das exportações brasileiras desde 2000. Em seguida, apresentamos o estudo da conta financeira, observando, mais especificamente, a dinâmica dos investimentos em carteira e dos investimentos diretos. A seguir, apresentamos as condições do passivo externo líquido do país e passamos às considerações finais.

## DINÂMICA DE TRANSAÇÕES CORRENTES E ANÁLISE DO PADRÃO DE ESPECIALIZAÇÃO DAS EXPORTAÇÕES DO BRASIL NO INÍCIO DO SÉCULO XXI

### **A dinâmica do balanço de transações correntes e a definição da periodicidade da análise**

Para a análise aqui desenvolvida, retomamos a periodicidade indicada anteriormente no capítulo inicial do livro, no qual a dinâmica do resultado de transações correntes esclarece as relações do setor externo com a mesma.

Nossa análise pretende avaliar os acontecimentos após 2003, quando o país inicia uma trajetória de crescimento, com características especiais. Ainda assim, é importante tecer um breve comentário da situação do balanço de transações correntes no período imediatamente anterior, até para compreender as mudanças que se processam.

Assim, a *pré-fase* analisada refere-se ao interregno 2000-2002, período em que se mantém a instabilidade cambial. De fato, no final da década de 1990, se explicita a forte dificuldade das contas externas brasileiras, quando em 1999 o *déficit* de transações correntes atingiu o nível de 100% das receitas de exportação. Inicia-se a década de 2000 ainda com dificuldades, enquanto os efeitos da desvalorização se dão de forma defasada. Contribui

ainda para esta instabilidade o fato de o período de 2000 a 2002 ser marcado pela continuidade da eclosão de crises cambiais contra os países periféricos (especialmente a da Argentina em 2001) e por choques internacionais, como os problemas da bolsa de valores dos Estados Unidos e os atentados terroristas a este país. Nesse contexto, a balança comercial brasileira apresentou ainda resultados negativos (Gráfico 1), iniciando sua recuperação em 2002.

A análise que o presente livro destaca tem início a partir daí. No Capítulo 1 foi apresentada a interpretação de que no interregno de 2003 a 2010 (primeiro semestre) ocorre um processo que alia crescimento com melhoria da distribuição de renda, aumento do emprego e redução da pobreza. A interpretação é que se inaugurou um modelo de crescimento com características particulares e indicamos as principais “alavancas” para este crescimento, mostrando que o setor externo teve um papel fundamental no início do processo. No entanto, após 2006 o crescimento foi fortemente explicado por elementos da demanda interna, especificamente o consumo e o investimento, influenciados pela ação expansionista dos gastos públicos, em suas políticas sociais, de salário-mínimo, de investimento. Após 2010, mostramos que houve mudanças importantes na dinâmica do modelo de crescimento, dentre as quais: o menor crescimento mundial, a problematização do perfil das exportações e importações brasileiras e o baixo dinamismo da indústria representam desafios.

A análise que apresentamos adiante segue a interpretação do primeiro capítulo e a periodicidade lá proposta. Assim, os dois períodos que analisaremos encontram-se inseridos no interregno 2003-2010, referentes ao período de crescimento.

Sob o foco das contas do setor externo, a *primeira fase* de nosso estudo vai de 2003 a 2007. Em nível internacional, estes anos se caracterizam por uma expansão da produção mundial e de liquidez nos mercados financeiros. No caso dos Estados Unidos e da Europa o período é de crescimento, com forte expansão do consumo e da construção civil, numa situação de aumento do endividamento das famílias, fato que perdura até o início da crise de *subprime* ao final de 2007.

Paralelamente, neste cenário, destaca-se ainda a ascensão da China, que influi na dinâmica do comércio mundial. No que se refere ao comércio de *commodities*, este país apresenta forte demanda por produtos básicos (agrícolas, minerais, metálicos e energéticos). Tal fato, em conjunto com o movimento dos mercados futuros de *commodities*, definiu a alta dos preços desses produtos, criando condições comerciais favoráveis para os seus vendedores.

Do lado do comércio de manufaturados, a novidade é que há uma mudança na geografia da produção e várias empresas dos países centrais se repo-

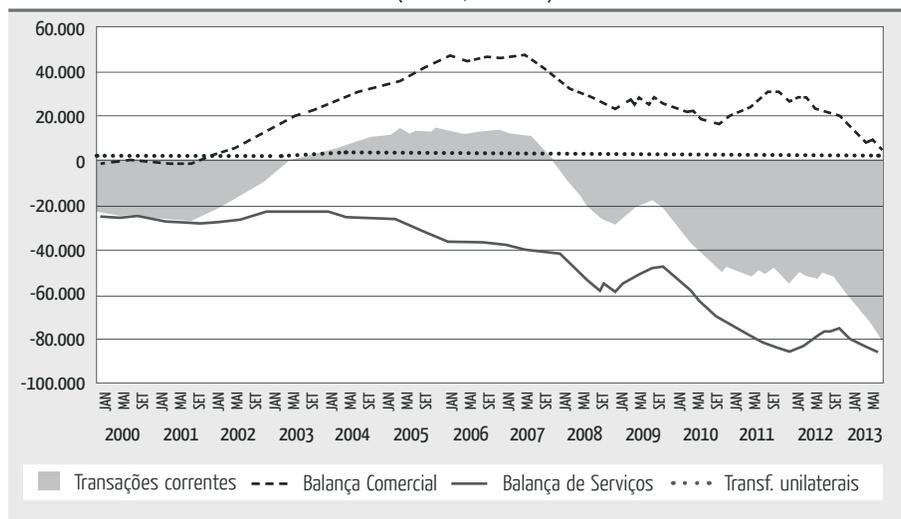
sicionam, passando a produzir na China. Neste caso, observa-se que a própria China avança na produção de componentes de conteúdo tecnológico e na produção manufatureira em geral, articulando-se com diferentes cadeias globais de valor. Paralelamente, os países periféricos, que não dominam a dinâmica do comércio mundial, se articularam ao novo cenário de diferentes formas. No caso do Brasil, é a fase a partir da qual iniciamos a análise mais pormenorizada, objeto do presente livro, sendo possível observar a rápida melhoria da balança comercial. Inicia-se o processo pela combinação entre a situação externa favorável, a forte contração fiscal – que levou a uma recessão no início de 2003 – e os efeitos defasados da desvalorização cambial sobre as exportações.

A partir daí, destacamos que o setor externo passou a puxar, inicialmente, o crescimento observado a partir de 2004. Há uma rápida e vigorosa expansão das exportações, especialmente de produtos primários e manufaturados ligados a recursos, por conta dos preços favoráveis das *commodities* e do próprio aumento da demanda mundial. O vigor desse crescimento fica claro pelo fato de que, entre 2003 e 2007, o balanço de transações correntes apresentou resultados positivos, em situação de crescimento do país, o que é um fato novo (Gráfico 1) e a isto somamos o ingresso expressivo de recursos pela conta de capitais, provocando a pressão de valorização do câmbio observada no período (Gráfico 3).

### Gráfico 1

#### Transações correntes e subcontas componentes

Dados mensais acumulados em 12 meses (em US\$ milhões)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração dos autores.

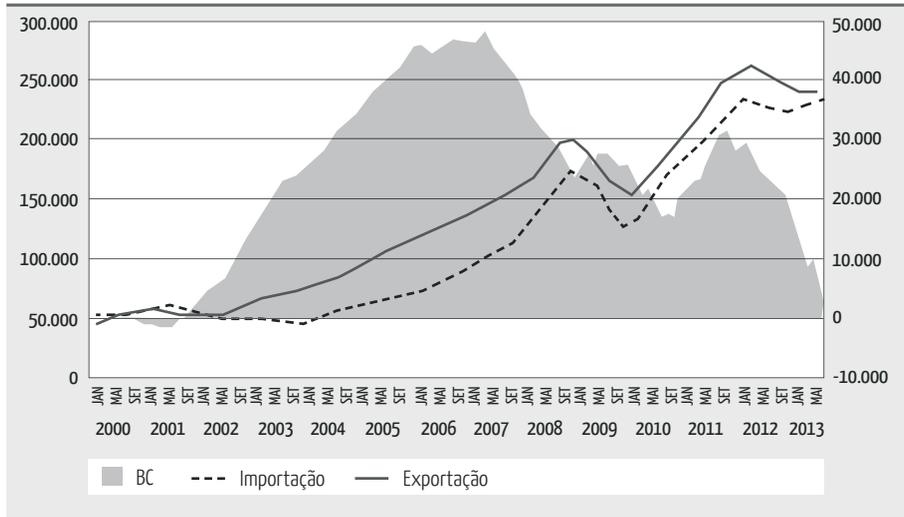
Ou seja, o Brasil cresce nessa fase com folga de recursos externos. No entanto, desde 2007 e até 2010, apresentou-se uma reversão na dinâmica da balança comercial, em que os *superávits* reduziram-se de forma importante, passando a não ser suficientes para cobrir os *déficits* observados nas demais contas de transações correntes.

O *segundo período* então, é o que se refere ao interregno 2008 a 2010. De um lado, esta fase incorpora a eclosão da crise de *subprime* nos Estados Unidos e o início do impacto sobre a Europa. De outro lado, após o movimento inicial de desaceleração, devido à referida crise, o país volta a crescer de forma mais expressiva<sup>1</sup> (Gráfico 4) e o resultado da balança comercial também melhora, mas a taxa de crescimento foi explicada, essencialmente, por elementos de demanda interna, conforme comentado no primeiro capítulo do livro.

### Gráfico 2

#### Balança comercial

Dados mensais acumulados em 12 meses (em US\$ milhões)

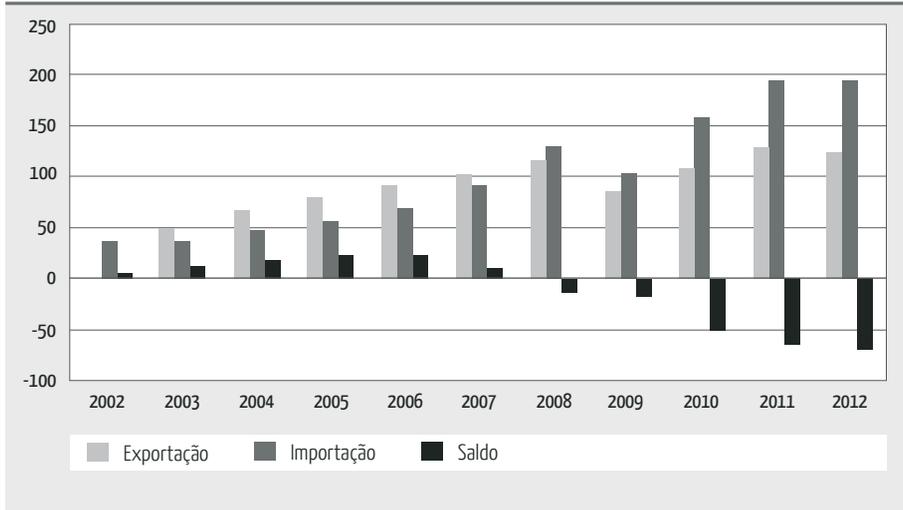


Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração dos autores.

1. O PIB *per capita* brasileiro passa a crescer mais que o PIB *per capita* mundial.

**Gráfico 3**

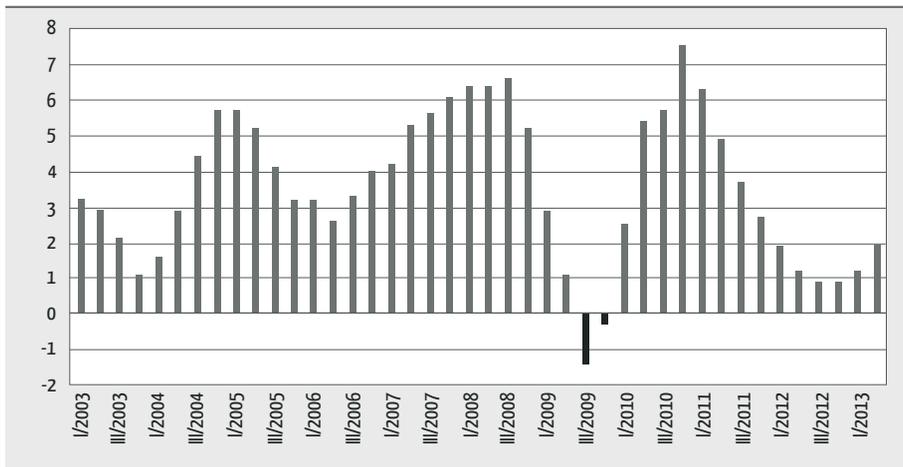
**Evolução do comércio exterior da indústria de transformação  
Brasil, 2002 - 2012 (em US\$ milhões)**



Fonte: SECEX/MDIC. Elaboração dos autores.

**Gráfico 4**

**PIB (Taxa cumulada em 4 trimestres em relação ao mesmo período do ano anterior)  
2003 - 2013**

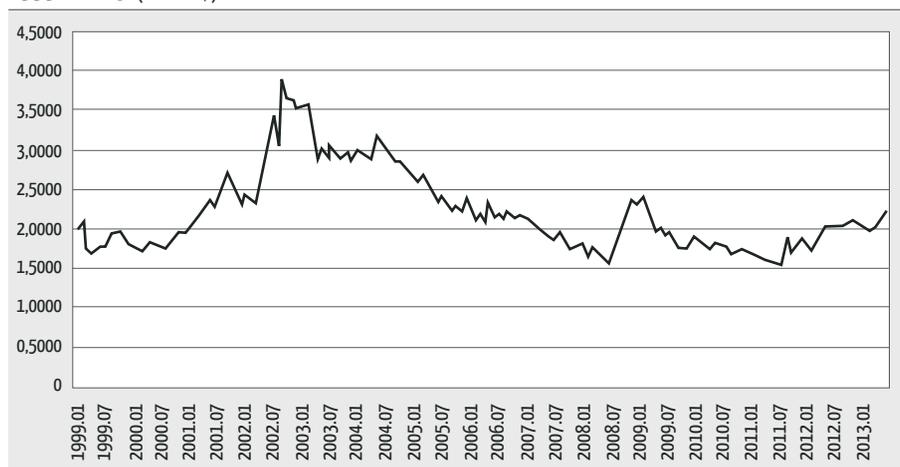


Fonte: IBGE.

## Gráfico 5

## Taxa de câmbio

1999 - 2013 (em US\$)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração dos autores.

O que se destaca é uma nova fase quanto à análise da dinâmica do balanço de transações correntes (que tornou-se negativo) e pela piora da performance da balança comercial – que apresentou melhores resultados apenas no segundo semestre de 2010. A taxa de crescimento das importações, centrada em bens intermediários, passou a crescer mais rapidamente que a das exportações, de forma que o saldo da balança comercial apresentou, paulatinamente, valores menores, recuperando-se apenas no final do período em questão. Ademais, cabe comentar que também se observou uma piora da conta de serviços e rendas (Gráfico 1), a tal ponto que a melhoria da balança comercial no segundo semestre de 2010 não foi suficiente para superar os resultados negativos da referida conta. Nesse contexto, o crescimento do país se deu a partir daí, contando com uma problematização da situação de transações correntes.

O período de 2011 a 2013 se apresenta como uma *terceira fase* na dinâmica da conta de transações correntes. De fato, em nível da economia doméstica, o país entra em anos de crescimento mais baixo (Gráfico 4) e as condições da balança comercial, após uma melhoria em 2010, se deterioram depois de setembro de 2011. Um fato novo importante é que as exportações passam a cair, em valor, a partir de meados de 2012 e, ademais, o fazem em ritmo maior do que a queda das importações.

Quanto aos principais determinantes da piora dos resultados das exportações nesse último período, podemos destacar alguns elementos.

O primeiro deles é o baixo crescimento mundial, com destaque para a redução do ritmo de expansão da China, o crescimento ainda moderado dos Estados Unidos e a baixa recuperação europeia. Observa-se que o comércio mundial passou a crescer substancialmente menos a partir de 2008. Para ter-se uma ideia, enquanto que a taxa média de crescimento entre 2004 e 2008 fora de 7,7% ao ano, ela passa a ser de 2,2% ao ano entre 2009 e 2012. Mais importante ainda é o fato de que o *quantum* do comércio mundial passa a ficar praticamente congelado.

66

O segundo componente foi a forte valorização cambial ocorrida entre 2010 e 2012, resultante da articulação entre uma elevada liquidez internacional e a oferta de importantes diferenciais de juros internos numa situação de queda da taxa de juros dos países centrais. Esse foi um fator que problematizou ainda mais as exportações de produtos manufaturados, facilitando, paralelamente, a importação desses bens – especialmente de bens intermediários. No entanto, após 2012 o movimento é o de desvalorização cambial, que não provocou, inicialmente, grande impacto positivo sobre as exportações, tendo em vista a questão do baixo dinamismos mundial.

O terceiro componente está relacionado ao desempenho da Petrobras e explícita o peso da conta petróleo e derivados nas exportações brasileiras, como também gera impactos sobre a conta serviços. Fato ilustrativo são os acontecimentos do início de 2013, que influíram para o crescimento do *déficit* de transações correntes, observado nos primeiros meses do referido ano.

A redução do *superávit* da balança comercial esteve ligada à conta petróleo e gás devido à soma de dois acontecimentos: (i) de um lado, ocorreu o registro atrasado de operações de importações de derivados de petróleo, feitas em 2012, contabilizadas entre janeiro e abril do referido ano e, (ii) de outro lado, observou-se uma piora significativa do saldo comercial do setor, devido à paralização ocorrida nas plataformas da Petrobras. Além do mais, houve problemas em sistemas já existentes do pós-sal que fizeram com que a extração doméstica de petróleo e liquefeito de gás natural (LGN) ficasse praticamente estagnada de 2010 para cá. A isto agregaram-se, ainda, os atrasos na entrada em operação de novos sistemas produtores nos últimos anos.

Para se ter ideia do impacto desses acontecimentos, a participação das exportações de petróleo e derivados no total das vendas externas brasileiras recuou para 7% no primeiro semestre de 2012, contra pouco mais de 10% na média dos últimos cinco anos.

Nesses termos, o comportamento da conta petróleo é um importante componente do saldo comercial e a ação da Petrobras é fundamental. Tendo

em vista o potencial de crescimento da produção de petróleo no futuro, esse poderá ser um fator positivo para a geração de divisas ao país e no sentido de melhorar a restrição externa que se tem apresentado.

Para além do comportamento da balança comercial, cabe dizer que essa última fase tem uma novidade adicional, a da deterioração mais profunda da conta serviços e rendas. Comentamos que essa conta apresenta uma piora paulatina na fase anterior, a partir de 2004. Só que, após 2009, os resultados negativos se aprofundam e a piora dos resultados de transações correntes tem a ver com isso.

No caso da conta de rendas, a questão fundamental é que, por um lado, ela é reflexo da própria dinâmica dos fluxos financeiros internacionais nos momentos de liquidez, na medida em que uma parte dos mesmos se dirigem a países periféricos em busca de lucratividade extra. De outro lado, o volume e o perfil desses fluxos são influenciados pela própria política macroeconômica doméstica, que continuou oferecendo expressivos diferenciais de juros pagos pelos devedores residentes em comparação aos pagos pelos países centrais. Isso será analisado mais adiante, neste próprio capítulo. No momento, cabe comentar que se observa grande afluxo de capitais no país no interregno 2003-2012 e mais especialmente após 2009, em níveis superiores às necessidades de fechamento do balanço de pagamentos e levando a pagamentos subsequentes de remessas de lucros e juros.

Depois de 2010, observamos uma melhoria do pagamento de juros, mas uma piora remessa de lucros, refletindo o *mix* entre as aplicações de investimentos em carteira (que pagam juros) e de investimentos diretos (que remetem lucros). De qualquer forma, os resultados da conta “renda” melhoram. Essa dinâmica será comentada mais adiante, pois os movimentos da conta de rendas serão retomados após a análise da conta financeira, mas o nosso ponto é que a política macroeconômica doméstica influiu na magnitude e perfil dos fluxos financeiros ingressantes e isto, por sua vez, influiu no futuro peso dos pagamentos de juros, não sendo um mero reflexo da situação internacional ou de “falta de poupança interna”.

Paralelamente, quando analisamos a conta de serviços, destacamos que sua piora está relacionada ao peso das “viagens internacionais” e de “aluguel de equipamentos”. Quanto às viagens, são afetadas fortemente pela valorização do câmbio e também pelas melhorias observadas no mercado de trabalho e de renda, bem como às melhores condições para viagens internacionais em comparação com o passado.

No caso dos alugueis de equipamentos, são tanto resultado da especificidade da dinâmica da estrutura produtiva brasileira, quanto da valorização

do câmbio observada no período, que facilitou e tornou mais atrativos os referidos alugueis. Eles referem-se, por exemplo, a contratos relacionados a máquinas, aeronaves e também a sondas de exploração de petróleo e outros contratos ligados à Petrobras. De outro lado, esses fluxos de pagamentos internacionais estão relacionados com o crescente processo de terceirização de máquinas, magnificado pelo movimento do câmbio, mas que também reflete questões estruturais internas, como o não avanço da estrutura produtiva do país. Neste último caso, o peso da área de petróleo e gás continua importante para a análise desta rubrica.

68

No ano de 2013, por exemplo, a atuação da Petrobras influenciou no resultado da conta serviços e isto teve a ver com a construção das plataformas e navios-plataforma de petróleo e o respectivo pagamento do “aluguel”. Expliquemos a operação envolvida. De um lado, a subsidiária holandesa da Petrobras contrata a fabricação dessas plataformas no Brasil, que contabilmente são exportadas para a Holanda quando ficam prontas. Elas, na verdade, permanecem fisicamente no país, operando pela via de um aluguel, pago durante vários anos à subsidiária holandesa. Ou seja, há uma “entrada de dólares” pela via da exportação virtual das plataformas e uma “saída de dólares”, por anos, através da conta “aluguel de equipamentos”<sup>2</sup>.

Isto posto, a seguir analisaremos o perfil das exportações brasileiras para entender melhor a sua composição e a ligação deste comportamento com o modelo de crescimento adotado.

### **O padrão de especialização das exportações brasileiras: mudanças e problematização**

O objetivo desta parte do trabalho é observar o padrão de especialização das exportações brasileiras, na medida em que o setor externo apresentou resultados favoráveis e houve um forte dinamismo da balança comercial, pelo menos até 2010. Ademais, destacamos anteriormente o fato de o setor externo ser uma importante alavanca para o crescimento, especialmente no período 2003-2005. Além do mais, também foi observado que o perfil da inserção internacional do país piora, no sentido de estar fortemente vinculada à expansão de produtos vinculados a *commodities*.

O ponto salientado foi que o modelo de crescimento adotado não atacou efetivamente a questão do perfil da estrutura produtiva brasileira, que apre-

2. Os comentários referentes ao papel da Petrobras na deterioração da balança comercial foram levantados pela Carta de Conjuntura do IPEA de julho de 2013. O detalhamento da questão referente aos impactos do setor de petróleo e gás sobre a conta serviços e rendas foi apresentado por Braulio Borges da LCA Consultores em debate organizado pelo Ministério do Planejamento.

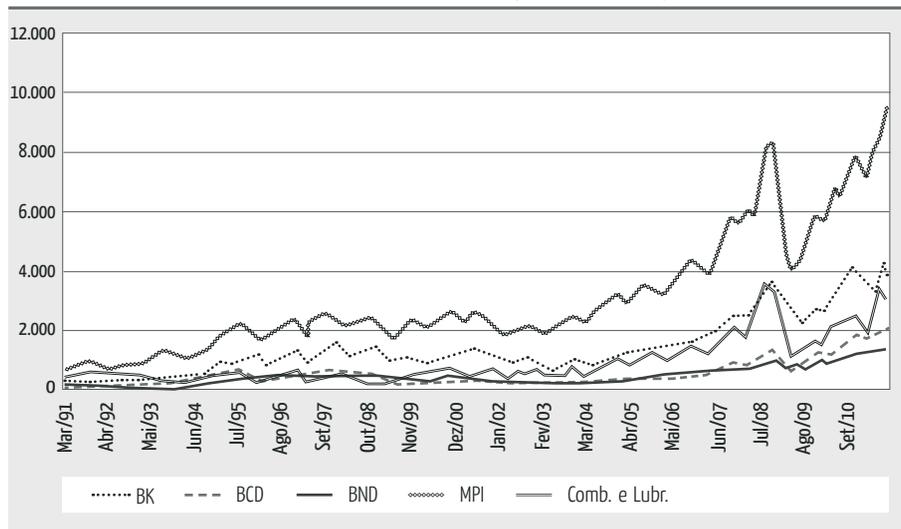
sentava um movimento de “não mudança estrutural” desde o processo de abertura comercial e financeira da década de 1990. Tal fato, articulado à mudança da geografia mundial da produção – com a China ganhando terreno na produção e exportação de manufaturados e o desenvolvimento do comércio, cada vez mais, a partir de cadeias globais e de grandes blocos de países que comercializam entre si –, tem impacto sobre a exportação de produtos manufaturados.

Antes de seguir adiante com essa questão, cabe comentar que do lado das importações brasileiras o destaque especial vai para o crescimento da importação de bens intermediários, atestando o fato de a valorização cambial observada no período facilitar a entrada dessas exportações, problematizando a produção interna desses produtos. A continuidade desse processo gera, por sua vez, uma relação problemática para o crescimento, dado que a expansão do país acaba provocando uma pressão sobre a importação desses produtos (Gráfico 6).

### Gráfico 6

#### Importação de bens de capital, intermediários, de consumo duráveis e não duráveis, combustíveis & lubrificantes

Brasil, 1991 - 2010 - valores trimestrais, média móvel (em US\$ milhões)



Fonte: MDIC - elaborado pelos autores.

Isto posto, apresentamos uma síntese acerca dos fluxos de comércio internacional do Brasil no período recente, incluindo valor total das exportações, *markets shares*, competitividade, correlacionando-os com a intensidade

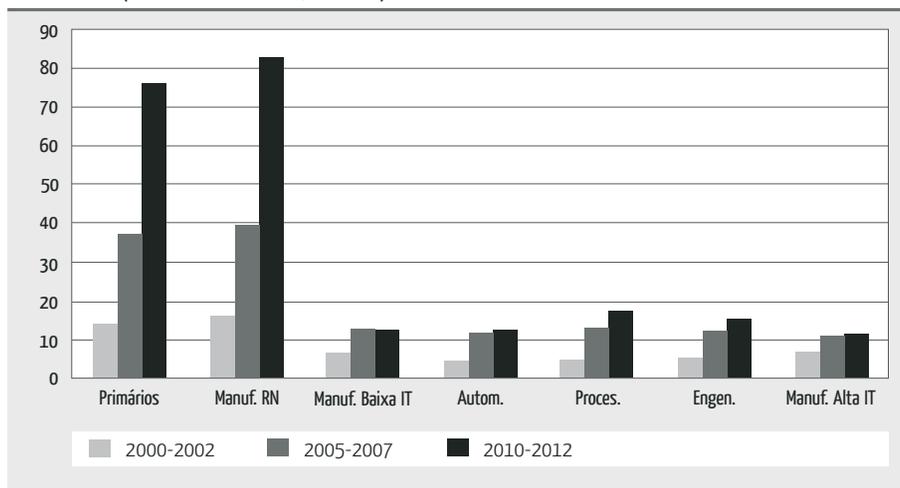
tecnológica setorial. Adicionalmente, indicadores selecionados de comércio exterior foram elaborados, visando à caracterização e especificação do padrão de especialização brasileiro na primeira década e primeiro biênio da segunda década do século XXI.

Inicialmente, apresenta-se a evolução do valor total das exportações brasileiras, agrupadas por setores classificados de acordo com Lall (2000), levando em conta três períodos. Para esta seção, construímos os dados com o intuito de comparação, considerando resultados agregados em três anos. O primeiro triênio é de 2000 a 2002, referente à pré-fase citada anteriormente, na qual o resultado da balança comercial é pouco expressivo. O segundo, de 2005 a 2007, refere-se aos anos nos quais a economia brasileira apresenta um crescimento mais vigoroso e a balança comercial brasileira, resultados altamente positivos. Por fim, o último triênio do presente estudo engloba o interregno de 2010 a 2012, no qual a balança comercial apresentava um movimento de desaceleração, somado à deterioração mais forte da conta serviços e rendas.

Pela análise dos dados, podemos perceber que em todos os grupos setoriais ocorreu um crescimento nos valores absolutos das exportações brasileiras no período 2000-2012, embora em ritmos bastante diferenciados no tocante às distintas categorias setoriais. O Gráfico 7 nos explicita esses resultados.

### Gráfico 7

#### Exportações do Brasil segundo intensidade tecnológica 2000-2012 (Média anual em US\$ bilhões)



Fonte: Comtrade (2011). Elaboração dos autores. Obs.: RN= Recursos Naturais; Baixa e Alta IT = Baixa e Alta Intensidade Tecnológica; Autom.= Automotores; Proces = Processamento; Engen.= Engenharia

Conforme se pode perceber, as exportações do grupo de “*produtos primários*” foram as que mais cresceram, ampliando em 5,5 vezes seu valor absoluto quando se compara o último triênio (2010-2012) com o primeiro triênio (2000-2002), resultando em uma taxa de crescimento médio anual da ordem de 15,14%. Praticamente no mesmo ritmo, as exportações brasileiras do grupo setorial “*manufaturas baseadas em recursos*” também cresceram fortemente em 5,2 vezes entre os dois subperíodos, com uma taxa de crescimento médio anual de 14,59%.

Paralelamente, em um ritmo menos intenso, mas ainda elevado, as exportações do grupo setorial “*processamento*”, na taxonomia aqui utilizada, cresceu 3,6 vezes entre os dois subperíodos, atingindo uma taxa de crescimento médio anual de 10,74%; em um ritmo semelhante, o grupo setorial intensivo em “*engenharia*” cresceu 3,2 vezes no período, com taxa de crescimento médio anual de 9,59%, semelhante ao grupo setorial “*automotores*” que cresceu 2,8 vezes, em um ritmo idêntico em termos de taxa de crescimento médio anual (9,59%).

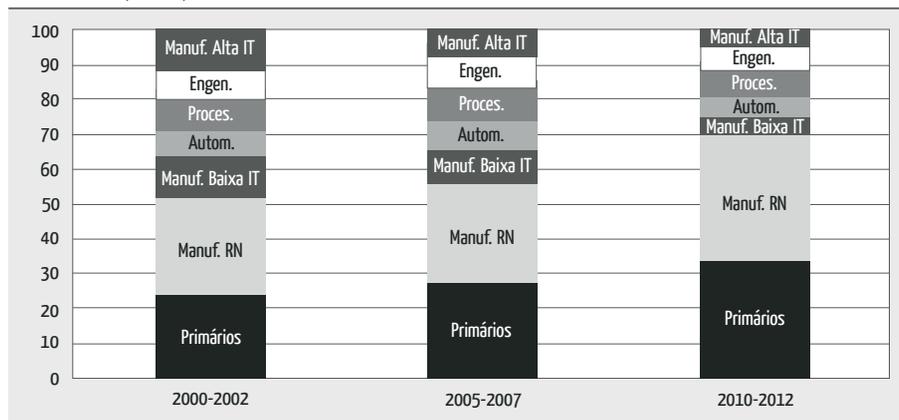
Por fim, as categorias “*manufaturas de baixa intensidade tecnológica*” e “*manufaturas de alta intensidade tecnológica*” cresceram em ritmos bem menos expressivos no período 2000-2012, com taxas de crescimento médio anuais de 5,29% e 3,84% respectivamente.

Na mesma perspectiva, buscou-se estimar a composição da pauta comercial exportadora do Brasil, de acordo com a intensidade tecnológica dos produtos (Gráfico 8), sendo a soma de todos os grupos igual a 100%.

Inicialmente, constata-se uma forte e crescente participação de *produtos primários* e *manufaturas baseadas em recursos* durante todo o período: o grupo *produtos primários* representava 24% do total exportado no período 2000-2002, elevando sua participação no total das exportações para 34% no período 2010-2012, enquanto o grupo setorial *manufaturas baseadas em recursos* também ampliou sua participação, passando de 28% para 36% entre os dois subperíodos. A participação conjunta desses dois grupos setoriais no valor das exportações brasileiras saltou de 52% no período 2000-2002 para 70% no período 2010-2012.

Todos os demais grupos setoriais tiveram redução na participação da pauta de exportações no período: *manufaturas de baixa intensidade tecnológica* teve sua participação reduzida de 12% para 5%; *automotores* reduziu sua participação de 8% para 5%; o grupo de *processamento* passou de 8% para 7% e o grupo de *engenharia* de 9% para 7% no período. Por fim, *manufaturas de alta intensidade tecnológica* teve um expressivo decréscimo de sua participação nas exportações no período, passando de 12% para 5%.

## Gráfico 8

Composição das exportações do Brasil segundo intensidade tecnológica  
2000-2012 (em %)

Fonte: Comtrade (2013). Elaboração dos autores. Obs.: RN= Recursos Naturais; Baixa e Alta IT = Baixa e Alta Intensidade Tecnológica; Autom.= Automotores; Proces = Processamento; Engen.= Engenharia

De forma geral, observa-se um alargamento da base da pauta, com crescimento da participação de *produtos primários* e *manufaturas baseadas em recursos* e um encolhimento do conjunto dos demais grupos setoriais. É importante ressaltar que não apenas as *manufaturas de alta intensidade tecnológica* têm perda de participação nas exportações brasileiras no período recente, mas também as *manufaturas de baixa intensidade tecnológica* (inclusive na mesma magnitude) e os setores intensivos em engenharia, escala, automobilístico e, em menor proporção, os setores de processamento, os quais o Brasil tradicionalmente apresenta elevadas vantagens competitivas.

A desagregação dos grupos setoriais supramencionados nos principais produtos de exportação do Brasil também é reveladora das limitações presentes no padrão de exportações do país no período, pois verifica-se uma forte concentração em alguns poucos produtos em cada um dos grupos setoriais analisados. Nesse sentido, a participação dos três principais produtos de exportação em cada grupo setorial no triênio de 2010-2012 é a seguinte: em *produtos primários* 63% do valor exportado correspondem a petróleo bruto (26%); sementes (20%) e carne fresca e congelada (17%); na categoria *manufaturas baseadas em recursos* a quase totalidade (95%) do valor exportado concentra-se em minério de ferro concentrado (41%); açúcar e mel (40%) e celulose e resíduos de papel (14%).

Paralelamente, em *manufaturas de baixa intensidade tecnológica*, destacam-se couro (16%), base de metal (12%) e folhas de aço e ferro em chapas (12%) com participação de 40% no grupo setorial; em *automotores* novamente a quase totalidade do valor das exportações (90%) concentra-se em peças e acessórios para motores de veículos (38%), motor de ônibus (35%) e caminhões (17%). Nos setores de *processamento*, as exportações de ferro e formas primárias de aço (25%), ferro-gusa (22%) e produtos a base de polímeros (15%) resultam em 62% das exportações. Em *engenharia*, 44% das exportações estão localizadas em pistão de motores de combustão interna e suas partes (19%), equipamentos para engenharia civil (15%) e máquinas elétricas de corrente contínua (10%). Por fim, no grupo de *manufaturas de alta intensidade tecnológica* representaram 68% das exportações, distribuídas em aeronaves (42%), medicamentos e produtos farmacêuticos (14%) e rotores de usina elétrica (12%).

No tocante à composição setorial das exportações mundiais (Tabela 1), a primeira década do século XXI foi caracterizada, paradoxalmente, por um duplo movimento: (i) de um lado, crescimento e maior participação dos grupos setoriais integrantes de *produtos primários* e de *manufaturas baseadas em recursos (agrobased, entre outros)*, resultado do crescimento acelerado (pelo menos até 2010) da demanda mundial de *commodities* agrícolas e minerais; (ii) de outro lado, perda de participação das exportações mundiais de *manufaturas de alta intensidade tecnológica*. Note que tais movimentos são inerciais com variações pequenas, mas persistentes ao longo de todo o período analisado.

Registre-se também que a composição setorial das exportações mundiais de *setores de intensidade tecnológica média* (automobilística, processamento e engenharia), característicos e típicos da 2ª Revolução Industrial se mantêm praticamente estável neste início do século XXI.

Tendo essa perspectiva da composição setorial das exportações mundiais como referência, deve-se ressaltar, inicialmente, a evolução positiva, embora não excepcional, do *market share* geral das exportações do Brasil no período, crescendo de 0,97% no início da década (2000-2002) para 1,22% no período pré-crise financeira internacional e 1,89% nos primeiros anos da segunda década do século XXI.

A Tabela 2 apresenta os indicadores de *market share* (MS) das exportações do Brasil, agrupados por conteúdo de intensidade tecnológica das exportações. Este indicador de desempenho das exportações, juntamente com outros, permite observar a evolução da competitividade externa das exportações brasileiras nos referentes grupos e captar a natureza do padrão de comércio do Brasil no período recente.

Tabela 1

### Composição setorial das exportações mundiais por intensidade tecnológica 2000 - 2012 (em %)

Grupos de setores	2000-2002	2005-2007	2010-2012
Produtos primários	14,21	16,34	18,04
Manufaturas baseadas em recursos	15,05	16,54	18,72
Manufaturas de baixa IT	15,59	14,52	13,27
Automotores	9,53	8,86	8,05
Processamento	7,08	7,61	7,73
Engenharia	15,38	15,00	14,65
Manufaturas de alta IT	23,16	21,12	19,54

Fonte: Comtrade (2013). Elaboração dos autores.

Tabela 2

### Market share das exportações do Brasil por intensidade tecnológica Brasil, 2000 - 2012 (em %)

Grupos de setores	2000-2002	2005-2007	2010-2012
Produtos primários	1,65	2,03	3,51
Manufaturas baseadas em recursos	1,79	2,12	3,67
Manufaturas de baixa IT	0,73	0,78	0,78
Automotores	0,78	1,18	1,26
Processamento	1,13	1,48	1,82
Engenharia	0,54	0,74	0,88
Manufaturas de alta IT	0,50	0,45	0,47
<b>TOTAL</b>	<b>0,97</b>	<b>1,22</b>	<b>1,89</b>

Fonte: Comtrade (2013). Elaboração dos autores.

Analisando a referida Tabela, observa-se que o *market share* (MS) das exportações brasileiras de todos os grupos setoriais obteve crescimento positivo durante todos os períodos, com exceção de *manufaturas de alta e baixa intensidade tecnológica*, cujos MSs permaneceram praticamente estáveis no período, oscilando em torno de 0,50% no triênio 2000-2002 para 0,45% no triênio 2005-2007 e 0,47% no triênio 2010-2012.

Assim, o desempenho das exportações brasileiras dos dois grupos setoriais *produtos primários* e *manufaturas baseadas em recursos*, em termos de *market share*, mostra uma evolução bastante positiva ao longo de todo o período analisado (2000-2012), mesmo após a eclosão da recente crise financeira internacional e a mais recente ainda desaceleração da economia chinesa e seus efeitos sobre a demanda internacional de *commodities* no triênio 2010-2012.

Por outro lado, deve-se registrar que tal desempenho, a despeito de ser bastante positivo em termos de *market share*, é inferior ao desempenho em termos de valores das exportações (visto no início desta sessão), revelando o fortíssimo e generalizado dinamismo do mercado internacional de *commodities* agrícolas e minerais.

No caso de *manufaturas de alta intensidade tecnológica*, registrou-se uma estabilidade do *market share* ao longo de todo o período avaliado em torno de 0,78%, principalmente entre o período pré-crise internacional (2005-2007) e o período posterior (2010-2012).

Por fim, em todos os grupos setoriais de *média intensidade tecnológica* (automóveis, processamento e engenharia) verificou-se um crescimento do *market share* entre o triênio 2000-2002 e o triênio 2005-2007, crescimento este que tem se sustentado após a crise financeira internacional de 2007-2008 e a desaceleração recente da economia chinesa, o que não deixa de ser auspicioso para a inserção comercial externa na economia brasileira, por se tratarem de setores com algum dinamismo de mercado, com escalas relativamente elevadas e grau médio de aprendizado e difusão tecnológicas.

Não obstante, tal desempenho favorável, em termos de *market share*, precisa ser correlacionado a outro indicador – Vantagem Comparativa Revelada (VCR) – que permitirá cotejar o desempenho comercial externo não apenas em termos alocativos dentro do país, mas também comparando-o com o *market share* médio do país no mesmo período.

O índice VCR é, portanto, a razão entre a proporção de determinado produto na pauta de exportação do país em relação à proporção do mesmo produto na pauta de exportação mundial. Assim, quando a proporção das exportações desse produto no país é maior que a proporção das exportações desse país no mundo,  $VCR > 1$ , ou ainda se a participação desse produto nas exportações totais de todos os produtos desse país for superior à mesma participação referente à economia mundial, diz-se que o país apresenta vantagem comparativa revelada nesse produto.

Em primeiro lugar, em termos de vantagens comparativas gerais do país, o desempenho favorável nos índices de *market shares* não se verificou no mesmo período. Entre 2000 e 2012, o VCR total do Brasil manteve-se praticamente estável em torno da unidade, o que significa uma situação de *empate técnico* em termos de competitividade geral do país no período.

Em segundo lugar, é nítida a conformação de padrões setoriais distintos de comércio exterior no Brasil sob a perspectiva das vantagens comparativas: os grupos setoriais *produtos primários* e *manufaturas baseadas em recursos* apresentam claramente vantagens comparativas maiores que a unidade e crescen-

Tabela 3

### Vantagens Comparativas Reveladas (VCR) das Exportações do Brasil por Intensidade Tecnológica 2000 - 2012

Grupos de setores	2000-2002	2005-2007	2010-2012
Produtos primários	1,74	1,70	1,91
Manufaturas baseadas em recursos	1,89	1,78	2,00
Manufaturas de baixa IT	0,77	0,66	0,43
Automotores	0,82	0,99	0,69
Processamento	1,19	1,24	1,00
Engenharia	0,57	0,62	0,48
Manufaturas de alta IT	0,53	0,38	0,26
<b>TOTAL</b>	<b>1,02</b>	<b>1,02</b>	<b>1,03</b>

Fonte: Comtrade (2013). Elaboração dos autores.

tes nos três momentos analisados, incluindo o período pós-crise internacional (2010-2012); no mesmo sentido, mas com sinal negativo, os grupos setoriais de *manufaturas de baixa intensidade tecnológica* e *manufaturas de alta intensidade tecnológica* mantiveram trajetórias declinantes de VCR, que vinham se manifestando nos dois triênios anteriores (2000-2002 e 2005-2007), evidenciando que não pode ser atribuído à crise internacional *per se* o fator preponderante na explicação do desempenho competitivo desses segmentos. Tampouco o efeito-crescimento da China até a eclosão da crise internacional em 2007-2008 foi suficiente para reverter a deterioração da posição competitiva desses segmentos, diferentemente dos casos anteriores dos *produtos primários* e *manufaturas baseadas em recursos*, em que o crescimento da demanda internacional induzido pela demanda da China foi fator decisivo da melhoria da posição competitiva.

De outra parte, uma verificação mais detida das vantagens comparativas setoriais nos períodos anteriores à crise financeira internacional de 2007-2008 revela que uma parcela de grupos setoriais foi mais sensível à crise internacional, diluindo a sua competitividade no mercado internacional em automotores, processamento e engenharia. O índice de VCR brasileiro apresentou uma trajetória ascendente (e também um valor superior à unidade no caso dos setores de processamento) até a crise financeira internacional, revertendo essa tendência no período posterior. O problema reside justamente no fato de tais setores possuírem importantes elos de encadeamento industrial e fontes importantes de escala para o crescimento geral da economia brasileira.

Na mesma perspectiva, a Tabela 4 apresenta os dez principais parceiros comerciais, ou seja, a direção das exportações totais do Brasil nos três triênios. Em todos os períodos, esse grupo representou mais de 55% das exportações

Tabela 4

### Destino das exportações totais do Brasil 2000 - 2012

País	% das exportações totais (2000-2002)	País	% das Exportações totais (2005-2007)	País	% das Exportações totais (2010-2012)
EUA	24,93	EUA	17,49	China	16,16
Argentina	7,82	Argentina	8,65	EUA	11,50
Holanda	5,09	China	6,23	Argentina	8,51
Alemanha	4,35	Holanda	4,77	Alemanha	4,63
Japão	3,78	Alemanha	4,30	Holanda	3,99
México	3,41	México	3,07	Japão	3,60
Itália	3,32	Chile	2,83	Coreia	2,59
China	3,17	Japão	2,81	Itália	2,34
Bélgica	3,12	Itália	2,76	França	2,05
França	2,89	Venezuela	2,52	Chile	2,04
<b>Total</b>	<b>61,88</b>	<b>Total</b>	<b>55,43</b>	<b>Total</b>	<b>57,41</b>

Fonte: Comtrade (2012). Elaboração dos autores.

do país. O movimento mais evidente é da China que, em 2000-2002 era o nono país que o Brasil mais exportava. Em 2010-2012 passou a ser o primeiro, resultado de seu representativo crescimento econômico e da necessidade de importação principalmente de *commodities* para sustentar tal crescimento. Os EUA estavam na primeira posição durante o primeiro e segundo triênio e já no último, ficou em segundo lugar na classificação. A Argentina, pela sua proximidade geográfica e acordos comerciais, sempre esteve entre os três primeiros parceiros. Os outros basicamente se mantiveram, com exceção do México e da Bélgica, que no último triênio já não estavam entre os dez principais parceiros, e a entrada da República da Coreia e do Chile.

#### Considerações sobre a dinâmica de transações correntes e perfil da balança comercial

Após os dados apresentados queremos destacar, em especial, os seguintes aspectos:

(i) No período 2003-2007 observamos o vigoroso crescimento das exportações brasileiras, contribuindo para a elevação do *superávit* da balança comercial e para o resultado positivo de transações correntes. Aliás, o setor externo tem importante influência sobre a taxa de crescimento da economia, pelo menos até 2005. No entanto, observa-se que o perfil da balança comercial piorou nesta fase.

O destaque vai para o fato de o país se integrar na nova dinâmica do comércio mundial pela “linha de menor resistência”. De fato, observou-se um alargamento da base da pauta de exportações, com crescimento da participação de *produtos primários e manufaturas baseadas em recursos* e um encolhimento do conjunto dos demais grupos setoriais. É importante ressaltar que, não apenas as *manufaturas de alta intensidade tecnológica* têm perda de participação nas exportações brasileiras no período, mas também as *manufaturas de baixa intensidade tecnológica* (inclusive na mesma magnitude) e os setores intensivos em engenharia, escala, automobilístico e, em menor proporção, os setores de processamento, os quais o Brasil tradicionalmente apresenta elevadas vantagens competitivas.

Além do mais, os grupos setoriais integrantes de *produtos primários* e de *manufaturas baseadas em recursos (agrobased, entre outros)* aumentam sua participação nas exportações mundiais, enquanto há uma perda de participação do grupo de *manufaturas de alta intensidade tecnológica*.

O maior crescimento das exportações de *produtos primários* no período esteve relacionado, não apenas ao padrão histórico das exportações brasileiras, como também ao aumento dos preços internacionais das *commodities*, impulsionados pela demanda externa da China, sobretudo a partir de 2002.

No caso das exportações de *manufaturados* em geral, a observação é que os resultados paulatinamente piores estão relacionados a múltiplos determinantes. O primeiro deles é a valorização do câmbio, que foi comprometendo a competitividade dos produtos brasileiros industrializados. Este, no entanto, não parece ser o único fator explicativo, pois o próprio perfil da indústria brasileira apresenta problemas que são, inclusive, anteriores a 2003. O ponto é que a mudança tecnológica tem se aprofundado no mundo, enquanto o Brasil não segue esse movimento. Nesse sentido, é preciso incorporar parte dos novos sistemas, pois não acompanhamos os avanços da indústria mundial, fato que se expressava no período imediatamente anterior à eclosão da crise de *subprime* e que corrobora a análise de que esses resultados não foram consequência, unicamente, do movimento do câmbio.

Ademais, outro acontecimento importante está ligado à própria inserção da China na venda de produtos manufaturados a países periféricos. Observa-se uma crescente entrada das exportações desse país nos mercados da América Latina, para os quais o Brasil é vendedor desses produtos (Sarti & Iratuka, 2010).

(ii) Apesar da manutenção dos resultados positivos da balança comercial, estes passam a piorar e a não serem suficientes para cobrir os resultados negativos das contas serviços e rendas e, a partir de 2008, os balanço de transações correntes tornou-se negativo. À despeito da nova melhoria da balança

comercial observada entre o final de 2010 e 2011, o resultado negativo de transações correntes se mantém e a isto se soma o aprofundamento da mudança do perfil das exportações brasileiras apresentado no item anterior.

O ponto central aprofunda a primazia das exportações de *produtos primários e manufaturados baseados em recursos*, aumentando o peso dos dois setores sobre o total exportado, sendo que a China é o principal destino.

Note-se que o desempenho das exportações do país para o caso desses dois grupos, em termos de *market share*, mostrava uma evolução bastante positiva ao longo do interregno 2003-2007. A questão é que esta evolução permaneceu, mesmo após a eclosão da recente crise financeira internacional e a mais recente ainda desaceleração da economia chinesa e seus efeitos sobre a demanda internacional de *commodities* no triênio 2010-2012.

De outra parte, no caso de *manufaturas de alta e baixa intensidade tecnológica*, a participação dos mesmos sobre as exportações decresceu ainda mais neste último triênio. No que tange às exportações mundiais registrou-se uma estabilidade do *market share* ao longo de todo o período avaliado, mas uma perda no VCR.

A menor taxa de crescimento das exportações no período para *manufaturas de alta intensidade tecnológica* é fator preocupante para o desenvolvimento do país, dado que os produtos que compõem esse grupo setorial possuem maior dinamismo na economia, através de maiores efeitos encadeamentos na produção e maiores níveis de aprendizado e *spillovers* tecnológicos. Ou seja, essa é uma observação que deve ser considerada, quando se analisa o potencial dinâmico futuro do país.

(iii) Observa-se uma deterioração paulatina da conta de serviços e rendas depois de 2008, que se aprofunda após 2010, puxada especialmente pelas viagens internacionais e aluguel de equipamentos. Mesmo que o nosso foco no momento não seja entrar em mais detalhes quanto à conta serviços, importa mencionar que a tendência da mesma é a de manutenção de seus resultados negativos. Ainda que as viagens internacionais tenham um componente mais conjuntural e vinculado à dinâmica cambial, a magnitude de pessoas que têm acesso a elas aumentou em comparação ao passado, de forma que parte dessa pressão permanecerá, mas sempre podendo ser relativamente controlada.

Quanto aos aluguéis de máquinas e equipamentos, a tendência também é que não haja melhoria dos resultados negativos. A perspectiva é que eles se façam sentir com mais força à medida que o país cresça, especialmente mantendo-se o avanço do processo de terceirização e levando-se em conta o peso da Petrobras, que avança nos contratos de aluguel de maquinário. O

ponto importante da análise é que a tendência da conta serviços e rendas é a de manutenção e eventual aprofundamento dos *déficits* no curto prazo.

(iv) Desde o final de 2011 a balança comercial brasileira voltou a desacelerar devido, principalmente, ao crescimento mais forte das importações, especialmente de bens intermediários, indicando uma problematização para a volta do crescimento, uma vez que a retomada dos investimentos trará consigo um aumento dessas importações. No entanto, após 2012 a desaceleração da balança comercial é mais profunda, uma vez que observou-se um movimento de queda das exportações, que provocou um movimento tendencial no sentido de chegar-se a um resultado deficitário na balança comercial.

Como tal comportamento está relacionado com o baixo crescimento do comércio mundial nos anos 2011 e 2012 e parte dos resultados negativos no ano de 2013 tem a ver com a especificidade do perfil da conta petróleo, a expectativa é que a curto prazo a situação das exportações não se deteriore e haja um movimento de recuperação, por causa da desvalorização do câmbio e da não piora do comércio mundial.

Nesses termos, o comportamento da conta petróleo é um importante componente do saldo comercial, e a ação da Petrobras é fundamental. Tendo em vista o potencial de crescimento da produção de petróleo no futuro, ele poderá ser um fator positivo para a geração de divisas ao país, no sentido de melhorar a restrição externa que se tem apresentado.

No entanto, note-se que, a curto prazo, apresentam-se limites à expansão, devido à estagnação do *quantum* do comércio mundial. Nesse sentido, a busca da inserção em novos mercados (novos parceiros e retomando-se antigos) e com novos produtos mostra-se importante, indicando-se a existência de espaço para isto. Mesmo considerando o âmbito das exportações de *produtos primários e manufaturados baseados em recursos*, há espaço, enquanto grande parte das exportações ligadas a essas rubricas estão concentradas em poucos produtos.

(vi) Quanto à análise do perfil de vantagens comparativas reveladas, a situação de melhoria da posição dos *produtos primários e intensivos em recursos naturais* se torna ainda mais forte após 2010, enquanto piora a dos demais. Assim, numa primeira aproximação, tal desempenho atesta uma convergência com os setores mais dinâmicos em termos de mercado internacional ao longo da primeira década do século XXI, conforme visto acima, na evolução da composição setorial das exportações mundiais, ressaltando-se que tal convergência, restringe-se apenas a dinamismo de mercado mundial e não a qualquer outro critério de avaliação como conteúdo tecnológico, valor adicionado ou outro recorte.

Por outro lado, perde-se competitividade justamente em importantes elos da indústria (*automotores, processamento e engenharia*), bem como em se-

tores que apresentam elevado dinamismo tecnológico internacional, como é o caso das *manufaturas de alta intensidade tecnológica*. Ou seja, indica a necessidade de retomada desses mercados, o que passa pelo avanço necessário da indústria nacional e de estratégias de engate mais estreitas de integração comercial, considerando que a China entrou fortemente nesses mercados e está indo na direção da América Latina. Ou seja, tal estratégia envolve a análise de quais seriam as cadeias de integração e quais os parceiros, perspectiva além do apoio à indústria nacional pela via de desonerações e de espaço para operação na área de infraestrutura.

## DINÂMICA DA CONTA FINANCEIRA DO BALANÇO DE PAGAMENTOS E POSIÇÃO INTERNACIONAL DE INVESTIMENTO

### **Fluxos financeiros e exigências de diferenciais de juros para devedores que não têm moeda forte**

Um dos traços importantes da análise da dinâmica econômica mundial é o endividamento que se efetiva por meio de múltiplas modalidades: dos mercados de crédito e dos de títulos, envolvendo engenharias financeiras que articulam os dois mercados e operando também com mercados de derivativos. Ademais, outra questão central é que os fluxos de débitos e aplicações operam com uma lógica de mercados globais, comandados por grandes capitais centralizados, como aquele dos fundos de investimentos, mas sempre mantendo a hierarquia entre as diferentes moedas.

Nesse sentido, o dólar permanece como moeda central, oferecedora de reserva de valor e ícone de liquidez, enquanto as demais não apresentam tais características. Especialmente as moedas dos países periféricos continuam não oferecendo a função de liquidez para os investidores internacionais (e, por vezes, para os domésticos). Nesse contexto, o direcionamento de recursos aos países que não têm moeda forte exige uma oferta de diferencial de juros em comparação aos títulos de mesma maturidade lançados por agentes dos países centrais. Tal exigência de diferenciais de juros ocorre, tanto nos empréstimos via crédito (outros investimentos), quanto nos empréstimos via títulos (investimentos em carteira), com a diferença de os segundos serem muito mais passíveis de reversão do que os primeiros<sup>3</sup>. No caso dos investimentos diretos, a perspectiva de exigência de maior rentabilidade relativa também existe e se destaca, ainda que parte importante desses fluxos refiram-se à compra de

3. Eles podem ser rapidamente vendidos em mercados secundários. Além disso, afeta o preço desses títulos e, indiretamente, o preço dos títulos novos que serão lançados.

ações de companhias existentes, sem impacto sobre a formação bruta de capital fixo do país em que estes capitais ingressam.

Assim, no que se refere aos fluxos financeiros, a busca contínua de valorização em diferentes mercados por parte de um capital altamente centralizado (especialmente de investidores institucionais), potencializa a questão da instabilidade, pois mudanças de conjuntura nos países centrais, especialmente as dos Estados Unidos, afetam rapidamente uma parte expressiva desses recursos, provocando compras e/ou vendas abruptas de títulos e mudanças de posição em mercado.

Isto, ademais, é especialmente grave no caso dos países periféricos, que sofrem ondas de entradas expressivas de recursos financeiros nos momentos de expansão da liquidez internacional e são os primeiros a sofrer movimentos de saídas abruptas e vultosas nos momentos de reversão. Logo, conforme comentado, as moedas dos países periféricos são consideradas menos líquidas<sup>4</sup> e o maior interesse por elas aparece nas fases de maior liquidez internacional e de redução de aversão a riscos, que podem ser rapidamente revertidas, à depender da conjuntura internacional.

O que queremos levantar é o fato de que, não só os fluxos financeiros podem mudar de comportamento de acordo com a conjuntura, como também as demandas de rentabilidade se modificam, acompanhando os ciclos de liquidez, em muitas situações sem considerar os resultados da melhoria dos indicadores macroeconômicos domésticos. Dessa forma, quanto maior o peso das posições especulativas nos fluxos de balanço de pagamentos e quanto maior a necessidade de reendividamento constante, maior é o impacto das reversões de expectativas sobre a conta financeira e maior a pressão sobre a economia doméstica, no sentido de que se paguem as demandas dos capitais (Corrêa, 2005). Se a economia do país periférico sob análise tiver um mercado futuro de câmbio atuante, a situação de instabilidade pode ser maior, pois as ordens de compra e venda de divisas se efetuam rapidamente por modificações conjunturais, especialmente de mudanças (ou expectativa de mudança) da política monetária norte-americana. Nesse caso, a volatilidade do câmbio pode ser grande, mesmo quando não ocorrem mudanças na conjuntura doméstica.

Considerando-se esse comentário, uma das questões levantadas é que, no caso da dinâmica dos fluxos financeiros brasileiros, esse comportamento se verifica. Para fazer essa análise, o período 2003-2013 é bastante ilustrativo. Isto porque ele intercala fases de liquidez e de redução de recursos. Ademais, é um interregno em que as contas externas e internas do país se encontram

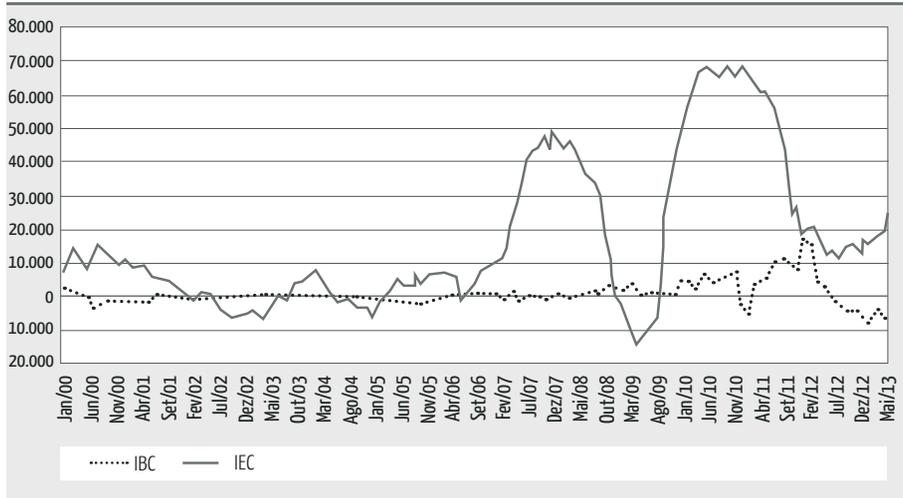
4. Para esta discussão, vide Daniela M. Prates (2005).

ajustadas, ficando claro que os momentos de saídas de recursos não se referem à “desajustes” domésticos ou a “maus fundamentos” macroeconômicos.

### Gráfico 9

#### Componentes da conta financeira

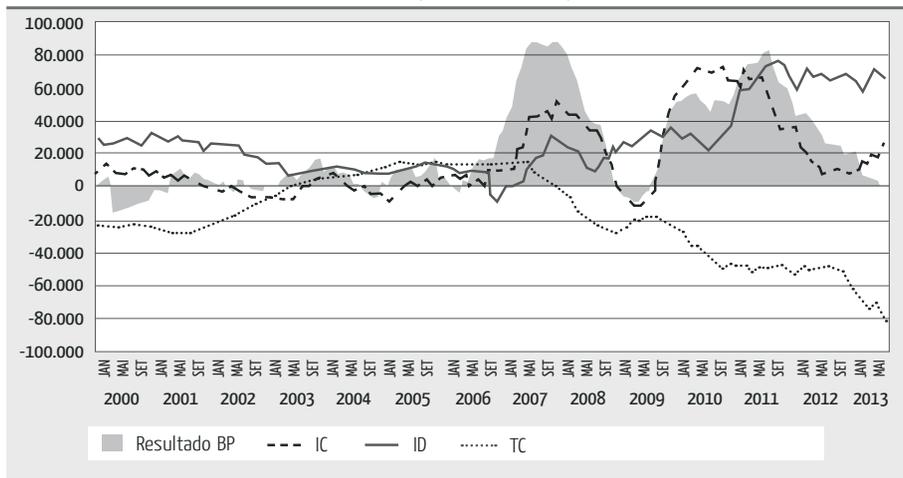
Valores acumulados em 12 meses (em US\$ milhões)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração dos autores.

### Gráfico 10

Resultado do balanço de pagamentos, investimento em carteira, investimento direto e transações correntes. Valores acumulados em 12 meses (em US\$ milhões)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração dos autores.

Para a compreensão de nossas considerações é importante destacar que os fluxos do balanço de pagamentos de um país, que apresentam essencialmente um viés de curto prazo são: “investimentos em carteira” (em ações e títulos de renda fixa); “outros investimentos – moeda e depósitos” e “derivativos”<sup>5</sup>. No presente artigo, centraremos nossa análise nos fluxos de investimentos em carteira que apresentam os fluxos de recursos de residentes e estrangeiros comprando e vendendo títulos de dívida (em renda fixa e em ações), negociados no país ou no exterior, em mercados secundários.

Note-se que, mesmo os títulos de longo prazo podem ser rapidamente vendidos, causando impactos. Também analisaremos os fluxos de investimentos diretos, que seriam aqueles recursos que apresentariam um potencial de maior estabilidade, estando mais diretamente relacionados à dinâmica produtiva. No entanto, queremos enfatizar que eles devem ser qualificados, pois parte desses fluxos também pode apresentar um viés especulativo de curto prazo.

Para detectar essas relações, em primeiro lugar, nos interessa analisar a trajetória das contas e isso pode ser visualizado pela análise dos fluxos, acumulados em 12 meses (Gráficos 9 e 10). Paralelamente, também queremos levantar as variações abruptas e, neste caso, os fluxos mensais efetivos nos dão ideia da volatilidade das contas<sup>6</sup>. Analisaremos a dinâmica dos dados em períodos, nos quais a observação dos fluxos de recursos para o Brasil será inserida no contexto da dinâmica da liquidez internacional, mas tem forte relação com a periodicidade do crescimento do país, apontada no Capítulo 1. É importante ainda destacar que também queremos enfatizar o fato de o volume e o perfil dos fluxos ser influenciado pela política macroeconômica doméstica.

### **O período 2003-2007: melhoria dos indicadores domésticos e volatilidade dos fluxos**

No que se refere à dinâmica econômica brasileira, esta é uma fase de crescimento vigoroso e são anos em que os indicadores domésticos apresentam bons resultados: queda da DLSP, importante nível de *superávit* primário, *superávit* expressivo da balança comercial e de transações correntes, além da melhoria nos níveis de todos os indicadores de vulnerabilidade externa.

Quanto aos fluxos financeiros, para analisar a fase em questão é interessante considerar a dinâmica dos anos imediatamente anteriores. Conforme

5. Os movimentos de “outros investimentos – empréstimos”, referem-se a empréstimos bancários.

6. Ainda que aqui não façamos um estudo mais pormenorizado dessa volatilidade, calculando o desvio padrão das séries, ou mesmo utilizando a metodologia Arch-Garch para avaliar a volatilidade no tempo. Para estudos nesse sentido, veja MUNHOZ & CORRÊA, 2009

podemos observar pelo Gráfico 9, entre 2000 e 2002 observou-se uma queda acentuada dos recursos de investimentos em carteira, como também dos investimentos diretos, devido à redução da liquidez internacional, que ocorreu especialmente após a Crise da Rússia. Fizeram parte deste período a crise cambial brasileira em 1999, as crises da Turquia e da Argentina em 2001-2002. Além do mais, destaca-se também o desinflar da bolha especulativa nas bolsas de valores americanas, que repercutiu nos preços das ações no mundo todo; os ataques de 11 de setembro de 2001; e a revelação de escândalos contábeis em corporações americanas de capital aberto<sup>7</sup>.

Essa é uma fase de instabilidade e os fluxos de recursos para os países periféricos foram fortemente influenciados por todos os acontecimentos relatados.

A partir de 2003 ocorre um novo ciclo de expansão, com aumento de fluxos de capitais para os países periféricos (BIS, 2003) e isto, também, ocorre para o caso dos países da América do Sul<sup>8</sup>. Uma característica dessa fase é que as contas públicas e a dívida externa dos países dessa região encontram-se ajustadas. Esse é um período de queda dos indicadores de risco<sup>9</sup>, o que ocorre também para o Brasil (Gráfico 11) e de grande crescimento das reservas internacionais<sup>10</sup>, com grande parte das mesmas aplicada nos mercados financeiros globais, especialmente nos títulos do tesouro norte-americano. Em termos gerais, é um período de expansão e de estabilidade para os países periféricos.

No entanto, o que mencionamos é que, mesmo nessa fase de liquidez e, mesmo considerando a melhoria dos indicadores econômicos domésticos desses países, continuaram ocorrendo importantes movimentos de volatilidade nos recursos e especialmente dos investimentos em carteira dirigidos aos mesmos.

Essa dinâmica esteve, mais uma vez, fortemente relacionada com o comportamento da economia norte-americana e dos seus mercados de títulos. As análises dos organismos multilaterais enfatizam essa questão, indicando que os movimentos da política monetária dos Estados Unidos provocaram decisões de reestruturação de portfólio dos investidores, que afetaram diretamente as aplicações dirigidas aos países periféricos.

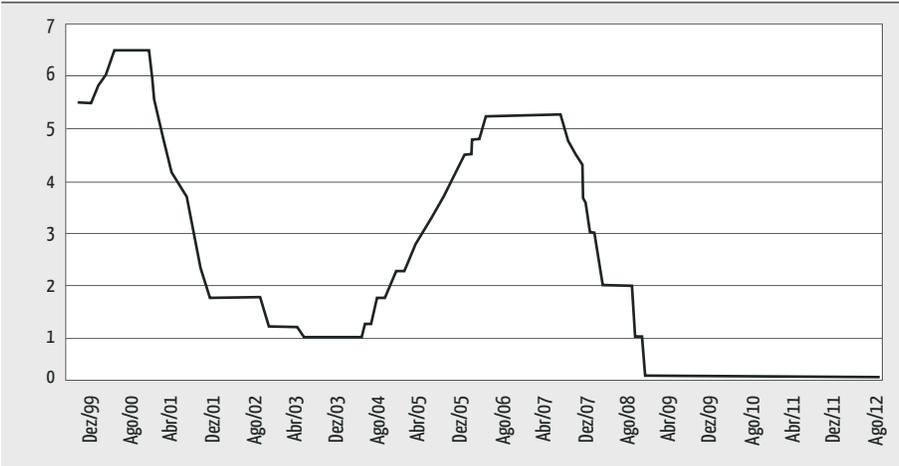
7. No caso do Brasil, também podemos citar as incertezas quanto ao futuro da política, afinal, era ano de eleição presidencial.

8. Classificados como "emergentes do hemisfério ocidental" pelo FMI. Cabe observar que em 2002 e 2003 a Argentina e o Chile ainda apresentaram um resultado negativo das contas de investimentos em carteira.

9. Observa-se a queda do índice Embi+ calculado para a América Latina, além da queda do índice para os países da região, individualmente.

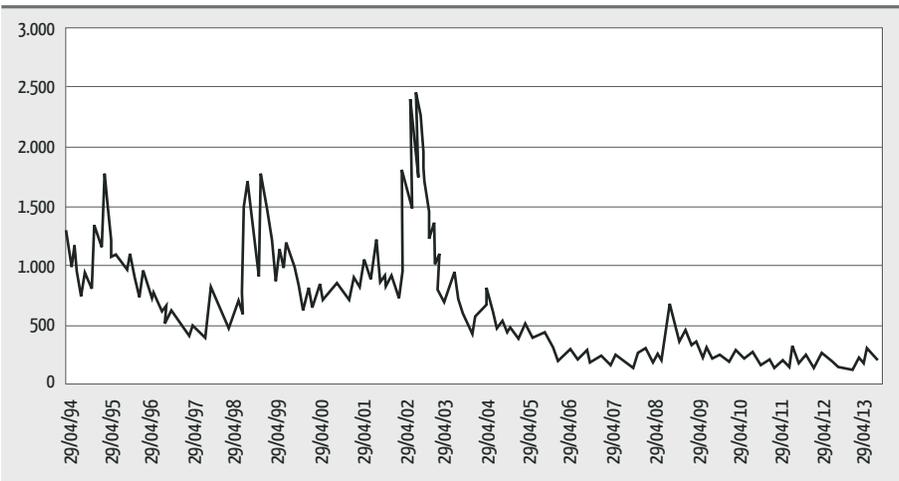
10. Entre 2000 e 2007 as principais economias emergentes acumulam mais de \$2 trilhões de dólares em reservas cambiais (BIS, 2009).

**Gráfico 11**  
**Federal Funds Rate**  
 EUA (mensal em % aa)



Fonte: Ipeadata.

**Gráfico 12**  
**Índice EMBI+**  
 Brasil (diário em pontos)



Fonte: Ipeadata.

Para ilustrar esta questão, destacamos três momentos em especial que têm relação com a trajetória da taxa básica de juros dos Estados Unidos (Gráfico 12):

(i) Primeiro semestre de 2004: período em que se observa a mudança de trajetória das taxas básicas de juros norte-americanas em 2004, quando essas taxas passam a crescer, provocando um novo movimento de venda de papéis de países periféricos, no intuito de retornar ao mercado norte-americano (IMF, 2004);

(ii) Primeiro semestre de 2006: quando domina a expectativa de que se apresentaria um aumento mais expressivo das taxas de juros dos Estados Unidos, por causa do movimento da inflação daquele país, provocando ações de realocação nas carteiras dos investidores (de saída das economias emergentes, para os títulos do tesouro americano) (IMF, 2006);

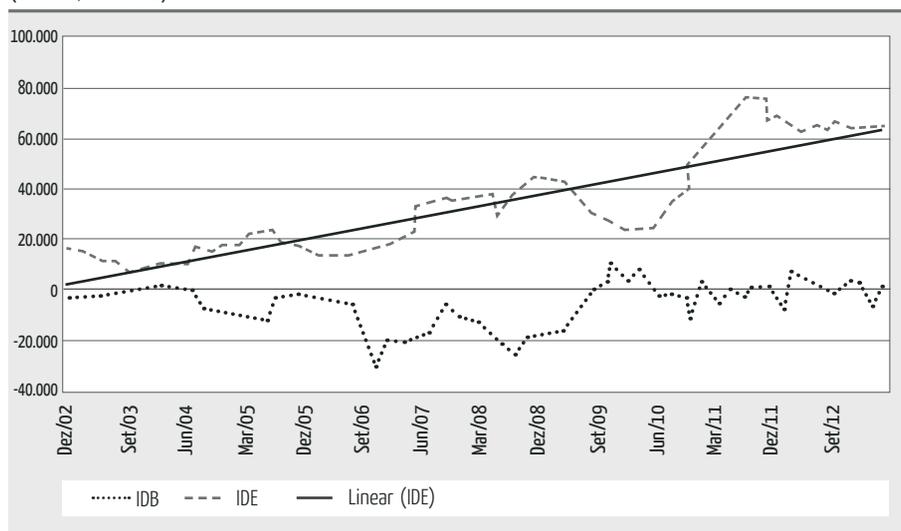
(iii) Segundo semestre de 2006: ocorre a volta de um expressivo fluxo de recursos para os países periféricos, sob a difusão de novas expectativa de que as taxas de juros dos Estados Unidos passariam a apresentar apenas um crescimento moderado, mas estas taxas param de crescer. Apresenta-se, a partir daí, um processo de redução das taxas de juros básicas dos Estados Unidos até 2008 (IMF, 2010).

### Gráfico 13

#### Investimento direto de estrangeiros e de brasileiros (ou residentes)

Dado mensal, acumulado em 12 meses

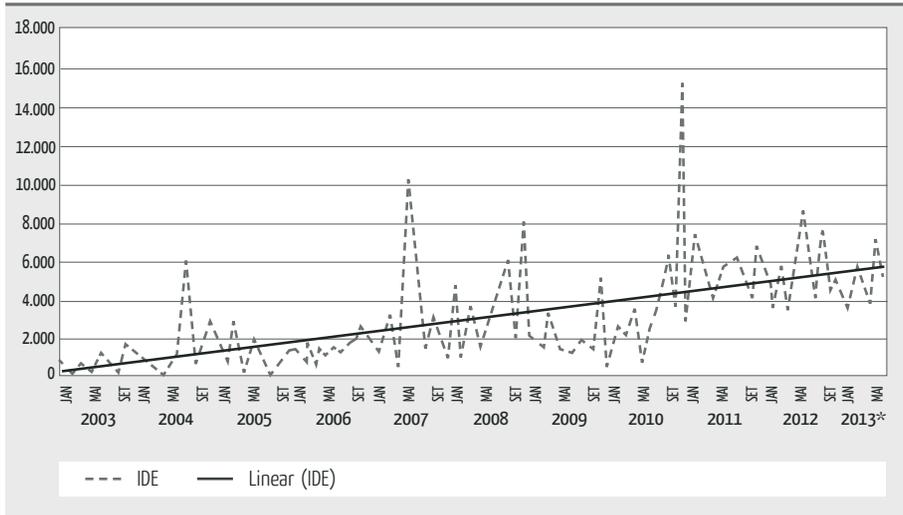
(em US\$ milhões)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração dos autores.

**Gráfico 14**

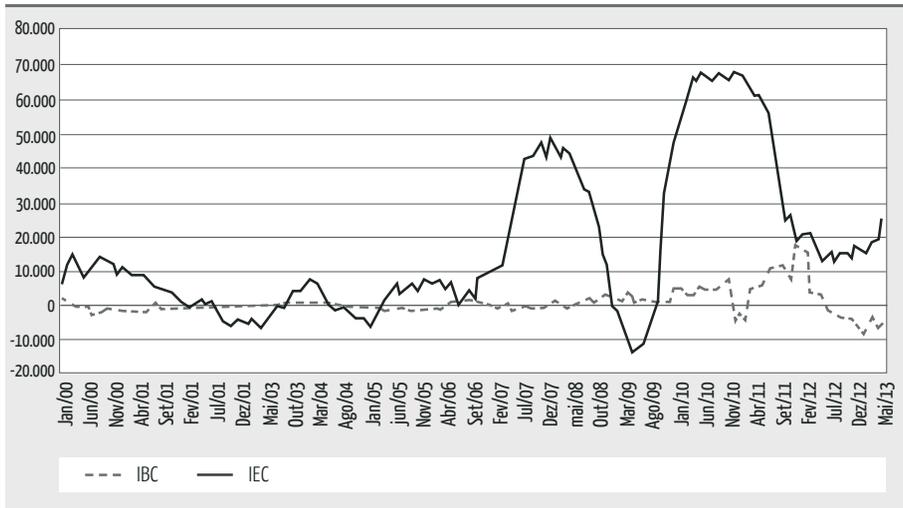
**Investimento direto de estrangeiros**  
 Dado mensal (em US\$ milhões)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração dos autores.

**Gráfico 15**

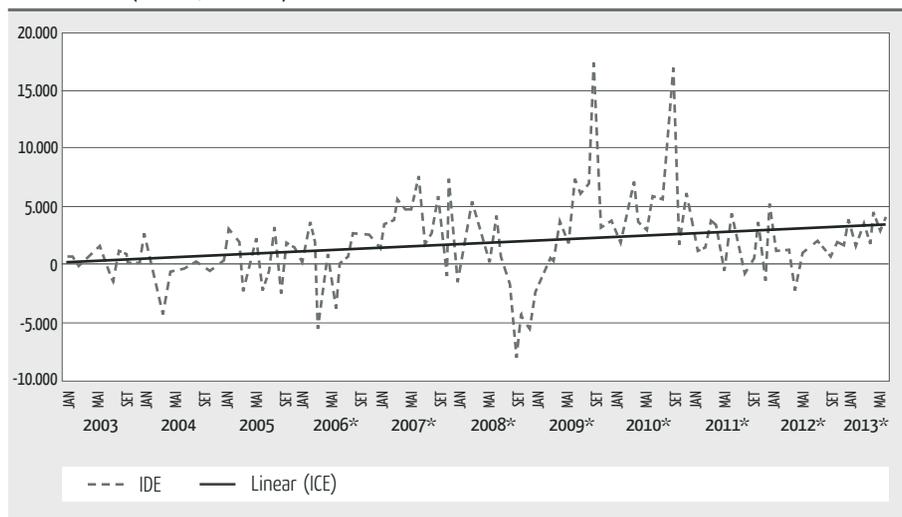
**Investimento em carteira de estrangeiros e de brasileiros (ou residentes)**  
 Dado mensal, acumulado em 12 meses (em US\$ milhões)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração dos autores.

**Gráfico 16****Investimento em carteira de estrangeiros**

Dado mensal (em US\$ milhões)



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração dos autores.

Quando analisamos os componentes da conta financeira do Brasil (Gráfico 9), observamos que, especialmente os investimentos em carteira estão ligados a tal dinâmica, mas os investimentos diretos (Gráfico 14) também são influenciados por ela.

No que se refere ao período 2003-2007 observa-se um retorno dos capitais depois de 2004. Um comentário importante é o de que há um paulatino aumento da magnitude dos investimentos diretos, em grande parte por conta da própria expansão do país e da abertura de novas oportunidades lucrativas, justamente do período de expansão mais acelerada da economia brasileira. Mas, para além disso é preciso notar que também se agregam as estratégias dos investidores em nível mundial e ocorre um crescimento do direcionamento dos investimentos diretos para os países periféricos (Unctad, 2006). Ademais, a esse ingresso se somam os de investimentos em carteira.

Quanto à conta de investimentos em carteira, queremos destacar duas questões:

(i) Em primeiro lugar, podemos observar o crescimento de seu volume determinado pelo fluxo de “estrangeiros” (Gráfico 15 e 16). A esse respeito queremos destacar que as mudanças de trajetória desses fluxos no primeiro período que estamos considerando ocorreram: no início de 2004; no início de

2006 e no final de 2006. Ou seja, os fluxos revertem em momentos associados aos acontecimentos relacionados com a política monetária norte-americana. Nesses termos, os fluxos foram fortemente influenciados pela dinâmica da liquidez internacional e pela taxa de juros básica dos Estados Unidos. Ademais, as saídas abruptas de recursos ocorreram sem controle do país, mesmo quando se ofereciam altos juros internos, e mesmo quando os indicadores macroeconômicos domésticos haviam melhorado consideravelmente.

De outro lado, o ingresso mais expressivo dos investimentos em carteira ocorreu a partir do momento em que as taxas de juros norte-americanas deixaram de subir (em 2006) e começaram a apresentar uma trajetória descendente. O movimento é o de busca de diferenciais de juros.

De fato, em condições de ampla abertura financeira, a demanda dos investidores para ficar com um título de dívida lançado por um devedor de um país periférico nos mercados financeiros internacionais é a de que a taxa de juros do mesmo ( $i^*$ ) cubra a taxa de juros de um título internacional seguro de mesma maturidade ( $i$ ) mais um “prêmio de risco”. Este último é chamado de “risco país”, quando a comparação é feita entre dois títulos soberanos (de governos).

Dessa forma, de um lado, temos que a taxa do título internacional mais seguro, geralmente considerada, é a do título do tesouro norte-americano (Treasury Bond). De outro lado, tem-se a taxa do título de mesma maturidade, lançado pelo governo do país periférico em questão, no mercado internacional, em dólar. A partir daí:

$$i^* = i + \text{Risco País mercado internacional}$$
$$\text{Risco País mercado internacional} = i^* - i$$

Esta forma de medir o “risco país” é o chamado *spread over treasury*, calculado a partir de títulos soberanos negociados em dólar, e mercados internacionais<sup>11</sup>. Ora, nas condições de aumento da liquidez internacional cresceu a busca por títulos que oferecessem um diferencial de juros relativamente mais alto, mesmo que cadente.

(ii) Em segundo lugar, para além da própria liquidez internacional, os fluxos especulativos foram atraídos pelo nível do diferencial de juros entre os títulos norte-americanos e os ofertados por devedores residentes, negociados no Brasil e isto teve relação com o arranjo macroeconômico brasileiro.

11. O índice Embi+ medido pelo J.P. Morgan, utiliza essa metodologia considerando um conjunto de títulos do país sob análise e é muito utilizado.

No caso de títulos lançados nos mercados locais, na moeda do país, demanda-se que a remuneração dos mesmos ( $i^{**}$ ) cubra ainda a variação esperada do câmbio, definida no mercado futuro (*forward premium*) e que se refere à diferença entre o dólar a futuro e o dólar *spot*. Este último componente refere-se à cobertura que o investidor pagaria (ou receberia), no caso de desvalorização (ou valorização) indicada, da moeda nacional frente ao dólar quando ele se protege dessas variações<sup>12</sup> em mercado futuro.

A partir daí teríamos, por diferença:

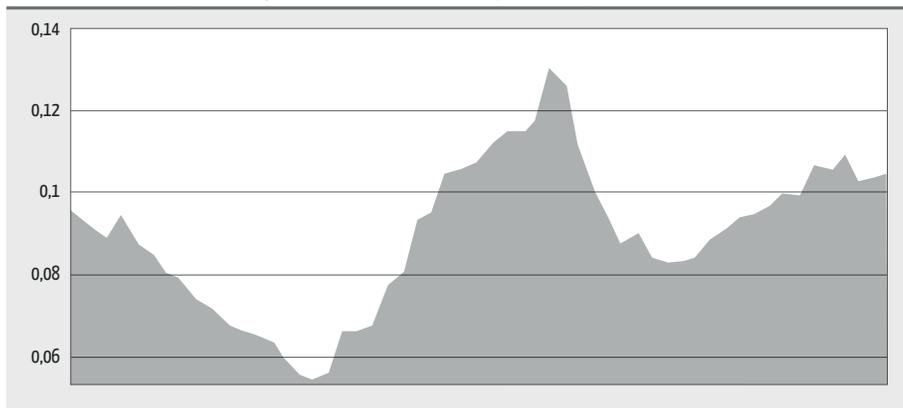
$$i^{**} = i + \text{Risco país mercado doméstico} + (-) \text{forward premium}$$

$$\text{Risco País mercado doméstico} = i^{**} - i - (+) \text{forward premium}$$

Ainda que seja esse o cálculo da demanda de rentabilidade para os títulos domésticos, grande parte do capital que ingressa no país não se protege nos mercados futuros. Especialmente quando a trajetória do câmbio é de valorização, eles preferem correr o risco de câmbio e ganhar o diferencial de juros internos ao final do contrato.

### Gráfico 17

Diferencial de juros (taxa swapDI-PRÉ360 – taxa treasury de 1 ano)



Fonte: Banco Central do Brasil.

12. Na verdade, a diferença entre o dólar futuro e o dólar *spot* (Forward Premium) não reflete apenas a desvalorização (valorização) esperada. Ela incorpora também um pagamento de risco de câmbio.

No caso brasileiro, a política de metas de inflação manteve os juros domésticos em altos níveis, mesmo que cadentes, oferecendo expressivos diferenciais de juros. Para uma visualização, calculamos a diferença entre a taxa *treasury* de um ano dos Estados Unidos e a taxa *swap*DI-PRÉ 360 do Brasil, que está mostrada no Gráfico 17. Nessas condições, para aqueles que não se protegeram no interregno de 2004 a 2008, o ganho descoberto envolveu esta diferença mais a variação da taxa de câmbio entre o início e o final do contrato, dado que ocorreu valorização.

O nosso ponto é o de que tal dinâmica de fatores externos, conjugados à política macroeconômica doméstica, tem consequências sobre a economia do país. De um lado, o excessivo diferencial de juros afetou o volume das entradas de capitais, magnificando aqueles que têm um viés de curto prazo. São fluxos que compram títulos brasileiros, baseados em uma dinâmica conjuntural, podendo efetuar ganhos de arbitragem e que querem permanecer em situação de grande flexibilidade<sup>13</sup>. De outro lado, tendo em vista a característica dos mesmos, as mudanças de conjuntura os afetam rapidamente, provocando forte volatilidade nos investimentos em carteira.

A volatilidade e o volume dos ingressos e saídas provocam efeitos sobre as próprias variáveis macroeconômicas: afetam potencialmente o nível e a volatilidade do câmbio e, além do mais, as reversões de recursos interrompem a trajetória de queda das taxas de juros domésticas (ainda que de forma defasada). Esse último impacto ocorre por conta de dois canais. De um lado, pela via da justificativa do controle da inflação, que cresceria, tendo em vista a desvalorização do câmbio que se observa nos momentos de reversão de recursos. De outro lado, pela via de se manter o diferencial de juros para continuar com a atração de capitais quando estes pretenderiam sair do país.

Por fim, cabe ainda observar que, no caso do mercado de câmbio, as mudanças de conjuntura o afetam rapidamente, através dos mercados futuros e provocando efeitos no mercado a vista. A entrada de recursos pela conta financeira se agrega aos *superávits* de transações correntes e a ação das autoridades monetárias brasileiras foi a de manutenção de altos níveis de reservas.

Nesse caso, ainda que o tripé macroeconômico envolvesse a liberalização do câmbio, o que se observou foi que a tentativa de manter o câmbio em certo limite e de controlar a flutuação foram efetivados pela via de operações de compra e venda de reservas, como também através de operações com *swaps* cambiais. Note-se que, na engrenagem montada, a valorização do câmbio foi funcional ao combate da inflação.

13. Podem ser vendidos, rapidamente, em mercados secundários.

No entanto, quanto maior o peso dos capitais com viés de curto prazo sobre os fluxos ingressantes, maior o potencial de saída nos momentos de mudança de conjuntura que podem envolver também os recursos de residentes. Aliás, estes fluxos reverteram rapidamente por ocasião do início dos problemas de *subprime* no final de 2007 e, mais fortemente, com o aprofundamento da crise, em 2008, deixando claro que não houve “*deccoupling*” da economia brasileira.

### **O período 2008-2010: crise de subprime, retomada e “tsunami monetário”**

Um fato importante a mencionar é que no Brasil, assim como nos demais países periféricos, a crise de *subprime* nos Estados Unidos provocou um processo de vendas expressivas dos títulos, provocando a queda de seus preços e o paralelo aumento das taxas pagas pelos mesmos. Ou seja, o aumento do Índice EMBI+ não se relacionou a mudanças em variáveis macroeconômicas domésticas ou ao aumento de efetivos níveis de risco. A saída de recursos pela conta de investimentos em carteira em títulos de renda fixa se somou à saída de fluxos da bolsa de valores brasileira.

Destaque-se que tal movimento não provocou crise cambial, tendo em vista o colchão de liquidez proporcionado pelas reservas internacionais do país. Além do mais, em poucos meses observou-se uma rápida reversão desse quadro. Do lado das condições de crescimento do país, a adoção de uma ação anticíclica efetuada através da atuação dos bancos públicos, articulada ao crescimento dos investimentos públicos permitiu uma rápida retomada da economia. Quanto às condições do balanço de pagamentos, após registrar resultados mensais negativos entre o final de 2008 e início de 2009, passamos a observar uma trajetória de resultados mensais superavitários. O país saiu de um resultado negativo, de -12,814 milhões de dólares em maio de 2009 para a cifra de 56,504 milhões de dólares em maio de 2010. Chegou-se à cifra de 81,990 milhões de dólares em agosto de 2011, quando passamos a observar a queda paulatina e contínua desses resultados.

Vimos no início do capítulo que, no período em questão, os *déficits* de transações correntes se aprofundaram e que, portanto, os resultados favoráveis do balanço de pagamentos se referem aos ingressos relacionados à conta capital e financeira. Um ponto a comentar é o de que os investimentos diretos não sofrem reversão durante 2008, mas decaíram no final de 2009 e até março de 2010.

Os fluxos que mais revertem e, posteriormente, retornam em grande intensidade a partir do final de 2009 foram os de investimentos em carteira (Gráficos 9 e 15). Paralelamente, a partir de julho de 2010 os investimentos diretos passam a ingressar de forma mais expressiva (Gráficos 9 e 13). Ou

seja, os últimos fluxos se somam aos de investimentos em carteira e a fase em questão é de grande ingresso de capitais; de *superávits* expressivos do balanço de pagamentos e de valorização do câmbio.

O retorno dos recursos foi influenciado pela queda expressiva das taxas de juros norte-americanas e pela política de *quantitative easing*, que aumentou rapidamente a liquidez internacional. Foi nesse contexto que, em 2010, investidores internacionais se dirigiram a um forte movimento de compras dos títulos de devedores brasileiros. O volume é tão grande que os valores foram capazes de cobrir o *déficit* de transações correntes, com folga, e foram esses fluxos os responsáveis pela rápida reversão do resultado do balanço de pagamentos.

Um ponto que queremos salientar, na consideração desse movimento, é que, mais uma vez, a política macroeconômica doméstica se somou à liquidez internacional, influenciando no volume e no perfil do capital ingressante.

O retorno dos fluxos de investimento em carteira esteve relacionado com o diferencial de juros ofertado pelos títulos brasileiros, comentado no item anterior. Após o segundo semestre de 2010, conforme citado no primeiro capítulo do livro, houve uma mudança no modelo de crescimento, observando-se a adoção de uma política contracionista, articulada à redução dos investimentos públicos, que magnificou essa atração de capitais.

Observou-se que, desde 2010 até setembro de 2011, manteve-se a política de aumento dos juros, somada a atuações macroprudenciais, no sentido de controlar o crédito. Conforme comentado no primeiro capítulo, o intuito foi o de atuar sobre o movimento inflacionário, detectado como de inflação de demanda, mas que teve componentes importantes de choques de oferta<sup>14</sup>.

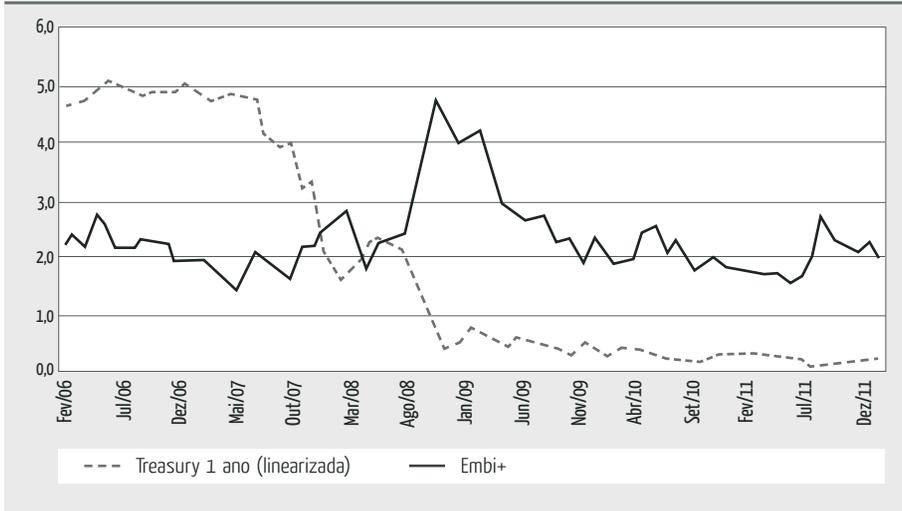
Tendo em vista o aumento dos juros, para além da dinâmica de ganhos descobertos, ocorreu um fator novo, digno de registro. A especificidade dessa fase é a de que entre 2010 e 2011 o forte diferencial de juros oferecido internamente em comparação com o dos títulos externos foi capaz de pagar um *diferencial de juros coberto no país* muito maior do que se pagava nos períodos anteriores.

Para além do ingresso geral de investimentos em carteira, ocorreu uma mudança na *mix* dos mesmos. De fato, cresceu a compra dos títulos de renda fixa negociados no mercado doméstico (Gráfico 20). Isto foi fortemente influenciado pelo fato de que o *diferencial de juros coberto* oferecido nos títulos domésticos (risco país mercado doméstico) foi muito superior ao diferencial de juros ofertado por títulos de residentes negociados no exterior (risco país mercado internacional).

14. Essa análise será desenvolvida no capítulos referentes à inflação.

**Gráfico 18**

**Taxa treasury de 1 ano (% aa) e índice Embi+Brasil**

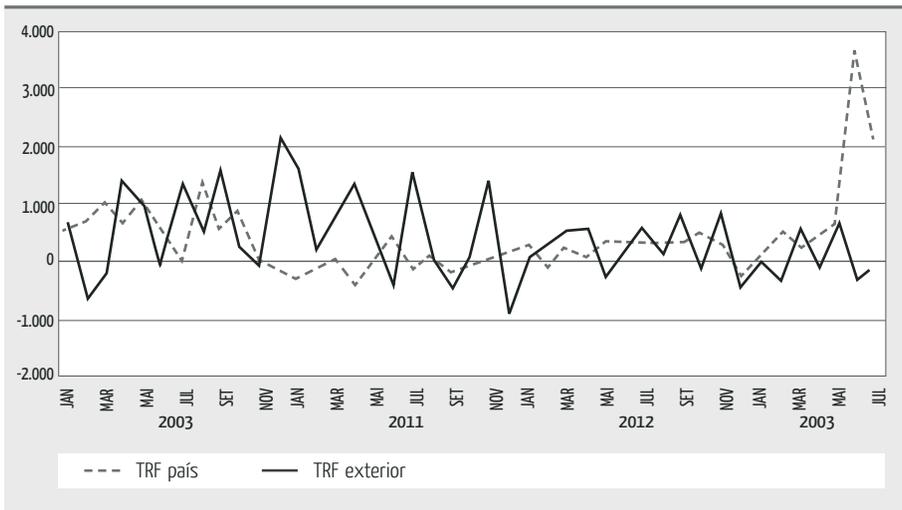


Fonte: Ipeadata. Elaboração dos autores.

**Gráfico 19**

**Títulos de renda fixa negociados no país e negociados no exterior**

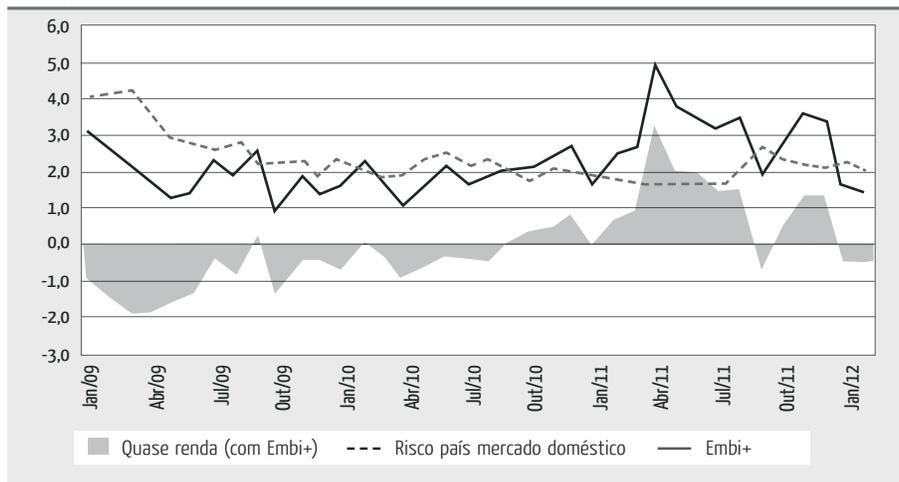
Dados mensais em US\$ milhões



Fonte: Ipeadata. Elaboração dos autores.

## Gráfico 20

Risco país (mercado doméstico), Risco país (mercado internacional) e “quase renda” (em %)



Fonte: Corrêa et alii (2012).

Para ter-se ideia desse movimento, foi calculada a diferença entre os dois riscos, chamada de “quase renda”<sup>15</sup>, que indicam a renda extra, auferida para os que aplicaram em títulos negociados no mercado doméstico, sem risco de câmbio. Essa diferença estaria assim indicando a preferência por se aplicar em títulos de renda fixa negociados no país, efetuando proteção no mercado futuro de câmbio.

Dessa forma, no ano de 2010 os fluxos em títulos de renda fixa negociados no país superaram as aplicações em renda fixa, realizadas nos mercados financeiros internacionais (Gráfico 19), tendo em vista a possibilidade de arbitragem. Paralelamente, também cresce a aplicação de investimento em carteira dirigido a ações negociadas no país. De fato, o movimento positivo do mercado de capitais brasileiro à época, somado à valorização do câmbio que se observava indicavam um potencial de boa rentabilidade para este tipo de aplicação.

Assim, destacamos a influência da dinâmica macroeconômica doméstica sobre o fato de que houve uma forte atração de capitais especulativos pela conta de investimentos em carteira e, especialmente, para títulos de renda fixa

15. Essa discussão foi originalmente apresentada em Corrêa et alii (2012).

negociados no país. Mais uma vez, essa política afetou o perfil e volume dos fluxos ingressantes no país, a favor de capitais com viés de curto prazo.

Paralelamente, a entrada maciça de dólares na economia brasileira e a consequente apreciação da taxa de câmbio havia levado o governo brasileiro a começar a implementar instrumentos de controles de capital, desde o final de 2009. Considerando o massivo ingresso de investimentos em carteira, a decisão foi a de intensificar fortemente estes controles<sup>16</sup>, triplicando a alíquota do imposto sobre operações financeiras (IOF) para as aplicações em renda fixa e empréstimos externos de até dois anos, e aumentando a incidência, no caso das ações (Corrêa *et alii*, 2012)<sup>17</sup>. Posteriormente, adotou também medidas de controle sobre o mercado de derivativos de câmbio, no intuito de controlar a volatilidade da taxa.

O avanço dos controles dos fluxos de investimento em carteira levaram a algumas mudanças qualitativas na composição dos fluxos. Queremos comentar a alteração na dinâmica dos investimentos diretos e investimentos em carteira.

De fato, a análise dos fluxos de “estrangeiros” nos mostra claramente que, ao mesmo tempo em que as aplicações em carteira caíram expressivamente após as medidas de controle, os investimentos diretos crescem fortemente (Gráfico 21, na página seguinte). Além de se observar a sincronia dos dois movimentos, outro fato que chama a atenção é que os patamares do ingresso dos investimentos diretos de estrangeiros mudam neste momento, o que pode ser observado no Gráfico 13. Mesmo considerando a queda dos valores em 2009, a expansão observada de forma sincronizada com a adoção das políticas de controle é muito maior do que a trajetória que vinha desde 2003.

O nosso ponto é que o elevado diferencial entre juros internos e externos e o controle exercido sobre os investimentos em carteira se constituíram em um atrativo para o desvirtuamento desses últimos fluxos, intensificando a entrada de capitais especulativos sob a rubrica investimento direto. Isso, provavelmente, já vinha ocorrendo antes, mas a nossa hipótese é a de que esse movimento se intensificou com o aprofundamento das medidas de controle. A perspectiva é que parte dos capitais especulativos deixaram de entrar no país sob a rubrica de investimentos em carteira mas, paralelamente, esse perfil de capitais retornou sob a rubrica de investimentos diretos<sup>18</sup>.

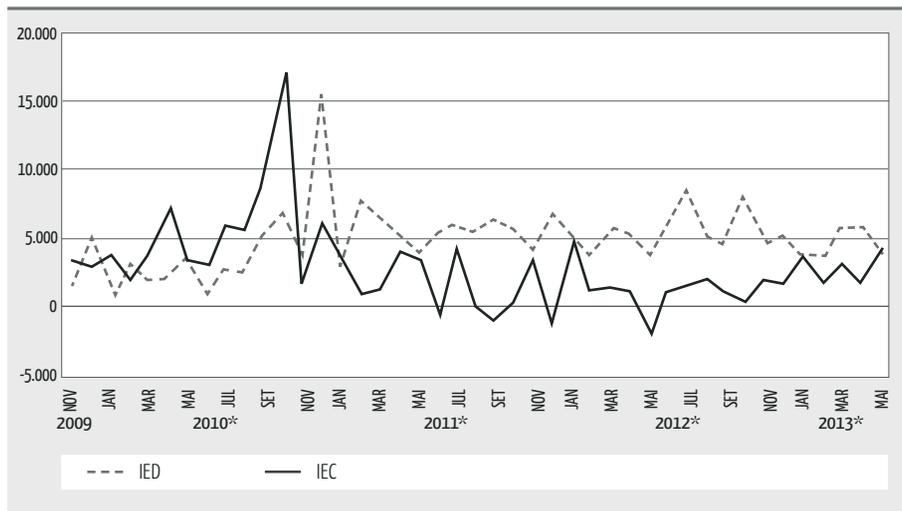
16. No primeiro semestre de 2008 e, depois no final de 2009, o governo já havia iniciado timidamente essa política.

17. O detalhamento das políticas do controle de capital no período considerado está apresentado em Corrêa, V.P. *et alii* (2012), sendo que também partimos desse trabalho para a discussão referente à problematização dos investimentos diretos no período.

18. Note-se que não estamos dizendo que são os mesmos capitais que saíram de IC e entraram via ID. A hipótese é a de que capitais com viés especulativos saíram. No caso dos ID, parte dos capitais que ingressaram tem o mesmo perfil.

**Gráfico 21****Investimento direto estrangeiro e investimento em carteira de estrangeiros**

Fluxos mensais em US\$ milhões



Fonte: Banco Central do Brasil – elaborado pelos autores.

Tal situação é possível porque a rubrica de “investimento direto” contém uma parte relacionada à aquisição/alienação de participação em capital acionário e créditos/amortizações de empréstimos intercompanhia. Nesse sentido, o formato do registro do capital como Investimento Estrangeiro Direto (IED) pode mascarar o perfil do capital ingressante. De fato, a exigência para registro como IED é sua participação mínima de 10% no capital social de uma empresa com direito a voto (aquisição/subscrição/aumento de capital). Dessa forma, nada impede, por exemplo, que a compra de uma participação de 11% em ações ordinárias através de IED seja facilmente liquidada em seguida, descaracterizando inteiramente o que aparentemente constituiria um compromisso empresarial de longo prazo<sup>19</sup>.

Outro movimento que pode acontecer é na ausência de fiscalização do destino desses recursos, após seu registro de entrada, haver 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 incidente sobre os ingressos dos investimentos em carteira.

19. Kregel (2004) levanta esta questão.

Um dos indícios dessa situação é que o aumento da velocidade de crescimento dos influxos do IED ocorreu logo após a adoção de medidas destinadas ao controle maior dos fluxos de capitais. Nesse sentido, abrimos mais estes dados para compreender melhor essa dinâmica, referente ao primeiro semestre de 2011, meses que sucedem as medidas de controle do final de 2010.

Uma primeira constatação é que o aumento dos níveis de IED líquido ocorreu, tanto através dos créditos dos empréstimos intercompanhias, quanto pelo ingresso da participação no capital (Tabela 5). No caso dos primeiros, nenhum tributo incidia, à época, sobre empréstimos superiores a dois anos, indicando-se que parte do crescimento desses recursos poderia indicar a existência de arbitragem regulatória<sup>20</sup>.

**Tabela 5**  
**Investimentos estrangeiros diretos**  
(em US\$ milhões)

Discriminação	1º semestre 2010	1º semestre 2011	Taxa de variação (%)
Entrada – Participação no capital	18.151	31.170	77
Saída – Participação no capital	5.895	6.343	8
Receitas dos Emps. Intercompanhia	7.912	17.310	119
Despesas dos Emps. Intercompanhia	8.072	10.660	32

Fonte: BACEN, elaborado por Corrêa et alii (2012).

**Tabela 6**  
**Investimentos estrangeiros diretos discriminação por faixa**  
(em US\$ milhões)

Discriminação	1º semestre 2010	1º semestre 2011	Taxa de var. (%)
Operações inferiores e iguais a US\$ 10 milhões	2.746	3.956	44
Operações entre US\$ 10 milhões e US\$ 20 milhões	1.280	1.687	32
Operações entre US\$20 milhões e US\$ 50 milhões	2.471	3.251	32
Operações entre US\$50 milhões e US\$ 100 milhões	1.777	3.391	91
Operações entre US\$100 milhões e US\$ 500 milhões	3.762	6.251	66
Operações entre US\$ 500 milhões e US\$1bilhão	1.372	4.563	233
Operações acima de US\$ 1 bilhão	4.743	9,071	91
<b>Total</b>	<b>18.151</b>	<b>32.170</b>	<b>77</b>

Fonte: BACEN, elaborado por Corrêa et alii (2012).

20. Em fevereiro de 2012 o governo brasileiro aumentou o prazo desses empréstimos de dois para três anos e logo em seguida para cinco anos, num reconhecimento da possibilidade de arbitragem regulatória através de empréstimos intercompanhia.

Quando à participação do capital, foram analisados os ingressos líquidos por volume. Observamos que as faixas de distribuição por valores que apresentaram maiores volumes de operações logo após a intensificação do IOF foram aquelas que registraram taxas mais pronunciadas de crescimento, destacando-se aquelas entre 500 milhões de dólares e 1 bilhão de dólares. Considerando-se o total dos capitais acima de 500 milhões de dólares, nota-se que por esta rubrica entraram 13,6 bilhões de dólares no primeiro semestre de 2011. No entanto, note-se que, paralelamente, as operações menores que 500 milhões de dólares também cresceram expressivamente, somando um total de 18,5 bilhões de dólares no mesmo período.

Na verdade, ocorreu um aumento expressivo dos ingressos, tanto nas maiores, quanto nas menores operações, observando-se que parte desse capital relativo a operações de maior porte também pode envolver a venda de ações em mercado para posterior compra de títulos de renda fixa internos.

Note-se que uma qualificação deve ser feita: grande parte do investimento direto que ingressou no país não esteve meramente vinculado à questão da arbitragem regulatória. A trajetória crescente dos investimentos diretos tem a ver com a lógica internacional desses fluxos, que aumentou seu direcionamento para economias emergentes (Unctad, 2006 e 2011) e com as melhores condições de oportunidades de investimentos oferecidas pelo Brasil. Tanto é verdade, que estes fluxos vinham crescendo desde 2004. Após uma desaceleração a partir do final de 2009, já vinham apresentando um retorno de crescimento desde março de 2010.

Assim, sem dúvida, é preciso considerar que, em parte, a trajetória mais rápida de crescimento teve a ver com a recuperação dos investimentos diretos, após a redução dos recursos relacionada à crise de *subprime*. Mesmo assim, o que salientamos é que os níveis de retomada se tornam mais expressivos após a adoção das políticas restritivas ao ingresso de investimentos em carteira, indicando a hipótese de que parte do crescimento esteve relacionada a movimentos de arbitragem regulatória.

A consideração é que não há nada que impeça a ocorrência de dois processos simultâneos na economia: grandes aportes de investimentos em ampliação de capital das empresas, voltados para a geração de lucros e dividendos futuros, e volumes crescentes de operações, objetivando ganhos especulativos mais imediatos. A nossa hipótese é a de que este último tipo de operação ocorreu especialmente no período em que se apresentou uma “quase renda” expressiva para os juros domésticos.

O ponto é que a política de controle de ingresso de capitais teve efeitos, mas, em parte, eles foram mascarados pela especificidade da contabilização

da conta de investimentos diretos. No entanto, a partir da queda dos juros no final de 2011 observamos a continuidade da redução dos investimentos em carteira e a estagnação do crescimento dos investimentos diretos.

### **Período segundo semestre de 2011 a 2013:**

#### **Desaceleração dos fluxos de investimentos em carteira**

A partir do segundo semestre de 2011 o ambiente externo se deteriorou, conforme já comentado na primeira parte deste capítulo e as contas nacionais indicavam a desaceleração dos investimentos. No que se refere à política macroeconômica, observamos que após 2011 houve, mais uma vez, uma mudança no *mix*, montando-se uma nova engrenagem. O intuito foi apoiar mais explicitamente o investimento privado, como fator importante para a retomada do crescimento, e ao longo de todo o ano ainda permaneceu a política fiscal restritiva.

O novo *mix* envolveu a articulação entre redução de juros e câmbio desvalorizado e a isto se agregou a adoção de desonerações fiscais à indústria e montagem de grandes projetos de infraestrutura, envolvendo parcerias público-privadas, conforme comentado no primeiro capítulo do livro.

Nesse contexto, a autoridade monetária passou a reduzir as taxas de juros domésticas a partir de setembro de 2011, além de ter revertido as medidas macroprudenciais. As condições para as aplicações financeiras no país, sem cobertura, pioram, pois o diferencial de juros cai (Gráfico 17) e a isto se soma o movimento de desvalorização da moeda nacional frente ao dólar, que começou a ocorrer a partir do segundo trimestre de 2012. Paralelamente, observa-se uma queda da “quase renda” (Gráfico 20), que envolve a aplicação com juros cobertos no país. Ou seja, além do controle de capitais, os estímulos adicionais de rentabilidade para as aplicações em títulos domésticos se reduziram.

A isto se somou a deterioração das condições das expectativas dos mercados financeiros internacionais, que ocorreram principalmente no ano de 2012, provocando reversões de aplicações direcionadas a países periféricos e uma piora do risco país dos mesmos. O período é de redução pronunciada dos fluxos de investimentos em carteira e isso teve relação com os fatores relatados acima e não com elementos de “falta de credibilidade” do país.

A queda dos investimentos em carteira teve importante peso na redução dos ingressos totais de recursos pela conta financeira (Gráfico 9)<sup>21</sup>, num momento em que o balanço de transações correntes se deteriorava. Como consequência, os *superávits* do balanço de pagamentos começaram a se reduzir,

21. Houve queda também de outros investimentos, mas a principal redução foi a dos investimentos em carteira, aqui analisados.

mas até 2012 ainda permaneciam em patamares superiores aos observados no interregno 2004-2006 (Gráfico 10).

Destaque-se que durante os anos de 2011 e 2012 os investimentos diretos foram suficientes para cobrir, sozinhos, o *déficit* de transações correntes, que permaneceram em patamares elevados durante o mesmo período. No entanto, é preciso considerar duas questões:

(i) Houve queda de seus valores logo após a redução das taxas de juros e do início da deterioração do câmbio. Provavelmente parte do capital especulativo, que havia entrado sob a rubrica de investimento direto para fugir dos controles, reverteu após a queda dos juros, como também ocorreu com os investimentos em carteira.

(ii) Durante o ano de 2012 houve uma recuperação desses fluxos, mas eles param de crescer a partir de então.

Do ponto de vista do perfil dos capitais que entraram no país, podemos dizer que houve uma melhoria nessa última fase, conforme ocorreu uma queda expressiva da participação dos investimentos em carteira, ao mesmo tempo em que os investimentos diretos ainda permaneceram elevados, de forma que o fechamento do balanço de pagamentos não ficou comprometido, pelo menos até meados de 2012. Aliás, essa queda teve reflexos sobre a conta serviços e rendas, que passou a remeter menos juros para o exterior, ainda que tenha aumentado a remessa de lucros. Paralelamente, outro ponto positivo foi o crescimento do crédito comercial a fornecedores durante o ano de 2012. Paralelamente, do lado dos empréstimos e financiamentos há uma certa estabilidade, ainda que em 2013 apareça uma redução desses recursos devido à amortizações.

No entanto, note-se que o crescimento do *déficit* de transações correntes em 2012 e 2013 foi se expandindo. Parte desse resultado deve-se ao próprio excesso de entrada de recursos no período anterior, que problematizou a conta serviços, por seu peso na necessidade de remessas de juros e lucros. De outro lado, tem a ver com a paulatina piora da balança comercial.

No ano de 2013 a situação se exacerbou e os resultados do balanço de pagamento pioraram, principalmente devido a duas questões: o aumento do *déficit* em transações correntes e a ocorrência de uma importante desvalorização cambial.

No primeiro caso, a deterioração deveu-se à piora da balança comercial, já comentada no início do capítulo. O aumento do *déficit* da conta petróleo foi um componente importante desse resultado e vimos que ele foi, em parte, conjuntural. Ainda assim, observa-se uma trajetória de piora, por causa da redução do *quantum* exportado do produto.

Outro componente foi o aumento das importações, devido a um início de recuperação econômica do país nos primeiros meses do referido ano.

Ele explicita o problema do perfil do crescimento da indústria nacional, que envolve e a importação de bens intermediários em paralelo às decisões de aumento da formação bruta de capital fixo. Nesse sentido, está ligado a um problema da estrutura produtiva brasileira.

De outro lado, a desvalorização cambial teve vinculação com um amplo movimento de realocação de investimentos internacionais, como reação ao anúncio, por parte do Federal Reserve (FED), da retirada gradual dos estímulos monetários que ocorreria no mesmo ano. Tal fato provocou rápida ordem de venda de papéis no mercado futuro de câmbio, gerando um movimento de desvalorização cambial. Esse processo afeta os demais fluxos, provocando a ação da autoridade monetária brasileira, via *swaps* cambiais e linhas de crédito em dólar, mas também provocando uma perda de reservas.

Esse acontecimento, na verdade, mostra a forma como as expectativas internacionais e mudanças conjunturais afetam rapidamente o câmbio no Brasil, pela reação rápida nos mercados futuros. Isto acaba tendo influência sobre o mercado a vista e não está relacionado com “falta de credibilidade” do país. O fato de a desvalorização observada no Brasil ter sido mais intensa do que em outros mercados periféricos tem relação com a liquidez e o aprofundamento do mercado futuro de divisas no país e com o próprio volume dos capitais ingressantes, especialmente aqueles com viés de curto prazo. Isto por que ocorrem vendas rápidas de ações e de títulos de renda fixa.

Nesse sentido, no que se refere aos acontecimentos relatados, não se pode dizer que a desvalorização cambial tenha sido consequência da piora da situação das transações correntes, ainda que isso possa ter aprofundado o movimento. De fato, a situação se acalmou quando o próprio FED desmentiu o anúncio e a partir do momento em que o Banco Central do Brasil anunciou um padrão de intervenções diárias.

### **Considerações sobre a dinâmica de conta financeira e a melhoria do passivo externo líquido**

Ainda que estejamos observando uma piora paulatina do balanço de transações correntes e do próprio balanço de pagamentos, o ponto que salientamos é que houve melhoria do perfil dos ativos e passivos externos explicitados na Posição Internacional de Investimento (PII) do país.

A análise desenvolvida acima nos mostrou que nos períodos 2004-2007 e 2008-2010 os investimentos em carteira e os investimentos diretos foram os principais ingressos de recursos pela conta financeira, sendo que os primeiros reverteram rapidamente com o aprofundamento da crise de *subprime* em 2008.

Paralelamente, vimos também que, logo após, já em 2009, ocorreu uma retomada rápida dos mesmos e os valores ingressantes aumentaram substancialmente. Relacionamos esse fato à política monetária norte-americana de *quantitative easing*, somada aos ganhos com os diferenciais entre os juros domésticos e externos e mostramos que, entre meados de 2010 e durante o ano de 2011, ocorreu uma atração extra, devido à existência de uma “quase renda” entre o diferencial de juros de títulos brasileiros no exterior e o diferencial de juros coberto de títulos negociados no Brasil. A partir daí, houve um período longo em que as aplicações em renda fixa e em ações no Brasil se tornaram superiores às aplicações no exterior.

Ademais, nas duas fases observamos o crescimento dos investimentos diretos, especialmente depois de 2010. Este fato está, sem dúvida, relacionado com as próprias condições de oportunidades de investimento internas ao país. No entanto, após 2010 há que se considerar também outros aspectos: em nível internacional há um maior direcionamento dos investimentos diretos para países periféricos e busca de lucratividade extra (Unctad, 2011); parte dos capitais ingressantes pela conta de investimentos diretos tem um perfil próximo ao dos investimentos em carteira. De qualquer forma, o aspecto principal é que uma grande proporção dessa rubrica se relaciona a capitais mais estáveis e o crescimento dela é positivo para o país.

Em termos gerais, é possível levantar aspectos positivos e negativos do novo perfil da conta financeira do balanço de pagamentos e em sua articulação com os movimentos do balanço de transações correntes. A seguir, levantamos alguns deles, a título de fechamento do texto e para apontar alguns caminhos para esse debate.

No que se refere aos fatores positivos, o destaque vai para a melhoria da posição internacional de investimento do país, por conta da maior participação dos investimentos em carteira e dos investimentos diretos nos fluxos de recursos de estrangeiros da conta financeira.

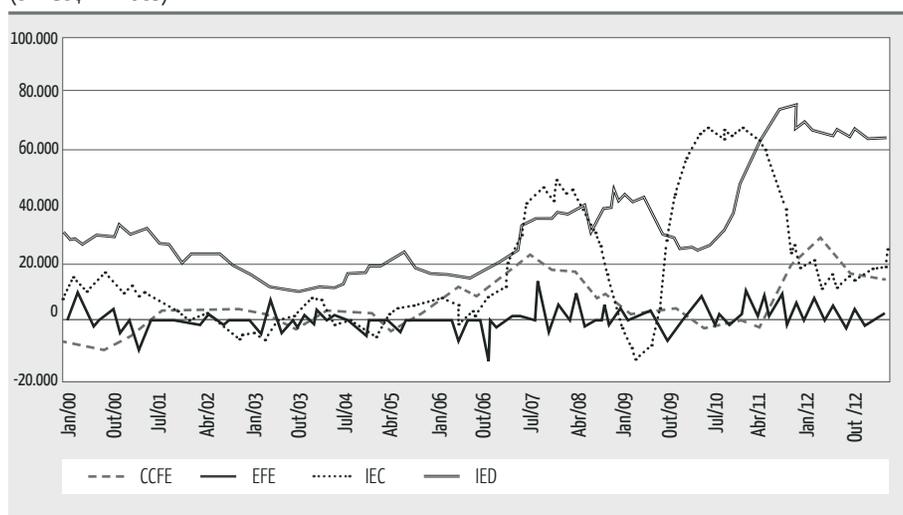
De fato, tendo em vista o movimento acima citado, assistimos a uma queda da dívida externa<sup>22</sup>. Isto tem a ver com a mudança do perfil do balanço

22. O balanço de pagamentos retrata as transações efetivas entre residentes e não residentes de uma economia num determinado período contábil e referem-se a conceitos de fluxo. Foi criado um balanço paralelo, ao qual se deu o nome em inglês de *International Investment Position* (Posição Internacional de Investimentos – PII). Ele é um balanço de estoques, cujo objetivo é apresentar, a cada ponto no tempo, o total de ativos e passivos financeiros externos de uma economia (envolvendo suas modificações por conta de variação cambial e variação de preço de títulos). De outro lado, outra questão importante é a diferença entre o conceito de “Passivo Externo Líquido” referente à PII e a “Dívida Externa Líquida”. Esta diferença se explica porque o conceito de Dívida Externa Bruta incorpora apenas três dos itens que compõem o conceito de Passivo Externo Bruto: os títulos de renda fixa emitidos no exterior, os créditos comerciais e os empréstimos obtidos no exterior. Ou seja, os Investimentos Estrangeiros Diretos, os Investimentos em Ações, os Títulos de Renda Fixa negociados no país, os Derivativos e os itens de Moeda e Depósitos não fazem parte do conceito de Dívida Bruta. Paralelamente, eles fazem parte do Passivo Externo (PII).

de pagamentos porque títulos negociados no Brasil não fazem parte dessa estatística, como também não o fazem os investimentos diretos, o movimento de derivativos e de moeda e depósitos. Ademais, os empréstimos bancários de estrangeiros (componentes da conta outros investimentos), que são dívidas em dólar, tiveram um peso bastante menor no total de recursos (Gráfico 22) captados, especialmente após 2008.

**Gráfico 22**

**ID de estrangeiros; IC de estrangeiros; crédito comercial a fornecedores e empréstimo de estrangeiros**  
(em US\$ milhões)

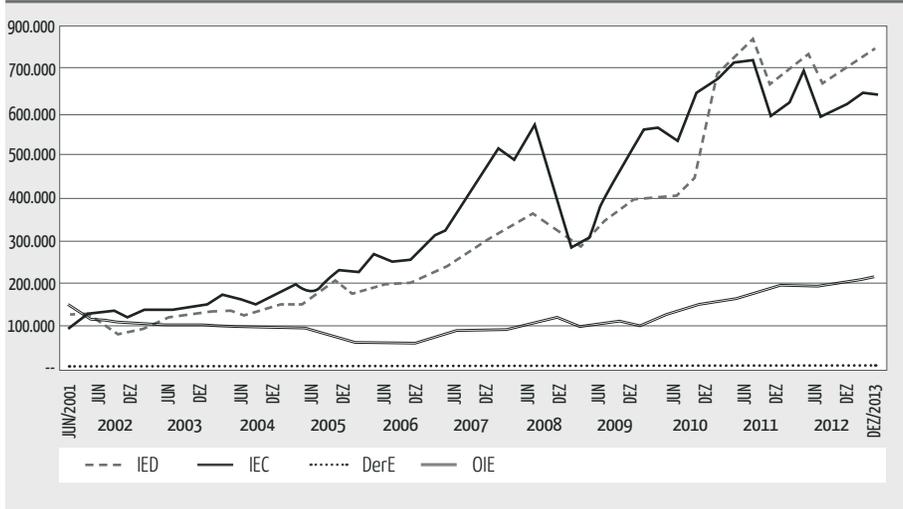


Fonte: BACEN. Elaboração dos autores.

Ou seja, a mudança da estrutura da conta financeira foi a de que parte do endividamento com estrangeiros se deu em moeda local, não sendo contabilizado como dívida externa e pagando juros em reais. Ademais, os investimentos diretos não são considerados como dívida e os lucros envolvidos também se dão na moeda nacional. Um fato adicional dessa melhoria é que os títulos da dívida interna do governo passaram por um processo de desdolarização.

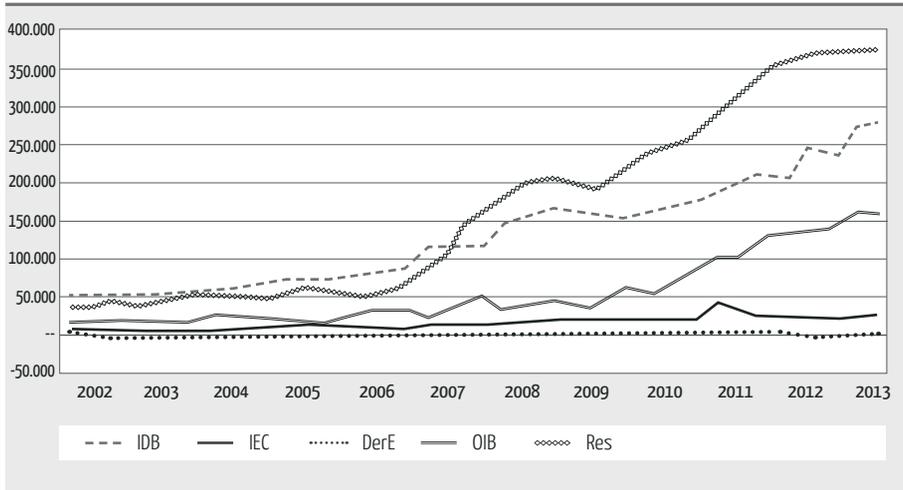
Assim, os impactos de remessas de juros e lucros sobre a conta serviços e rendas em momentos de instabilidade são menores. De fato, a desvalorização do câmbio que ocorre nesses momentos não incide sobre o valor dos pagamentos de juros em moeda local, o que, contrariamente, ocorre para os débitos efetuados em moeda estrangeira.

**Gráfico 23**  
**PII - Passivos**  
 (em US\$ milhões)



Fonte: BACEN. Elaboração dos autores.

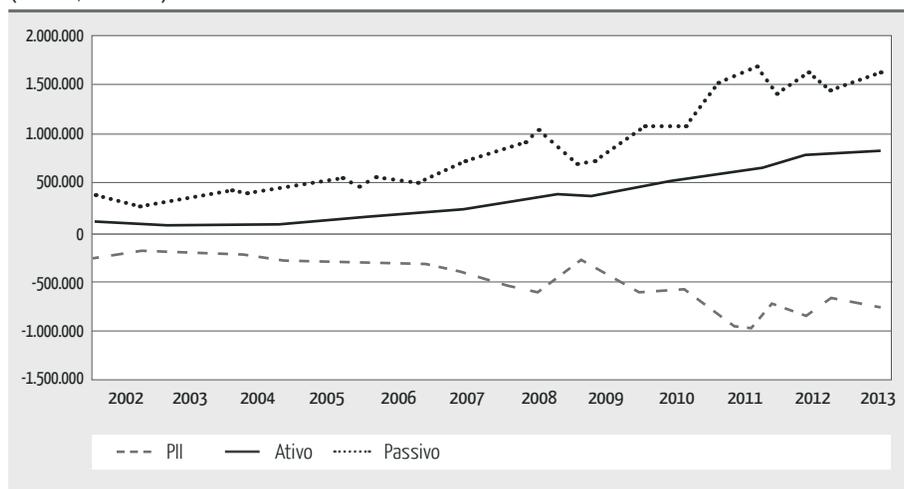
**Gráfico 24**  
**PII Ativos**  
 (em US\$ milhões)



Fonte: BACEN. Elaboração dos autores.

Gráfico 25

**PII Ativo e Passivo**  
(em US\$ milhões)



Fonte: BACEN. Elaboração dos autores.

Ademais, temos a entrada de recursos através da modalidade de investimentos que, teoricamente, são entradas mais estáveis. Mesmo que se considere o fato de que parte desses ingressos se faça através de compra de ações<sup>23</sup> e que parte possa envolver arbitragem regulatória, o fato concreto é que houve grande expansão nos investimentos e grande proporção deles está ligada a entradas efetivamente mais estáveis, pretendendo auferir ganhos pelas oportunidades de operação dessas empresas no Brasil.

Outra questão importante acerca da análise da Posição Internacional de Investimentos é a de que, no caso da composição dos ativos, houve um crescimento expressivo das reservas do país (Gráfico 24), que é um indicador de solvência. Ainda que os passivos líquidos tenham crescido, a desdolarização é um aspecto positivo da estrutura de obrigações do país para com o exterior.

### CONSIDERAÇÕES FINAIS

Analisando-se os dados apresentados quanto à dinâmica do balanço de pagamentos, levantamos algumas considerações finais, que servem para a abertura de discussões sobre a questão da restrição externa do modelo de

23. Que podem ser rapidamente vendidas em mercados secundários.

crescimento, especialmente após 2012, quando as condições da balança comercial pioram.

Uma primeira questão refere-se ao perfil da conta financeira no período de crescimento; o segundo aspecto diz respeito ao perfil e deterioração do balanço de transações correntes. A partir daí, abre-se a discussão referente às condições futuras de geração de divisas no caso de um movimento de retorno ao crescimento.

(i) No que se refere ao perfil da conta financeira, vimos que ocorreu um forte ingresso de capitais, mesmo quando o balanço de transações correntes se apresentava superavitário. Paralelamente, quando os *déficits* começaram, os valores ingressantes continuaram muito superiores a esses *déficits*, indicando um excesso de entrada de recursos, situação que permanece basicamente até 2012, com exceção do ano de 2009.

Conforme vimos, houve uma melhoria do perfil do passivo externo, especialmente pelo ingresso dos investimentos diretos, sobretudo após 2008. Esses, de fato, são ingressos de recursos mais estáveis, mas há que se considerar que parte deles pode ter o perfil de investimentos em carteira, por se tratar de compras de ações. Uma das mudanças importantes da conta financeira brasileira foi o crescimento do volume dos mesmos ao ponto de que, sozinhos poderiam ter financiado o *déficit* brasileiro em transações correntes.

No caso dos investimentos em carteira, também houve um forte ingresso, mas é preciso qualificar os impactos que podem ter sobre o país. Mesmo considerando o aspecto de que as aplicações de investimentos em carteira no país não são contabilizadas como dívida externa, destacamos a entrada excessiva desses recursos, que são capitais altamente voláteis, fortemente influenciados por fatores conjunturais. A discussão desenvolvida foi que esses resultados estão relacionados a condicionantes externos, mas os fatores internos também tiveram uma influência essencial.

No caso dos condicionantes externos, mostramos que a dinâmica dos fluxos ingressantes tem forte relação com o movimento dos mercados financeiros globais e são especialmente influenciados pela política monetária norteamericana. A isto, no entanto, se soma a rentabilidade paga pelos títulos domésticos negociados no exterior e, especialmente, dos lançados no Brasil. A ênfase vai para o fato de a política macroeconômica brasileira não ter domínio sobre os momentos de liquidez e fuga dos recursos, mas influenciar no perfil e no volume dos fluxos ingressantes:

■ primeiramente, ao articular altos juros e câmbio valorizado no período 2004-2011 atraiu elevado fluxo de capitais com viés de curto prazo, na busca de grande rentabilidade, mas querendo manter-se com alto grau de flexibilidade;

■ depois, ao mudar o *mix* da política e passando a relacionar juros cadentes, câmbio desvalorizado e controle de capitais após o final de 2011.

O que se observou foi que houve uma eficácia na relação entre juros mais baixos e controles de capitais, no sentido de se reduzirem os ingressos de investimentos em carteira. Assim, nos anos de 2011 e 2012 observamos que o financiamento dos *déficits* do balanço de pagamentos deu-se de forma mais virtuosa, tendo caído, expressivamente o ingresso dos investimentos em carteira.

A compreensão é a de que o perfil do crescimento adotado pelo país não trazia consigo a necessidade do volume de ingresso de capitais que ocorreu<sup>24</sup>, especialmente de investimentos em carteira. A especificidade da política macroeconômica, que preservou juros muito altos em momentos de valorização cambial, magnificou a entrada desses recursos.

Deve-se considerar que o processo de valorização do câmbio teve a contraface de ser um fator positivo para o controle da inflação e o efeito do aumento dos juros, sobre esta última deu-se pela via do canal de câmbio<sup>25</sup>. Mesmo assim, o volume dos capitais ingressantes também provocaria uma valorização inconcebível, caso o câmbio fosse deixado completamente flutuante.

O que se observou foi que, mesmo sem haver uma regra quanto à sua intervenção, o governo comprou sistematicamente o excesso de divisas, mantendo o câmbio num patamar compatível com sua avaliação relativa aos efeitos do mesmo sobre a inflação. Assim, é necessário destacar que a compra do capital excessivo, por parte do governo, se efetivou para segurar a valorização exacerbada do câmbio.

Se é verdade que tal processo permitiu a forte acumulação de reservas, que é um fator estabilizador para o país, de outro lado, o ônus dessa ação sobre as contas públicas é profundo. De fato, a compra dos dólares e a formação das reservas (um ativo para o país) envolve a formação de um passivo paralelo: emissão de base monetária e o lançamento de títulos públicos, para enxugar a expansão da base. Ocorre que estes últimos são títulos lançados no mercado doméstico, que pagam os juros do país (são em grande parte indexados à Selic), enquanto as reservas são aplicadas em títulos externos, rendendo muito menos.

Nesse sentido, o governo lança títulos de dívida para cobrir a diferença entre as obrigações de pagamento e recebimento, havendo um aumento da dívida bruta, totalmente relacionado à essa articulação. É por isso que a persistência dos juros altos e da atração de capitais, via elevado diferencial de

24. Ainda que se considere que a valorização do câmbio tenha tido papel na inflação e no nível do salário real, o ponto é que a magnitude do ingresso de capitais foi excessiva.

25. Fato que será mais detalhado no capítulo sobre inflação.

juros, provoca uma resistência à baixa da dívida bruta, que não tem nada a ver com excesso de gastos públicos.

Mesmo levando em conta que as aplicações em ações no país e em títulos de renda fixa no país não são endividamento externo e que são passivos em reais, isto não redime o fato de que esses ingressos são continuamente instáveis. Eles apresentam alta volatilidade e são afetados por movimentos conjunturais, fora do domínio do país e, mesmo quando os indicadores domésticos têm bons resultados. Nesse sentido, esses capitais têm um viés de curto prazo e seu peso na conta financeira aumentou no interregno 2004-2011, justamente quando grande parte dos mesmos era dispensável para o fechamento do balanço de pagamentos.

A adoção de controle de capitais e a posterior redução dos juros levou à saída de parte desses recursos do país, sem que isto tivesse qualquer relação com “falta de credibilidade”.

(ii) No que se refere ao resultado de transações correntes, a observação é que no início do processo de crescimento que se iniciou em 2004 e até o final de 2007 a situação foi de *superávit*, tendo em vista o vigor das exportações de produtos primários. No entanto, esses resultados foram se deteriorando, revertendo-se para uma situação de *déficits*. A nossa constatação é que a referida deterioração relacionou-se a dois movimentos.

O primeiro deles são os *déficits* de “serviços e rendas”, fortemente relacionados com o excesso de ingresso de recursos ao longo do período. Ou seja, a entrada de capitais tem como resultado o pagamento de juros e de remessas de lucros e, nesse sentido, mesmo a entrada de investimentos diretos provoca passivos pesados para o país.

Ainda é preciso comentar que relativamente ao item “serviços” observou-se um crescimento expressivo dos pagamentos de aluguéis de equipamentos e viagens internacionais. Esses componentes estão articulados ao perfil da evolução da estrutura produtiva do país, que apresentou “não transformações importantes”, magnificando o contrato de aluguéis de equipamentos quando o país cresce, ao invés da produção interna desses equipamentos.

Essa questão da estrutura produtiva também está no cerne do segundo elemento de desaceleração dos resultados de transações correntes e refere-se ao perfil e dinâmica da balança comercial. O ponto é que após 2008 houve um movimento paulatino de queda dos *superávits* dessa última e depois de 2012 os resultados começaram a apresentar uma evolução mais preocupante.

O que se observa é uma trajetória de queda das exportações e de aumento das importações, levando a uma tendência de queda nos saldos da balança comercial. De fato, as mudanças no cenário internacional afetaram as

exportações brasileiras, quer seja devido à redução da expansão do preço das *commodities*, quer seja pela situação frágil do crescimento mundial. Isto por que, tendo em vista o alto peso dos produtos primários e manufaturados ligados a recursos na pautas das exportações do país, essa nova conjuntura afeta rapidamente essas exportações.

Assim, o desempenho das exportações tem sido prejudicado por uma conjuntura menos favorável em termos de preços de *commodities*, mas a principal questão está ligada à problemática do *quantum* exportado. Um dos problemas centrais é o fato de estar estagnado há cerca de três anos<sup>26</sup> e especial problema se apresenta do lado do *quantum* de produtos manufaturados.

Paralelamente, ocorreu o movimento de aumento das importações, com uma estreita ligação das mesmas com o crescimento do país, pela via da demanda por produtos intermediários quando a indústria nacional se expande. Essa questão tem a ver com as já citadas “não transformações” da estrutura produtiva nacional. Aliás, deve-se comentar que o processo de desvalorização cambial ocorrido desde o final de 2011 e até 2013 não tem afetado rapidamente a exportação de produtos manufaturados. Na verdade, há que se considerar a questão das diferentes elasticidades à variação do câmbio – o que continuamente não é considerado nas análises que destacam o papel da desvalorização do câmbio sobre as decisões de investimento e exportação de manufaturados.

Feitas estas considerações, várias questões se apresentam em aberto e diferentes são os temas para a discussão em termos da restrição externa ao crescimento.

Em primeiro lugar, em relação à atração de recursos pela conta financeira, pela análise dos fluxos, não parece estar havendo uma efetiva reversão de recursos da conta financeira a partir de uma pretensa “desconfiança” do capital internacional para com o país. Então, vejamos:

No que se refere aos investimentos em carteira, a queda inicial desses fluxos em 2011 esteve relacionada à mudança do *mix* de política macroeconômica brasileira, por causa dos controles de capitais e, posteriormente, teve relação com a redução dos juros domésticos ao final do mesmo ano, o que se somou a uma conjuntura de problematização das expectativas internacionais, no segundo semestre de 2012. Em 2013 já se observa uma elevação dos fluxos, provavelmente devido à retirada de alguns dos controles de capitais que haviam sido implantados anteriormente. Outro comentário é que os níveis de

26. As cartas de conjuntura do Ipea do ano de 2013, levantam essa questão, apresentando esses dados de forma detalhada e chamando a atenção, especialmente, para a queda do *quantum* das exportações de petróleo.

investimento em carteira, mesmo em 2012 e em 2013 são muito superiores aos dos observados entre 2004 e 2006.

Os investimentos diretos apresentam um movimento de queda em 2013, mas ainda mantém-se em altos patamares e não se apresenta uma reversão internacional desses fluxos em seu direcionamento a países periféricos. Enquanto continuam existindo oportunidades de investimentos rentáveis no Brasil, é pouco provável que ocorra uma reversão.

Os empréstimos e financiamentos se mostravam estáveis, observando-se que a queda de 2013 está relacionada, especialmente, a processos de amortização de dívidas.

De forma geral, o período de 2004 a 2012, ainda que entrecortado pela reversão de recursos relativa à crise de *subprime* em 2008, foi de alta liquidez. A mesma se expandiu após 2006, com a queda dos juros dos Estados Unidos e também depois de 2009, por conta de política monetária norte-americana e pela política de *quantitative easing*.

A atração de investimentos em carteira e de empréstimos são fortemente influenciadas pela dinâmica de liquidez e a possibilidade de aumento da taxa de juros dos Estados Unidos pode reverter parte desses fluxos, como foi visto no episódio da volatilidade do câmbio provocada pelo anúncio do FED a este respeito em 2013. Ou seja, a possibilidade de reversão está mais relacionada a condicionantes externos, notando-se que está no *front* a possibilidade de aumento das taxas de juros dos Estados Unidos, que afetará o fluxo de investimentos em carteira.

Em segundo lugar, no que se refere à dinâmica da balança comercial, a nossa análise é que alguns acontecimentos futuros podem reverter, em parte, a deterioração da mesma:

- O retorno do crescimento mundial um pouco mais robusto, sendo que a China indica a continuidade de crescimento;
- A paulatina melhoria da conta petróleo, envolvendo as futuras explorações da base do pré-sal.

Ainda assim, é preciso considerar que as condições favoráveis do período 2004-2010 não se apresentam mais e que a situação internacional mudou. Ademais, outra questão central é que a balança comercial brasileira aprofundou seu desequilíbrio estrutural existente.

A nossa avaliação é que, a curto prazo, serão apresentadas dificuldades e a mudança do cenário mundial exige uma modificação no perfil de inserção internacional do país e da estrutura produtiva doméstica. Aliás, conforme comentado no Capítulo 1, o não avanço dessa estrutura foi uma das “não transformações” importantes do modelo de crescimento.

O que observamos foi o aprofundamento do desbalanceamento entre o perfil da estrutura de exportação e importação do país. De fato, do lado das exportações, o setor de *commodities* e manufaturados em recursos aumentou sua participação de forma exacerbada e, além do mais, o fez concentrando o peso em poucos produtos. Ou seja, o caminho foi o de continuar na trajetória de especialização em produtos de baixa intensidade tecnológica<sup>27</sup>, enquanto as importações seguiram o modelo inverso. Dessa forma, do lado das importações o peso ficou por conta dos bens intermediários e observa-se que grande parte das importações no período foram de bens de alta e média intensidades tecnológicas, produtos de maior dinamismo no mercado internacional, sugerindo uma assimetria competitiva entre o Brasil e os países desenvolvidos. Nessa situação, as condições externas do país estão fortemente relacionados à condições favoráveis na demanda externa.

Nesse contexto coloca-se que a questão da melhoria da balança comercial vai mais além do retorno, ou não, do crescimento mundial. Vai mais além, também, da existência de um câmbio competitivo para as exportações. A indicação é que há a necessidade de mudança do *mix* das exportações brasileiras, buscando-se novos mercados. A partir daí, são necessárias mudanças estruturais internas na base industrial<sup>28</sup>.

Ambas as questões envolvem o retorno dos investimentos e da liderança dos investimentos públicos, bem como a adoção de uma política industrial, que vai além de desonerações tributárias para fortalecer o lucro das empresas e, não necessariamente, leva a decisões de gasto produtivo em setores de maior conteúdo tecnológico.

Ou seja, do ponto de vista da problemática da balança comercial, há a possibilidade de uma melhoria, especialmente considerando-se as futuras possíveis exportações de petróleo, mas o problema do perfil da mesma é estrutural e precisa ser atacado.

27. Vide discussão de Coutinho, Hiratuka & Sabatini, (2007).

28. No âmbito deste livro não estamos efetuando detalhamentos teóricos mas, claramente, a base da discussão é estruturalista. Nesse sentido, quando trabalhamos com a questão do setor externo estamos articulados à discussão que trata dos modelos de "restrição externa". Há uma vasta literatura sobre a restrição externa ao crescimento econômico, que aponta a questão da demanda como fator central de constrangimento externo. Um dos pontos de partida dessa literatura são os trabalhos de Prebisch (2000), mostrando que a restrição externa de economias periféricas está ligada à existência de diferenças nas elasticidades da renda e da demanda de exportações e de importações. As exportações são o componente autônomo da demanda externa e são centrais para um crescimento sem constrangimentos externos. Na mesma linha, Kaldor (1994), McCombie e Thirlwal (1994) destacam o papel das exportações como elemento autônomo de demanda externa (Jayme Jr. e Resende, 2009).

De outro lado, no que se refere à atração de capitais, os investimentos diretos permanecem e os investimentos em carteira estão retornando com maior força, mas apresenta-se a possibilidade de mudança da política monetária norte-americana, que pode provocar efeitos sobre os investimentos em carteira. O ponto é que a volta da atração desses capitais em níveis mais altos pela oferta de um diferencial de juros maior não é o caminho para a problemática do financiamento dos *déficits* de transações correntes, uma vez que eles reverterão essa mudança de conjuntura, independentemente de o país apresentar, ou não, “bons fundamentos”. Ademais, os mesmos provocam uma armadilha sobre a conta serviços e rendas.

O movimento virtuoso de crescimento envolve a dinâmica positiva da balança comercial e, do lado da conta financeira, a continuidade do ingresso de investimentos diretos é um dos fatores importantes, por sua maior estabilidade. De outra parte, os investimentos em carteira não deveriam estar no centro da estratégia de financiamento dos *déficits* em transações correntes, especialmente se eles são atraídos a partir de um diferencial de juros excessivo.

Note-se, no entanto, que a engrenagem macroeconômica do país acaba levando à dinâmica de atração desses últimos uma vez que, mesmo em período de redução, os juros brasileiros estavam entre os maiores do mundo. A retomada do crescimento dos mesmos, em 2013, reforça a questão.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- BALASSA, B. Trade liberalization and ‘revealed’ comparative advantage. *The Manchester School*, v. XXXIII, n 2, p. 99-123, 1965.
- BIANCARELLI, A. M. *Uma nova realidade do setor externo brasileiro em meio à crise internacional*. Textos para Discussão n. 13. Campinas: RedeD, 2012.
- BIS. *Quarterly Review*, june. Basle: BIS ([www.bis.org](http://www.bis.org)), 2003.
- CARVALHO, V. R. Três ensaios sobre competitividade externa e desempenho econômico na década de 2000. Tese de Doutorado em Economia – Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade, Universidade de São Paulo, São Paulo, 2010.
- CONTRADE/UNCTAD. Disponível em: [www.comtrade.un.org](http://www.comtrade.un.org).
- CORRÊA. *Fluxos de capitais, volatilidade e vulnerabilidade externa – uma análise do caso brasileiro pós-abertura financeira*. Anais do X ENEP – Encontro Nacional da Sociedade Brasileira de Economia Política, 2005.

- CORRÊA, V. P. A estrutura de financiamento brasileira e a oferta de financiamento de longo prazo ao investimento. Campinas: Tese de doutorado em Teoria Econômica apresentada ao IE/Unicamp, 1996.
- CORRÊA, V. P.; dos Santos, C. H.; ALMEIDA FILHO, N. *Mudanças estruturais no Brasil – avanços e limites*. Anais do VI Encontro Internacional da Associação Keynesiana brasileira, 2012.
- CORRÊA, V.P.; BRAGA J. M.; R. C. SILVA & MESSENERG, R. P. *Instability of capital inflows and financial assets returns in the brazilian economy*. In: AFEP / AHE / IIPPE Conference 2012, Paris.
- COUTINHO, L.; HIRATUKA, C.; SABBATINI, R. *O desafio da construção de uma inserção externa dinamizadora*. Texto produzido para o Seminário Brasil em Desenvolvimento, set. 2003. Disponível em: <[www.ie.ufrj.br/desenvolvimento/papers.php](http://www.ie.ufrj.br/desenvolvimento/papers.php)>, 2007.
- FAGERBERG, J. *International competitiveness*, Economic Journal, 98, p. 355-374, 1988.
- GONÇALVES, R. *Globalização financeira, liberalização cambial e vulnerabilidade externa da economia brasileira*, in: BAUMAN R. (Org.), O Brasil e a economia global. Rio de Janeiro: Campus, 1996.
- GRIFFITH JONES, S. *The context for capital account liberalization; where goes the international financial system ?*Institute of Development Studies – University of Sussex (mimeo), 2003.
- GRIFFITH-JONES, S. *How to protect developing countries from volatility of capital flows?* Anais do Seminário Internacional: Modelos e políticas de desenvolvimento: tribute a Aníbal Pinto. Rio de Janeiro, BNDES/Cepal, 1998.
- IEDI. *A volta do endividamento externo*. Carta IEDI n. 434, 2010.
- IEDI. *A balança comercial na indústria de transformação: Deterioração nas quatro faixas de intensidade tecnológica*. Carta IEDI n. 532, 2012.
- IMF – Regional economic outlook: Asia and Pacific. World economic and financial surveys. Washington, DC, set., 2006.
- IMF – World economic outlook. Rebalancing growth. Washington, DC, april, 2010.
- IMF Global financial stability report: Market developments and issues. Washington, DC: IMF, april, 2004.

- JAYME Jr, F. G. & RESENDE, M. F. C. Crescimento econômico e restrição externa: teoria e a experiência brasileira, in: MICHEL, R. & CARVALHO, L. (Orgs.), Setor externo, crescimento e inflação. Rio de Janeiro: Ipea, 2009.
- KALDOR, N. *Causes of the slow rate of economic growth of the United Kingdom*. In: KING, J. E. Economic growth in theory and practice: a Kaldorian perspective. Cambridge: Edward Elgar, 1994.
- KREGEL, J. *Riscos e implicações da globalização financeira para a autonomia de políticas nacionais*, in: FERRARI FILHO, F. de PAULA, L. F., (Orgs.) Globalização financeira. Petrópolis: Vozes, 2004.
- KRUGMAN, P. *Differences in income elasticities and trends in a real exchange rates*. European Economic Review, v. 33, p. 1031-54, 1989.
- LALL, S. *The technological structure and performance of developing country manufactured exports, 1985 – 1998*. Working paper number 44. QEH Working Paper Series, 2000.
- MCCOMBIE, J. S. L. & THIRLWALL, A. P. Economic growth and the balance-of-payments constraints. New York: ST. Martin's Press, 1994.
- MUNHOZ, V. C. Vals & CORRÊA, V. P. Volatilidade dos fluxos financeiros no Brasil: uma análise empírica por meio do modelo ARCH, *Revista Análise Econômica*, v. 27, n. 52, 2009.
- NEGRI, F. D.; ALVARENGA, G. V. *A primarização da pauta de exportações no Brasil: Ainda um dilema*. Radar Tecnologia, Produção e Comércio Exterior, abril 2011.
- NEGRI, F. D.; PASSOS, M. C. A. *Crise e o padrão de especialização comercial brasileira*. Radar Tecnologia, Produção e Comércio Exterior, junho 2009.
- OCAMPO. *International asymmetries and the design of the international financial system*. Series temas de coyuntura n. 15. Santiago: Cepal, 2001.
- PRATES D. M. *A gestão dos fluxos de capitais na América Latina nos anos 90*. Campinas: Leituras de Economia Política – LEP, v. 4, 1997.
- PRATES, D. *As assimetrias do sistema monetário e financeiro internacional*. Revista de Economia Contemporânea 9(2), 2005.
- PRATES, D. *How to evaluate financial regulation of Brazil*. Campinas: IE/Unicamp, mimeo., 2012.

- PREBISCH, R. O. *Desenvolvimento da economia da América Latina e alguns de seus problemas principais*. In: BIELSCHOWSKY, R. (Org.). *Cinquenta anos de pensamento na Cepal*. Rio de Janeiro: Record, 2000.
- ROSSI, P. *Taxa de câmbio no Brasil: dinâmicas da especulação e da arbitragem*. Campinas: Unicamp, Instituto de Economia (Tese de Doutorado em Economia), 2012.
- UNCTAD. *Trade and development report: Regional cooperation for development*. New York and Geneva: United Nations, 2007.
- UNCTAD. *Trade and development report: Price formation in financialized commodity markets: the role of information*. New York and Geneva: United Nations, 2011.
- UNCTAD. *Trade and development report: Policies for inclusive and balanced growth*. New York and Geneva: United Nations, 2012.
- UNCTAD. *World Investment Report 2008: Transnational corporations and the infrastructure challenge*, 2008.
- VIOLA, A. P. et alii. *Impactos dos SWAPS cambiais na curva de cupom cambial: uma análise segundo a regressão de componentes principais*. Trabalho para Discussão 198. Brasília: Banco Central do Brasil, 2009.



## CAPÍTULO 3

# TAXA DE JUROS, TAXA DE CÂMBIO E INFLAÇÃO NO PERÍODO DO SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL

 *Projetos*  
para o Brasil



RICARDO SUMMA E JULIA BRAGA

**TAXA DE JUROS, TAXA DE CÂMBIO E INFLAÇÃO NO PERÍODO DO SISTEMA DE METAS DE INFLAÇÃO NO BRASIL****INTRODUÇÃO**

No primeiro capítulo do livro foi apresentada a análise acerca das características do modelo de crescimento brasileiro, que se observou especialmente após 2004. Estabeleceu-se também uma relação entre esse modelo e o perfil da política macroeconômica brasileira. Como vimos, no período considerado, esta centrou-se na articulação entre o sistema de metas de inflação, uma política fiscal garantidora da observância de metas de *superávits* primários e da política de câmbio flutuante, ainda que com intervenções.

Uma das questões levantadas até o momento é que a política de controle da inflação foi continuamente defendida como um elemento essencial do arranjo macroeconômico e a manutenção da inflação, no intervalo das metas estabelecidas, foi sempre monitorada pelos condutores da política monetária, através do ajuste dos juros.

A inflação de demanda esteve sempre no centro da explicação para o movimento dos juros, justificando seus patamares e a aceleração do crescimento deles, mesmo quando o cenário internacional apresentava forte movimento de desaceleração.

Contrariamente a esse diagnóstico, o ponto que queremos tratar neste capítulo refere-se à especificidade da inflação brasileira, que é fortemente afetada por fatores de custos e por formas particulares de formação de preço. No contexto desses aspectos é que analisaremos o funcionamento do Sistema de Metas de Inflação (SMI), destacando que o aumento dos juros teve efeitos pelo canal de câmbio.

Para abordar essas questões, a primeira seção tratará da relação entre inflação e SMI, sendo que são destacados fatores que influem fortemente sobre a mesma e que não são resultantes de pressão de demanda. Na segunda seção

destacamos a relação entre taxa de câmbio e taxa de juros, para retomar o argumento de que o nível dos juros afeta o câmbio e através desse canal afeta a inflação. Por fim, a terceira seção agrega os argumentos inicialmente apresentados para analisar o comportamento do SMI no Brasil. Nesses termos, esta última seção é conclusiva, ao apresentar os principais pontos levantados pelo capítulo e por indicar um dos debates atuais que consideramos importante.

Um comentário adicional referente ao capítulo é que, tendo em vista o escopo do livro, não entraremos em considerações teóricas, sendo apresentados dados elucidativos dos pontos que queremos enfatizar. Paralelamente, também não serão detalhados os estudos econométricos efetuados pelos autores acerca do tema em questão, ainda que os mesmos sejam citados ao longo das argumentações.

## INFLAÇÃO E O SMI NO BRASIL

O Sistema de Metas de Inflação no Brasil foi instituído em meados de 1999 e estabelece que a autoridade monetária deve perseguir um único objetivo: o controle da inflação, dentro de um intervalo pré-definido no ano calendário. No Brasil, a meta de inflação não foi atingida nos anos de 2001 a 2003, como mostrado na Figura 1 (e foi atingida em 1999 e 2004 apenas depois de haver uma revisão da meta durante o ano). Desde 2004 o governo tem mantido a inflação dentro da meta com sucesso, ainda que nos últimos anos, de 2010 a 2012, ela tenha se situado mais próxima do teto da meta de 6,5% (assim como no ano turbulento de 2008).

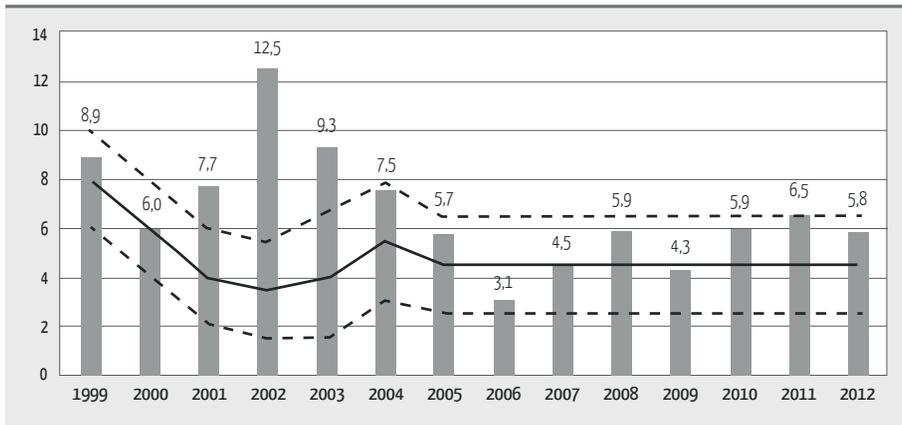
Partindo-se destes dados, o nosso intuito é analisar o desempenho do Sistema de Metas Inflacionárias (doravante SMI) brasileiro. O ponto central da análise é que, por uma série de razões, a taxa de inflação no Brasil não parece ter uma relação regular e definida com pressões da demanda agregada e a tendência da inflação parece estar ligada a fatores de custo. É importante notar que estamos falando que o *nível* de inflação não é muito afetado pelas pressões de demanda, e não a *aceleração* da inflação<sup>1</sup>.

1. De fato, durante o período considerado, no Brasil a inércia estimada e/ou os coeficientes de expectativas inflacionários não somam um. Braga (2011) estima que cerca de 70% a 80% das variações mensais da inflação são passadas de um período ao outro, indicando um processo de autoalimentação parcial da inflação. Coeficientes menores que a unidade, porém, não justificam a adoção de modelos aceleracionistas da Curva de Phillips para a inflação brasileira. Ver Serrano (2007) para uma análise teórica simples das principais propriedades da curva de Phillips e a resenha crítica de Summa (2011) para a evidência de não neutralidade na literatura econométrica brasileira. Dessa forma, mesmo que as pressões de demanda tenham algum efeito particular, deve ser sobre o nível de preços, ao invés da taxa de variação desses, como requerido pelas hipóteses de neutralidade. Dessa forma, os receios de uma aceleração contínua da inflação não têm respaldo de estimativas econométricas da inflação agregada. Summa e Braga (2013) encontram a mesma evidência para a inflação dos bens industriais, alimentos e preços monitorados, porém não rejeitam a hipótese de que os serviços têm uma inércia mais forte, talvez com coeficiente igual a um.

Figura 1

## Taxa de inflação e meta de inflação

Brasil, 1999 - 2012

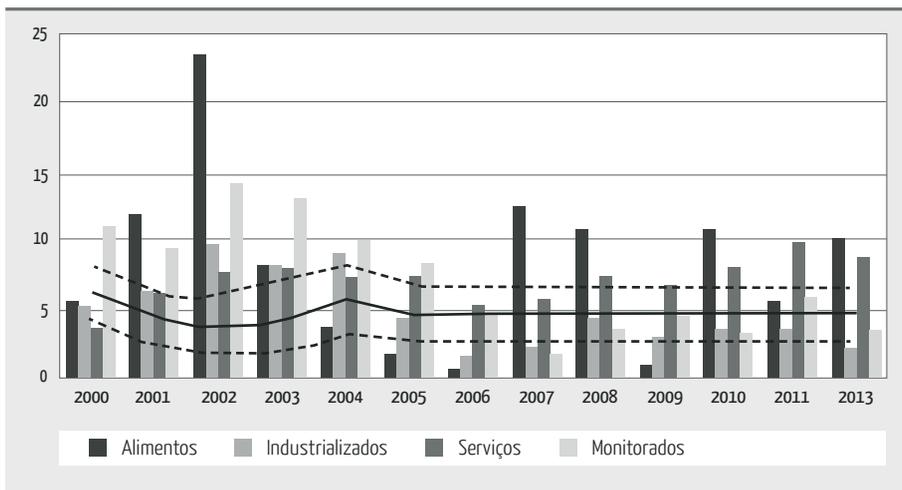


Fonte: IBGE; BCB.

Figura 2

## Taxa de inflação (desagregada) e meta de inflação

2002 - 2013



Fonte: BACEN. Elaboração dos autores.

## A relação entre demanda e inflação no Brasil

Para ser breve, iremos expor rapidamente quatro motivos complementares para o comentário anterior.

Primeiro, existe um grande número de preços “monitorados” para serviços públicos e serviços privados de utilidade pública, muitos dos quais, apesar de serem *non-tradables*, são indexados contratualmente por um índice de preços em particular, que é fortemente afetado pela taxa de câmbio.

Segundo, no caso dos bens *tradables*, principalmente alimentos e bens industriais, o Brasil é uma economia cada vez mais aberta na qual os produtores são, na grande maioria, *price takers* em relação ao preço mundial em dólares, que são exógenos em relação ao nível de atividade da economia brasileira.

Um terceiro motivo é que existe evidência de *markups* anticíclicos, para o caso de bens industriais, que aumentam quando a taxa de juros sobe, uma vez que aumentam os custos financeiros e de oportunidade do capital<sup>2</sup>.

O quarto e último motivo é que a taxa de crescimento dos salários nominais médios e dos trabalhadores foi bem moderada de 1999 a 2004, porém aumentou a partir de 2005, exibindo um caráter levemente pró-cíclico.

Quanto ao quarto motivo, isso não levou a um aumento via pressão de custo para os bens industriais e alimentos, por estes contarem com uma grande proporção de bens *tradables* (como discutido antes) e pelo comportamento da produtividade ser fortemente pró-cíclico, sobretudo na indústria. De um lado, as pressões foram arrefecidas no período em que a produtividade da indústria cresceu até 2010 e, de outro lado, não teve o efeito de aumentar a pressão de custo a partir de 2011, justamente pelo caráter *tradable* dos bens industriais.

A inflação de serviços parece ser a única sensível à demanda agregada em um sentido mais estrutural, e não conjuntural, em que taxas de desemprego persistentemente mais baixas estão associadas à inflação de serviços em um nível mais alto (Summa e Braga, 2013), como discutiremos em detalhes em subseção apresentada mais à frente. Por todos esses motivos, a especificidade da economia brasileira no período tratado é que a taxa de inflação agregada não é muito afetada pelo grau de utilização da capacidade instalada ou pela taxa de desemprego, pelo menos de maneira sistemática<sup>3</sup>.

2. Braga (2010) confirmou esses resultados econometricamente para o período de 1999 a 2008 e, em Summa e Braga (2013) é demonstrado que esse resultado é robusto principalmente para os bens industriais. Essa interpretação e evidência está resumida em Serrano (2010) e Serrano & Ferreira (2010). O modelo teórico formal é encontrado em Summa (2012).

3. As evidências mostram que os aumentos na renda e na atividade econômica estimulam e elevam mais que proporcionalmente o investimento privado no país (LUPORINI; ALVES, 2007). Além disso, num cenário de demanda aquecida, parte dela pode ser atendida por importações. Para Braga (2011) a demanda se faz sentir de forma indireta através do impacto sobre o poder de barganha dos trabalhadores. As estimativas para a década de 2000 apontam que os salários tiveram comportamento pró-cíclico: para cada diminuição de um ponto percentual da taxa de desemprego, considerados constantes todos os outros fatores que afetam os salários, há um aumento de 0,23 ponto percentual dos salários nominais. A implicação é que medidas de contenção de demanda, tudo mais constante, podem ter o efeito perverso de frear a expansão dos salários, contendo um viés pela resolução do conflito distributivo desfavoravelmente aos salários e pró-lucros. Em Summa e Braga (2013), apenas a inflação de serviços se mostrou sensível a taxa de desemprego.

Estimativas desagregadas por grupos do Índice de Preço ao Consumidor Amplo (IPCA) indicam que a demanda (dentre o câmbio, o preço das *commodities*, as expectativas inflacionárias e a inércia inflacionária) é a variável que tem menor relevância na explicação da inflação (Martinez; Cerqueira, 2011). Nas equações estimadas em Braga (2011) para a inflação ao consumidor, não foi encontrado suporte econométrico para a existência de inflação de demanda na década de 2000. Nenhum dos indicadores de excesso de demanda se mostrou estatisticamente significativo na equação de inflação ao consumidor agregada nem nas estimativas desagregadas para bens de consumo duráveis, não duráveis e semiduráveis e nem mesmo para o caso dos serviços cujos preços não são administrados na esfera pública.

Isso significa que, a despeito do tipo de teoria que os analistas ou mesmo os *policy makers* acreditam, e mesmo que haja um (discutível) sucesso em prever e controlar o crescimento da demanda agregada relativo ao da capacidade produtiva, no fim das contas, a tendência efetiva da inflação no Brasil depende bastante das pressões de custo, quais sejam: dos preços dos bens importados e exportáveis em dólares e da taxa de câmbio nominal; das mudanças nas regras dos preços monitorados; do impacto do rápido crescimento do salário-mínimo (em termos nominais e reais) sobre alguns setores *non tradables* e intensivos em trabalho<sup>4</sup>.

Isto posto, estes aspectos serão tratados a seguir.

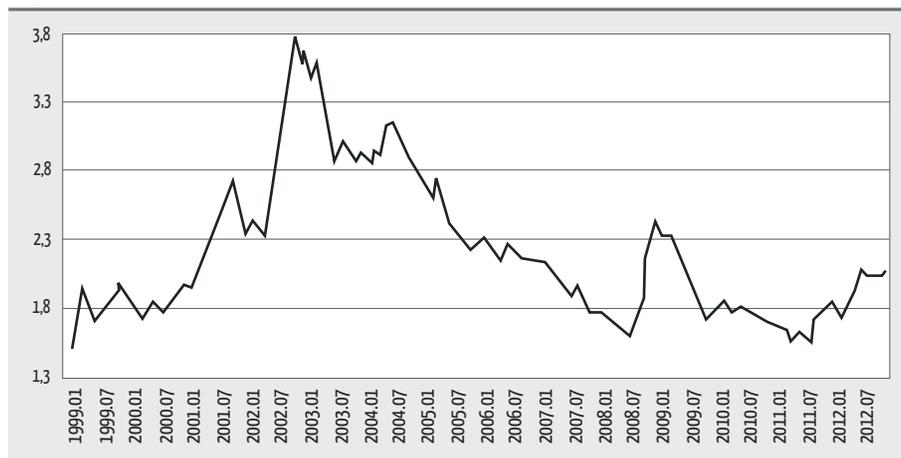
### **Inflação, taxa de câmbio nominal e inflação “importada”**

A taxa de câmbio é uma variável estruturante da inflação brasileira. Seu papel é tão importante que sempre é levada em consideração em qualquer trabalho teórico ou empírico que se propõe a analisar a inflação brasileira, sendo este praticamente um consenso entre economistas das mais diferentes linhas teóricas. Para ter-se ideia, Bastos e Braga (2010) apontaram que de 1999 a 2008, tudo o mais constante, um aumento médio de 10% na taxa de câmbio levou a um aumento de um ponto percentual da inflação ao consumidor.

Quando olhamos para a evolução da taxa de câmbio nominal no Brasil (Figura 2), podemos ver que existe uma tendência de desvalorização para os anos de 1999 a 2003, tendência para uma apreciação quase contínua até meados de 2011 (subitamente interrompida pela forte desvalorização no ano turbulento de 2008, porém foi rapidamente revertida logo em seguida) e depois uma tendência de desvalorização até o fim de 2012.

4. Para o último efeito ver Martinez & Cerqueira (2010), Serrano (2010) e Martinez e Braga (2012).

**Figura 3**  
**Taxa de câmbio nominal**  
 1999 a 2012



Fonte: IPEADATA.

Comparando as Figuras 1 e 3, podemos notar que em quase todos os anos em que a meta inflacionária foi atingida (2000, 2005, 2006, 2007, 2009) houve uma considerável apreciação nominal do real. Nos anos em que houve pequena valorização ou desvalorização a inflação ficou muito próxima do teto da meta (2008, 2010 a 2012) e, em períodos de forte desvalorização a inflação ficou fora da meta (1999, 2001-2003).<sup>5</sup>

Outra variável importante na determinação da inflação é o preço dos produtos importados e exportáveis pelo Brasil. Essa variável, juntamente à taxa de câmbio, determina uma ‘inflação importada’ pelo Brasil que pode ser considerada em grande medida exógena na determinação dos preços finais.

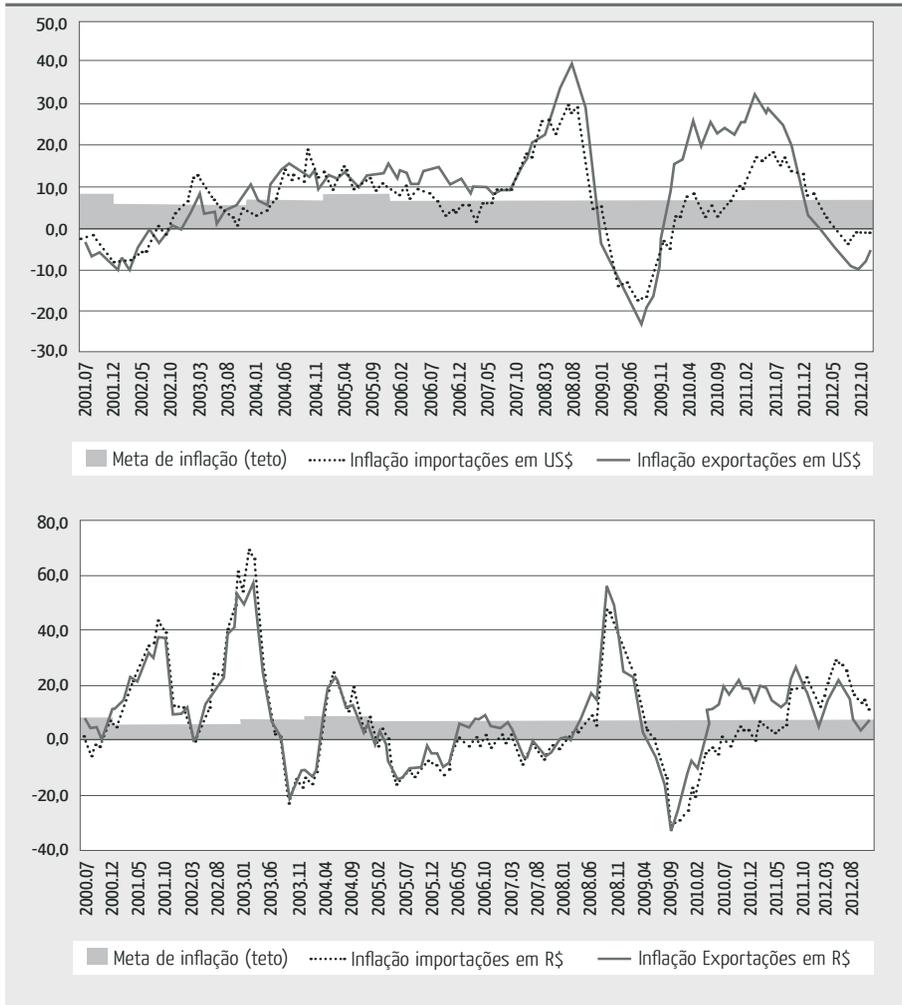
A consideração é que essas duas variáveis foram as determinantes principais da inflação brasileira na última década, no sentido de serem as influências mais importantes, tanto dos movimentos de alta como de queda da inflação, e que são altamente significativas em qualquer estimação da inflação, a partir de diferentes métodos econométricos e para diferentes períodos de tempo (ver Braga, 2011).

Esse fato é confirmado em um estudo da inflação desagregada por Summa e Braga (2013). Olhando os dados mais detalhados da inflação brasileira, foi demonstrado que, para o período 2000-2012, a variação da taxa de câmbio

5. Sobre o efeito da valorização cambial para controlar a inflação, ver também Barbosa-Filho (2007).

Figura 4

### Inflação dos bens importados e exportáveis em US\$ e R\$ (em %)



Fonte: FUNCEX, BCB.

nominal e a inflação “importada” em US\$, em conjunto, afetam todos os itens desagregados da inflação, ao afetar diretamente os preços monitorados, dos produtos industriais e agrícolas *tradables*. Além disso, há também o efeito indireto sob o custo dos bens *non tradables*, inclusive serviços – grupo que inclui o item “alimentação fora de casa”, bastante sensível ao custo dos alimentos.

A Figura 4 ilustra bem isso. A inflação dos produtos brasileiros importados e dos exportáveis em dólares foi baixa ou negativa de 2000 a 2003, quando passou a um patamar alto e positivo até o pico em 2008. Esses preços caíram rapidamente até início de 2009, quando passam a crescer novamente até meados de 2011, reverterem e levam, inclusive, a uma deflação em US\$ em 2012. Tendo em vista esses fatos, notamos que desde 2010 a inflação em reais dos produtos exportados e/ou importados aumenta acima do centro da meta de inflação, mesmo com a valorização da taxa de câmbio ocorrida em 2010 até meados de 2011.

Durante todo o período de rápido crescimento dos preços internacionais das *commodities*, após 2003, parece claro que a tendência de contínua apreciação da taxa de câmbio nominal foi crucial para o funcionamento do Sistema de Metas de Inflação no Brasil. Como pode ser visto na Figura 4, que mostra a evolução da inflação dos bens importados e exportáveis medidos em dólares e em reais, a apreciação nominal do real transforma uma série de choques negativos de oferta depois de 2003 em uma sequência de choques (de certa forma) positivos em moeda local até 2008.

É importante notar que os choques de custo negativos, seja devido a uma desvalorização nominal ou aumentos nos preços em dólares dos importados e exportáveis, aconteceram justamente nos anos em que a meta de inflação não foi atingida (ou mal atingida como em 1999, 2008, 2010 a 2012).

No final de 2011, a rápida queda dos preços internacionais das *commodities* é suficiente, apesar da desvalorização cambial de 8,5%, para que a inflação termine exatamente no limite superior da meta 6,5%. Em 2012, o preço das *commodities* em dólares diminui 2,5%, porém a desvalorização de 13,5% da taxa de câmbio nominal ajuda a manter o choque externo e a inflação do IPCA fica em 5,85%.

### **Preços monitorados e mudanças institucionais e de políticas do governo**

Na Figura 5 é possível ver a evolução do nível de três índices de preços desde o começo de 1999: o IPCA, que é o índice de preço utilizado para a meta inflacionária perseguida pelo Banco Central (BC); o Índice de Preços Monitorados e o IGP-M, que é utilizado na maioria dos contratos de reajuste dos preços monitorados.

Na mesma Figura, nota-se que até meados de 2005 o Índice de Preços Monitorados parecia, no agregado, acompanhar bem de perto o IGP-M (esse índice é afetado pelos preços do atacado e dos produtores, e assim por preços *tradables*) e avançar mais rápido que o IPCA, amplificando os efeitos inflacio-

nários das flutuações dos preços internacionais das *commodities* em dólares e da taxa de câmbio nominal.

É possível notar também que, após meados de 2005, existe um descolamento entre os dois últimos índices e o primeiro. Além disso, o Índice de Preços Monitorados cresce mais rápido que o IGP-M por um momento (até metade de 2006). Depois, há uma inversão e passa a crescer, em geral, mais devagar do que o IGP-M.

Essa tendência parece ser o resultado de uma série de alterações contratuais ocorridas em 2005 e 2006 nos mecanismos de indexação de alguns preços administrados ou monitorados, principalmente nos setores de telefonia e energia elétrica<sup>6</sup> e na política de reajuste de preços da Petrobras, aliada à tributação sobre os preços finais dos combustíveis<sup>7</sup>.

Essas mudanças nas regras dos preços foram interpretadas por Martinez e Cerqueira (2011) como uma alteração em um componente “estrutural” desses preços. Os autores concluem que após 2006 os preços monitorados tiveram redução no patamar, na inércia e/ou na volatilidade. Braga (2011) e Summa e Braga (2013) encontram resultado semelhante, mostrando que essa redução de patamar não foi causada somente pela valorização cambial ocorrida no período, mas também pelas medidas adotadas pelo governo de alteração nas regras do jogo, sugerindo a eficácia de políticas não monetárias de combate à inflação.

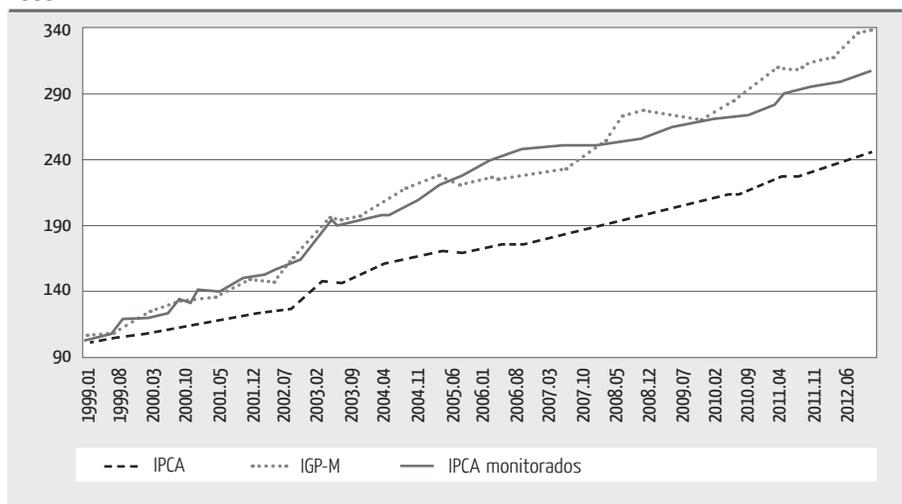
Como pode ser observado na Figura 5, a inflação dos monitorados ficou *acima do teto da meta* durante todos os anos até 2005 e, *abaixo ou muito próximo ao centro da meta* de 2006-2012. Dessa maneira, é claro que após 2006 o grau de indexação dos preços monitorados, em geral, e com relação aos preços importados, em particular, reduziu, e as margens de lucro de monopólio desses setores parecem ter decrescido (ou pelo menos pararam de crescer)<sup>8</sup>.

6. A ministra brasileira de Minas e Energia, em 2004, era Dilma Rousseff.

7. Ver Martinez e Cerqueira (2011) e Braga e Martinez (2012) para os detalhes dos preços monitorados.

8. Como os preços monitorados correspondem a diversos serviços essenciais para os trabalhadores, além de importante componente de custo de produção da indústria, serviços e agricultura, é importante notar que esse é um componente importante para a questão da distribuição de renda.

**Figura 5**  
Índices de preços brasileiros  
1999 - 2012



Fonte: IBGE e FGV.

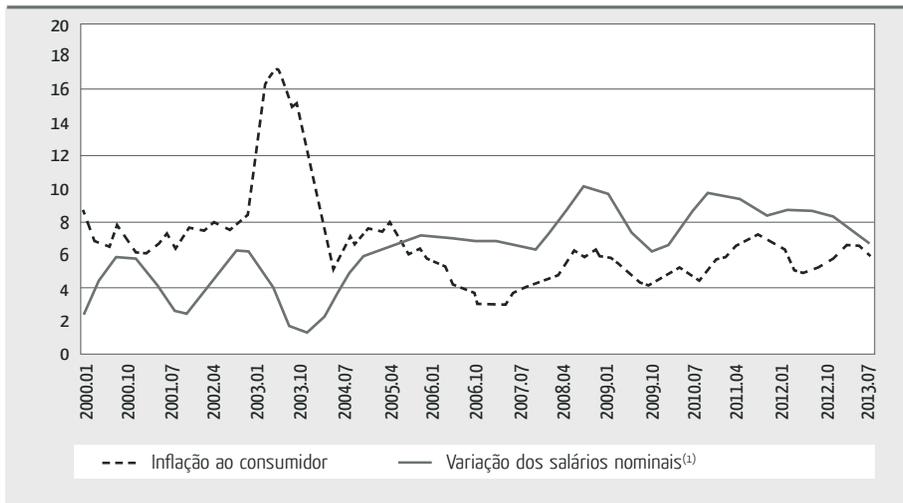
### Salários nominais, salário-mínimo e produtividade

Os efeitos dos salários sobre a inflação têm sido crescentes nos últimos anos, especialmente sobre os serviços livres (i.e, serviços não monitorados). De 2000 até 2004, os salários nominais médios cresceram abaixo da inflação (medida pelo IPCA), com média de 3,2 % ao ano (a.a.). A partir de 2005, a variação dos salários nominais ficou acima da inflação geral, passando a crescer numa média de 8,0% a.a.

No período de crescimento salarial acima da inflação, o salário-mínimo apresentou ganho ainda superior ao do salário médio. Em primeiro lugar, o número de trabalhadores com salário equivalente ao mínimo<sup>9</sup> foi cerca de 16% do número total de empregados em 2009 (refletindo um aumento em relação à participação de 10% em 1999). Em segundo lugar, o crescimento dos rendimentos dos trabalhadores no setor informal (sem carteira assinada) e por conta própria foi superior ao do setor formal. Esses rendimentos podem ter sido influenciados pelo salário-mínimo, visto que este pode atuar como um importante sinalizador, um 'farol', servindo de base para reajustes dessas remunerações (ver também Medeiros (2013)).

9. Ao valor do SM foi adicionado, para mais ou para menos, 3,6% do mesmo, para considerar arredondamentos na declaração da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD)/IBGE.

**Figura 6**  
**Salários nominais e inflação**  
 2000 - 2013 (em %)



Fonte: IBGE. Elaboração dos autores.

Nota: 1) Ambos os indicadores são variações acumuladas em 12 meses. Os salários nominais foram obtidos a partir da série de rendimento médio habitualmente recebido pela população ocupada da Pesquisa Mensal do Emprego. A série foi suavizada pelo filtro Hodrick-Prescott.

Além disso, os aumentos de salários nominais estão relacionados em parte com a evolução da taxa de desemprego, que tem tido uma tendência de queda contínua, em parte devido a um menor crescimento da força de trabalho e em parte pelo forte ritmo de crescimento do emprego no Brasil, particularmente no setor serviços. Para Summa e Braga (2013), em termos desagregados, apenas a inflação de serviços<sup>10</sup> parece responder à taxa de desemprego (e não ao hiato do desemprego ou mesmo à variação da taxa de desemprego), talvez indicando uma relação mais estrutural, ligando desemprego tendencialmente mais baixo com salários crescendo mais rápido, via maior poder de barganha dos trabalhadores.

Esse maior poder nas negociações tem um efeito diferenciado sobre a inflação de serviços em relação aos demais preços. O fato dessa relação ser estrutural, e não apenas de curto prazo, ajuda a corroborar a ideia de que apenas

10. Esses serviços compreendem os chamados serviços pessoais, prestados por empregados domésticos, cabeleireiros; serviços prestados por outros profissionais, tais como mestre de obras, mecânicos, bombeiros; serviços prestados pelos chamados profissionais liberais (médicos, dentistas, advogados etc.). Outros componentes com peso significativo são o aluguel residencial, as taxas de condomínios e, especialmente, os serviços da área de educação.

um choque de demanda temporário negativo não parece também reduzir de maneira significativa essa pressão do custo salarial no setor serviços<sup>11, 12</sup>.

A produtividade cresceu nos últimos anos, ainda que pouco, o que auxiliou o controle da inflação. Ao longo da década de 2000 até a grande crise mundial houve aumento da produtividade total da economia e uma redução da defasagem tecnológica em relação aos países desenvolvidos (ver Amitrano, 2010)<sup>13</sup>.

Na indústria, esse crescimento da produtividade foi responsável por manter o custo unitário do trabalho real (isto é, o salário real médio vis-à-vis a produtividade) em patamar aproximadamente invariante ao longo da década. O índice com base 100 em janeiro de 2001 atingiu o nível de 94,5 em dezembro de 2010 no caso da indústria geral (e 94,0 na indústria de transformação). Mais especificamente, o índice apresentou leve queda nos primeiros anos da década, cresceu até a crise de 2008 e voltou a declinar parcialmente no final da década.

Dessa forma, na indústria os ganhos agregados de produtividade compensaram o crescimento dos salários até 2008. Durante e depois da crise, entretanto, os salários nominais e reais continuaram a aumentar regularmente e os custos unitários salariais nominais na indústria parecem estar tendendo a aumentar.

Por outro lado, o baixo crescimento médio da economia, e especialmente da indústria de 2009 a 2012, parece estar criando uma tendência a baixas taxas de crescimento médio da produtividade, que agravam as pressões salariais sobre a inflação na indústria, especialmente numa situação em que as desvalorizações cambiais nominais têm reduzido a pressão da concorrência externa (Serrano e Summa, 2012).

O baixo crescimento do preço dos bens industriais pode ser visto na Figura 5. Desde 2005 crescem abaixo do centro da meta de inflação. Esse parece ser o efeito conjunto, de maneira estilizada, da exposição à concorrência externa com o “efeito China” de barateamento dos bens industriais, além da política temporária de redução do IPI em 2009 e 2012.

11. Summa e Braga (2013) apontam outros dois fatores da inflação de serviços que estão puxando esse índice desagregado para cima: a inflação dos empregados domésticos (muito relacionada com o salário-mínimo) e a inflação dos aluguéis dos grandes centros urbanos (com contratos muitas vezes indexados ao IGP-M e que, além disso, experimentou um *boom* no período recente), que influi tanto diretamente na inflação dos serviços quanto indiretamente via custos de uma série de estabelecimentos de serviços, como por exemplo, alimentação fora do domicílio.

12. Braga (2011) realiza um tratamento estatístico de suavização da variação salarial acumulada do salário-mínimo em 12 meses e a compara à inflação de serviços, chegando à conclusão que as duas séries compartilharam de tendência semelhante ao longo da década de 2000. Além disso, a importância dos salários médios na determinação dos preços dos serviços livres é estimada formalmente e a relação encontrada é significativa estatisticamente.

13. O crescimento da produtividade do trabalho no setor industrial, contudo, não é consensual. O IPEA calcula uma estagnação da produtividade ao longo da década (ver Produtividade no Brasil nos anos 2000-2009: análise das Contas Nacionais, Comunicados do IPEA n. 133, 3 de fevereiro de 2012).

No caso do setor de serviços, a história é um pouco diferente, devido ao peso da folha salarial no custo deste setor na economia. O setor dos serviços livres é sujeito a menor crescimento da produtividade relativamente aos outros setores pela sua própria natureza. Além disso, são não comercializáveis e, portanto, não estão sujeitos à concorrência externa. Ao mesmo tempo, é aquele em que incidiram maiores variações salariais, devido à influência da política de reajuste do salário-mínimo.

Assim, o aumento do preço relativo desses serviços na década de 2000 foi reflexo: i) da desejada redistribuição de renda decorrente da política de recuperação do poder de compra do salário-mínimo e de um ambiente mais favorável ao crescimento dos salários médios, já que é um setor fortemente intensivo em trabalho; e ii) do menor crescimento da produtividade no setor de serviços vis-à-vis ao setor industrial.

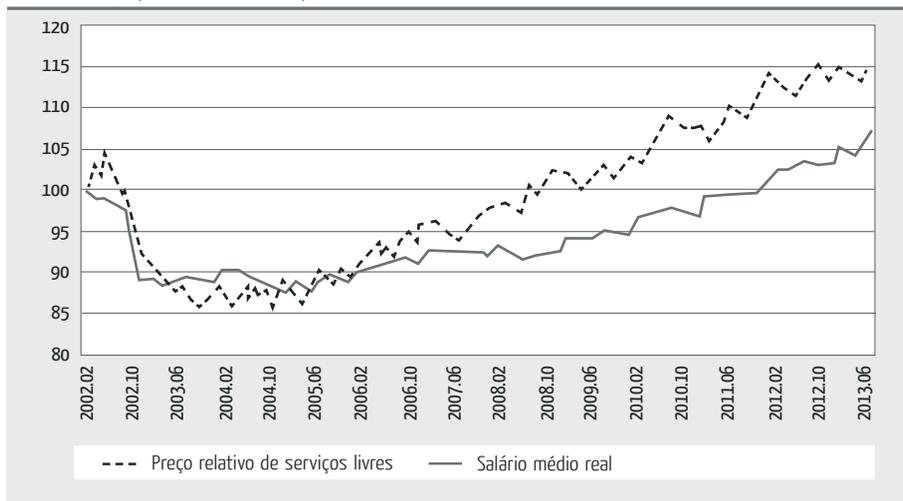
A Figura 7 ilustra a correlação positiva entre a trajetória do preço relativo dos serviços e o salário médio real, que crescem em ritmo acelerado depois da crise de 2008.

Dessa forma, a despeito das dificuldades de se obter medidas adequadas para a produtividade no setor serviços, é possível afirmar que os ganhos de

**Figura 7**

**Serviços e salários**

2002 - 2013 (base 2002 = 100)



Fonte: IBGE e Banco Central. Elaboração dos autores.

Obs. Os salários reais foram obtidos a partir da série de rendimento médio habitualmente recebido pela população ocupada da Pesquisa Mensal do Emprego.

produtividade gerados nestas atividades per si não foram o suficiente para compensar estas pressões salariais. Portanto o custo unitário do trabalho nos serviços livres de fato exerceu uma influência altista sobre os preços do setor.

### TAXA DE CÂMBIO E TAXA DE JUROS

O comportamento tanto dos preços em dólar dos importados e exportáveis e da taxa de câmbio nominal do Brasil foi bastante afetado pelo intenso crescimento da economia mundial após 2003, fatos já discutidos em capítulos anteriores do livro.

A rápida expansão do comércio internacional subsequente, a recuperação do preço internacional das *commodities* em dólares, o aumento dos fluxos de capitais para os países emergentes e uma diminuição dos *spreads* das taxas de juros de dívida soberana dos países emergentes, contribuíram para uma substancial melhora no balanço de pagamentos de um grande número de países em desenvolvimento, sobretudo em relação aos períodos difíceis das repetidas crises e instabilidades de meados de 1990 até 2002.<sup>14</sup>

No caso do Brasil, em 2002, as políticas internas interagiram com a situação internacional na determinação da taxa de câmbio nominal. Em 2002, logo após o *default* argentino, que reduziu as linhas de crédito e aumentou os *spreads* para todos os países emergentes que tinham dívidas externas em montante relevante, o Brasil foi mais afetado proporcionalmente, o que a maioria dos analistas atribuía exclusivamente ao medo do mercado de *defaults* externos e internos no caso do candidato Lula vencer as eleições em outubro<sup>15</sup>.

De qualquer forma, o efeito combinado: da restauração de um diferencial de juros positivo e significativo; de uma forte contração fiscal, que levou a uma recessão no início de 2003; e do efeito defasado positivo desta desvalorização sobre as exportações líquidas, melhorou rapidamente as contas externas brasileiras (ainda que com um grande custo em termos de produto e salários reais).

Essas políticas, em conjunto com a aceleração do crescimento da economia mundial, do comércio mundial, do aumento do preço das *commodities* e da diminuição das taxas de juros internacionais e dos *spreads* dos países emergentes, melhoraram consideravelmente as condições de solvência e liquidez das obrigações externas da economia brasileira. O *déficit* em conta corrente,

14. Sobre essas mudanças ver Serrano (2008), Frenkel (2010), Freitas, Medeiros e Serrano (2013).

15. Mas o BCB deveria receber algum crédito para o clima de instabilidade e por induzir uma fuga de capitais quando introduziu uma regra de marcação a mercado para fundos que tratavam previamente dívida pública como "capital certo", gerando perdas aos investidores e, por não tentar evitar a fuga de capitais e a abrupta desvalorização da moeda, aumentando a taxa de juros nominal até que o segundo turno das eleições tivesse terminado (ver Gráfico 8).

que alcançou um pico de quase 100% das receitas de exportações no início da crise cambial de 1999, rapidamente se transformou em *superávit* no final de 2003. Conforme já comentado no capítulo 2 do presente livro, esse *superávit* foi erodindo somente após alguns anos, pelo efeito combinado do rápido crescimento doméstico com uma apreciação contínua do real (ver Serrano e Summa, 2011)<sup>16</sup>.

As melhores condições da conta corrente e a volta dos fluxos de capitais permitiram que o governo rapidamente se tornasse livre dos empréstimos do FMI e suas exigências no fim de 2005, reduzisse a dívida externa total e acumulasse uma quantidade massiva de reservas internacionais.

A política de acumulação de reservas permitiu que as autoridades, mesmo em um contexto de atração de influxos de capital especulativo de curto prazo em grande montante, melhorassem a posição de liquidez internacional do país. De fato, houve uma diminuição drástica da relação entre dívida externa de curto prazo e as reservas internacionais, que havia alcançado a marca de mais de 90% na crise cambial de 1999, e que caiu para cerca de 20% em 2008 (Serrano e Summa, 2011).<sup>17</sup>

Embora oficialmente o Brasil opere um sistema de câmbio flutuante, é mais que óbvio, ao olhar para a acumulação massiva de reservas internacionais e também para a política de juros do Banco Central, que a flutuação cambial é extremamente “suja” e que o processo de apreciação cambial quase contínuo foi afetado sobremaneira pelos altos diferenciais de juros domésticos vis-à-vis aos internacionais praticados pelo Banco Central do Brasil<sup>18</sup>. Comparando a

16. Aqui nós não utilizamos a relação usual Conta Corrente sobre o PIB por duas razões. Primeiro, devido ao fato que esta relação é afetada pela taxa de câmbio real e pode levar a uma interpretação errada de que a relação está baixa quando na verdade o que ocorre é que o câmbio está apreciado, uma vez que torna o PIB alto quando medido em dólares. Segundo, porque a sustentabilidade do balanço de pagamentos diz respeito à dívida externa em relação às exportações, e não à dívida externa sobre o PIB, uma vez que as divisas estrangeiras para pagar as obrigações externas são obtidas pelas exportações e não pelo nível de produção doméstica (ver Serrano & Medeiros (2006).

17. Outros analistas como Prates (2010) usam outros índices de liquidez dos passivos externos que incluem, além da dívida externa de curto prazo, todos os outros tipos de influxos de capitais de curto prazo, como títulos e ações de não residentes. Esses indicadores não melhoraram muito e contam uma história bem diferente. Entretanto, é importante frisar que em um regime de câmbio flutuante, faz uma grande diferença se os influxos de capitais têm que ser pagos na divisa estrangeira (dívida) ou não (fluxos de portfólio). No último caso, são os não residentes que ficam com o risco cambial, logo o valor desses passivos podem ser erodidos por uma desvalorização cambial. Mais além, não parece correto para nós pensar que o estoque de passivos externos de portfólio é um bom indicador de quanto dinheiro poderia querer sair do país e pressionar a taxa de câmbio (ou as reservas) uma vez que com livre mobilidade de capitais nada previne a fuga por residentes. Nesse tipo de regime, bancos locais e agentes podem facilmente (criar se for preciso) e enviar dinheiro para o exterior sempre que parecer lucrativo fazê-lo.

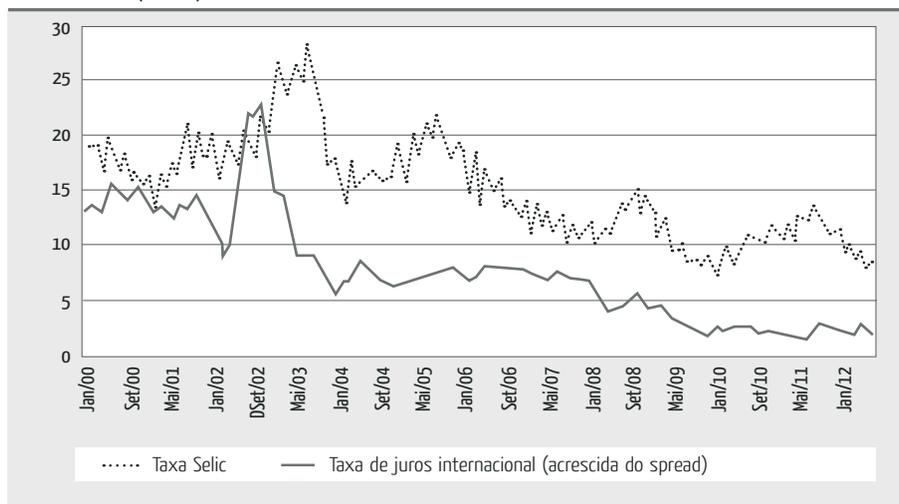
18. Em Dib (2010) encontramos evidência econométrica de que, de maneira não surpreendente, as intervenções do governo no mercado de câmbio para moderar a apreciação tendem a ser muito mais fracas e esparsas quando a inflação está saindo do controle, acima do intervalo da meta.

Figura 8 do diferencial de juros com a evolução da taxa de câmbio nominal (Figura 3) fica claro que um diferencial de juros positivo tende a causar uma variação positiva da taxa de câmbio nominal, isto é, uma contínua apreciação ao invés de uma apreciação do tipo “once and for all”<sup>19</sup>.

**Figura 8**

**Diferencial da taxa de juros nominal**

2000 - 2012 (em %)



Fonte: IBGE e Banco Central. Elaboração dos autores.

Obs. Os salários reais foram obtidos a partir da série de rendimento médio habitualmente recebido pela população ocupada da Pesquisa Mensal do Emprego.

No final de 2010 o governo elevou a taxa de capital estrangeiro de curto prazo com vistas a combater a tendência a valorização nominal da taxa de câmbio. Essas medidas, apesar de terem levado a tentativas de contornar os impostos, fazendo parte do capital especulativo entrar no país como “investimento direto” e outras formas de arbitragem regulatória (Corrêa & *alli*, 2012), de fato, chegaram a reduzir, mas não eliminar, o diferencial de juros líquido de impostos.

Essas medidas parecem ter tido o efeito inicial de reduzir a velocidade da apreciação nominal do câmbio. Porém, o próprio Banco Central contribuiu para a perda de eficácia das medidas de controle de capitais ao voltar a subir a

19. Para uma discussão teórica desse efeito, ver Summa (2012).

taxa de juros interna a partir de março de 2011, num período em que as taxas de juros nos EUA e o *spread* externo do Brasil continuavam se reduzindo.

O câmbio continuou sua trajetória de valorização até o choque de saída súbita de capitais em agosto de 2011, devido à crise na área do Euro, que levou a uma brusca desvalorização. A partir daí, até o fim de 2012, num ambiente financeiro externo mais turbulento, houve uma tendência à desvalorização cambial (ver Gráfico 3).

### ANÁLISE DO FUNCIONAMENTO DO SMI NO BRASIL

Nesta seção final, apresentaremos a nossa avaliação sobre o funcionamento do SMI no Brasil, levando em consideração os aspectos tratados acima. Antes disso, apresentaremos brevemente a periodicidade da política macroeconômica que estamos considerando no estudo e que está condizente com os demais capítulos do livro.

#### A periodicidade da política macroeconômica

Para esta análise é interessante retomar a periodicidade adotada no início do livro, foi destacado que o período de 2004 a 2008 envolve uma fase de crescimento maior do que a média dos períodos anteriores. Neste período a articulação da política macroeconômica envolveu: (i) uma política de austeridade fiscal, com altos *superávits* primários, (ii) uma política monetária que paulatinamente foi reduzindo os juros domésticos, mas ao mesmo tempo garantiu que os mesmos permanecessem em altos patamares, definindo um substancial diferencial de juros entre os praticados no país e os internacionais, baseada no argumento de inflação de demanda para o atingimento das metas de inflação; (iii) uma política cambial que manteve um movimento de valorização do câmbio, concomitante com a formação de altos níveis de reserva.

Paralelamente, a crise de *supprime* provocou efeitos sobre o *mix* de política macroeconômica. De fato, entre 2009 e 2010 a política fiscal foi relaxada, devido às atuações anticíclicas implantadas pelo Estado brasileiro, face à eclosão da crise de *subprime*. No entanto, paralelamente manteve-se o diagnóstico de inflação de demanda e a política monetária definiu aumentos constantes da taxa de juros, que perduraram até 2011. Note-se que estes aumentos tiveram forte influência sobre ingresso de capitais, conforme comentado anteriormente, definindo-se a volta da valorização do câmbio. O fato novo é que foram adotadas políticas macroprudenciais, dentre elas o controle do crédito, indicando o uso de outros instrumentos de controle da demanda, que não a taxa de juros.

No segundo semestre de 2010, mais uma vez o diagnóstico de inflação de demanda, face à aceleração inflacionária observada, provocou efeitos e os aumentos dos juros continuaram. Ocorreu um movimento de forte ajuste fiscal, num momento em que a economia internacional apresentava um movimento de baixo crescimento e reestruturação. O nosso ponto é que, contrariamente ao indicado pelo diagnóstico de inflação de demanda, foram os choques de custos, por conta da variação dos preços de *commodities*, os fatores principais a influenciar no comportamento da inflação. No entanto, o diagnóstico da demanda garantiu o retorno do aumento dos juros e, mais grave, reverteu a política expansionista do governo Federal, que vinha sendo levada adiante desde 2006. Isto, como vimos no primeiro capítulo, afetou a própria dinâmica do modelo de crescimento.

A tentativa de mudança na dinâmica de crescimento levou às ações de apoio ao setor privado e a redução dos juros em setembro de 2011 apresentou-se como um dos elementos dessa estratégia. No entanto, a manutenção do diagnóstico de inflação de demanda levou a que, paralelamente, o ajuste fiscal continuasse mantido, mesmo considerando-se os baixos níveis de crescimento do país e a ainda fraca retomada da economia internacional.

Desde o segundo semestre de 2012, e tendo em vista os resultados desanimadores do PIB, o governo voltou a utilizar a política fiscal com um caráter expansionista e manteve a redução dos juros, numa situação em que o câmbio passa a apresentar um movimento de desvalorização. Por fim, em 2013, retoma-se o aumento dos juros com a volta do debate acerca dos problemas da inflação brasileira.

### **Avaliação sobre o funcionamento do SMI**

Considerando-se os aspectos tratados acima, e o *mix* da política macroeconômica adotada, a nossa análise é a de que SMI no Brasil funcionou, até 2010, da seguinte maneira: quando a inflação esperada subia acima do limite superior da meta, devido, por exemplo, a um aumento dos preços internacionais das *commodities* (com decorrente pressão de custo nos preços domésticos), o BC aumentava a taxa de juros, declarando haver evidências de “excesso de demanda” e/ou “deterioração das expectativas inflacionárias”. Se, de fato, esta era a avaliação do BC ou somente uma peça de retórica não vem ao caso. O que importa é que o BC aumentava a taxa de juros nominal. A taxa de juros nominal mais alta aumentava o diferencial de juros e a velocidade de

apreciação da taxa de câmbio, transformando o que era um choque negativo em dólares americanos em um choque positivo em reais.

De maneira ainda mais geral, qualquer que fosse a causa do aumento inicial da inflação, um aumento nos juros, levava rapidamente a uma apreciação cambial, contrabalanceando o choque inicial com um efeito cambial deflacionista.

Uma interpretação a respeito dos mecanismos de atuação da política monetária, bastante usual entre vários analistas de mercados e economistas acadêmicos brasileiros, é que choques primários na inflação podem ser controlados pela política monetária e não têm desdobramentos secundários, caso haja correta atuação por parte do BC. Nessa linha de argumentação, um aumento da taxa de juros como resposta a um choque de oferta inflacionário, doméstico ou internacional, gera um choque de demanda negativo que impede as firmas de repassarem o aumento nos custos para seus preços.

Vemos três problemas com esse tipo de interpretação sobre os elos da política monetária no Brasil. Em primeiro lugar, no caso de um choque externo, o impacto da taxa de juros sobre o câmbio geralmente reverte o choque, então, no fim das contas, não há nenhum choque negativo a ser repassado para os preços. Em segundo lugar, no caso de um choque doméstico, novamente a apreciação cambial após a alta na taxa de juros produzirá um choque positivo simultâneo e diminuirá o preço dos bens *tradables* na moeda doméstica. Novamente, não haverá nenhum choque líquido para ser moderado pela contração da demanda. Por fim, mesmo quando por algum motivo exógeno a taxa de juros mais alta não cause uma apreciação cambial, a ideia de moderar o *passthrough* dos choques de oferta requer o funcionamento de um canal crucial. Para que o repasse dos custos seja contido, o custo unitário do trabalho e/ou as margens de lucro devem ser suficientemente pró-cíclicas, exatamente a condição que *não é* encontrada nos dados brasileiros.

Talvez não seja uma coincidência que quando o aumento na taxa de juros brasileira não vem junto com uma apreciação nominal do câmbio, não é possível atingir a meta estabelecida de inflação, como temos visto no período recente. Assim, em poucas palavras, o SMI brasileiro, no qual a taxa de juros é usada para controlar a inflação, funciona, de fato, diretamente pela via do *canal de custo da taxa de câmbio*. Nota-se, com relação ao canal de demanda da taxa de câmbio da política monetária, que uma taxa de juros mais alta levaria a uma apreciação cambial, e diminuiria as exportações líquidas e a demanda agregada. No Brasil esse canal específico não funciona, uma vez que os efeitos distributivos de uma

taxa de câmbio apreciada têm sido de aumentar os salários reais e consumo em montante superior à redução das exportações líquidas, tanto que a demanda agregada *aumenta* quando a taxa de câmbio se aprecia.

Nesses termos, a despeito do tipo de teoria que os analistas ou mesmo os *policy makers* acreditam, e mesmo que haja um (discutível) sucesso em prever e controlar o crescimento da demanda agregada relativo ao da capacidade produtiva, no fim das contas a tendência efetiva da inflação no Brasil depende bastante das pressões de custo: dos preços dos bens importados e exportáveis em dólares e da taxa de câmbio nominal, das mudanças nas regras dos preços monitorados e do impacto do rápido crescimento do salário-mínimo (em termos nominais e reais) sobre alguns setores *non tradable* intensivos em trabalho.

A partir de 2011, entretanto, essas pressões inflacionárias começam a se tornar mais persistentes, pois o processo que permitiu o controle efetivo da inflação no período 2004-2010, a valorização nominal contínua da taxa de câmbio foi interrompida. Somado a isso, a política de valorização do salário-mínimo associado a um mercado de trabalho mais aquecido por um bom período de tempo parece ter levado a uma maior resistência salarial, que impacta na inflação dos serviços de maneira mais forte nos últimos anos, por este ser um setor *non tradable*, com crescimento mais baixo da produtividade e com vários subitens mais diretamente ligados ao salário-mínimo.

Essa pressão inflacionária recente advinda de uma taxa de câmbio que se desvaloriza, somada a uma pressão salarial que começa a surgir, não é, por todos os argumentos elencados no presente texto, facilmente combatida com políticas conjunturais anticíclicas de controle da demanda.

Nesses termos, o debate e a análise das especificidades da inflação brasileira parece ser um dos temas centrais a serem tratados quando se analisam os caminhos futuros do país.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AMITRANO, C. R. O regime de crescimento econômico brasileiro: uma apreciação sobre o período 1995-2009”. In: IPEA (Org.). Brasil em desenvolvimento 2010: Estado, Planejamento e Políticas Públicas. Brasília: IPEA, 2010.
- BARBOSA-FILHO, N. H. Inflation targeting in Brazil: 1999-2006”. Disponível em: [www.networkideas.org](http://www.networkideas.org), 2007.
- BASTOS, C. E BRAGA, J. M. “Conflito distributivo e inflação no Brasil: uma aplicação ao período recente.” XV Encontro Nacional da Sociedade de Economia Política. São Luis do Maranhão, junho de 2010.
- BRAGA, J. O atual regime de política econômica favorece o desenvolvimento? Brasília, DF: CEPAL. Escritório no Brasil/Ipea, 2010. (Textos para Discussão Cepal-Ipea, 16).
- BRAGA, J. “A inflação brasileira na década de 2000 e a importância de políticas não monetárias de controle”. 39º Encontro Nacional de Economia da ANPEC, dezembro de 2011.
- CORRÊA, V.; BRAGA, J. ; SILVA, R. ; MESSENBURG, R. Instability of capital inflows and financial assets returns in the brazilian economy, V encontro da AKB, São Paulo, 2012.
- DIB, D. Onde vivem as intervenções, Macro Visão – terça-feira, 20 de julho de 2010, Itaú-Unibanco, 2010.
- FREITAS, F ; SERRANO, F ; MEDEIROS, C. The decoupling of economic growth of the developing countries in the last decade. Mimeo., UFRJ, 2013.
- FRENKEL, R. Lecciones de política macroeconómica para el desarrollo, a la luz de la experiencia de la última década, CEDES, Noviembre de 2010.

MARTINEZ, T.; BRAGA, J. Crescimento liderado pelos salários, política monetária e inflação no Brasil, V encontro da AKB, São Paulo, 2012.

MEDEIROS, C. A influência do salário-mínimo sobre a taxa de salários no Brasil na última década, mimeo., 2013.

PRATES, D. O regime cambial brasileiro de 1999 a 2008, Brasília, DF: Cepal. Escritório no Brasil/Ipea, 2010. (Textos para Discussão CEPAL-IPEA, 12).

SERRANO, F. Histéresis, dinâmica inflacionaria y el supermultiplicador sraffiano”. Seminarios Sraffianos, UNLU-Grupo Luján. Colección Teoría Económica, Ediciones Cooperativas, 2007.

SERRANO, F. A economia americana, o padrão dólar flexível e a expansão mundial nos anos 2000, In: Fiori, J. L. ; Medeiros, C. ; Serrano, F. O mito do colapso do poder americano, 2008.

SERRANO, F. “Juros, Câmbio e o Sistema de Metas de Inflação no Brasil”. São Paulo-FGV, Revista de Economia Política. 2010.

SERRANO, F.; FERREIRA, S. *Commodities*, câmbio e inflação de custos no Brasil: 1994-2009 Versus acadêmica, v. 4, 2010.

SERRANO, F.; MEDEIROS, C. Capital flows to emerging markets: a critical view based on the brazilian experience. In: Matias Vernengo. (Org.). Monetary integration and dollarization: No panacea. Edward Elgar, 2006.

SERRANO, F.; SUMMA, R. Política macroeconômica, crescimento e distribuição de renda na economia brasileira dos anos 2000, Anais do IV Encontro da Associação Keynesiana Brasileira, Rio de Janeiro, agosto 2011.

SERRANO, F.; SUMMA, R. A desaceleração rudimentar da economia brasileira desde 2011. Revista Oikos, v. 11, n. 2, 2012.

SUMMA, R. F. Uma avaliação crítica das estimativas da curva de Phillips no Brasil. Pesquisa & Debate (PUC-SP, 1985), v. 22, p. 157-183, 2011.

SUMMA, R. An alternative model to the open-economy “new consensus”. Distribution and aggregate demand, first young researchers. Workshop of theoretical and applied studies in classical political economy. Roma Tre University, 2012.

SUMMA, R.; BRAGA, J. Estimação de um modelo desagregado de inflação de custo para o Brasil, Anais do VI Encontro da Associação Keynesiana Brasileira, Vitória, agosto 2013.



## CAPÍTULO 4

### CONSIDERAÇÕES SOBRE O MERCADO DE TRABALHO NO BRASIL

★ *Projetos*  
para o Brasil



CLAUDIO ROBERTO AMITRANO

**CONSIDERAÇÕES SOBRE O MERCADO DE TRABALHO NO BRASIL****INTRODUÇÃO**

Uma das características mais marcantes da economia brasileira entre 2003 e 2010 consistiu no aumento da taxa de crescimento e na redução da volatilidade do produto, do investimento e do emprego, sobretudo, quando comparada ao período compreendido entre 1995 e 2002 (Amitrano, 2010; Cepal; OIT, 2008). Influenciada inicialmente pelo bom desempenho do setor externo, a economia brasileira passou a ser comandada pela demanda doméstica, principalmente pela elevação do consumo e do investimento, principalmente a partir de 2006, como bem demonstrado no capítulo 1 deste livro.

Do ponto de vista da oferta, segundo os dados das 12 atividades do Sistema de Contas Nacionais (SCN) do IBGE, as atividades que apresentaram maior dinamismo entre 2003 e 2010 (e mesmo no biênio 2011-2012) foram, respectivamente, a intermediação financeira, o comércio, a indústria extrativa, os serviços industriais de utilidade pública, os serviços de informação e a construção civil, tendo esta última um desempenho bastante acima do PIB, sobretudo entre 2007 e 2010. Portanto, o destaque esteve com os segmentos de serviços e, no caso da indústria, com as atividades relacionadas à produção e exportação de *commodities* e à indústria da construção que se recuperou de um período de relativa estagnação vivenciado ao longo dos anos 1990.

Em linha com o que aconteceu com o mercado de bens e serviços, porém com maior intensidade, o mercado de trabalho brasileiro apresentou sinais de extremo vigor, entre 2003 e 2010, tendo como mais importantes manifestações a redução sistemática dos indicadores de pobreza, de desigualdade de renda e da taxa de desemprego. Ademais, o aumento da ocupação total, principalmente, a partir do crescimento do nível e da parcela dos ocupados com carteira de trabalho e contribuintes do sistema de seguridade social tem

se configurado como outro fato distintivo, assim como a expansão do salário real médio e da massa real de salários. Esses resultados estiveram associados ao bom desempenho da atividade econômica verificado no período, decorrente tanto de condições externas favoráveis como do crescimento do mercado interno. Porém, o biênio 2011-2012 e mesmo o ano de 2013 apresentaram baixas taxas de expansão da atividade econômica que, embora tenham reduzido o dinamismo do mercado de trabalho, não reverteram a tendência de crescimento da renda e do emprego.

A literatura recente (Dedecca, 2005; Ramos, 2009; Baltar et al., 2010, Baltar e Leone, 2012; Krein et al., 2011; Reis, 2012; Cepal; OIT, 2008, IPEA, 2013c entre outros) parece ter documentado com bastante propriedade os fatos descritos anteriormente. Não obstante, parece existir uma lacuna importante nesse debate que diz respeito às implicações setoriais da evolução do mercado de trabalho brasileiro<sup>1</sup>. É sobre este tema que este capítulo se debruçará. Mais especificamente, procuraremos analisar, para o período compreendido entre 1995 e 2012, a trajetória setorial do emprego e da renda, sobretudo, do mercado formal de trabalho. Para tanto, usaremos principalmente os dados contidos na Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) e na Pesquisa Mensal de Emprego (PME), ambas do IBGE, bem como as informações da Relação Anual de Informações Sociais (RAIS) e do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE).

## O MERCADO DE TRABALHO NO PERÍODO RECENTE

O mercado de trabalho brasileiro tem apresentado um desempenho excepcional nos últimos dez anos, associado, em parte, ao maior dinamismo da economia brasileira nesse período, mas em muitos momentos, pouco influenciado pelos episódios de baixa do ciclo econômico. Os dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) do IBGE para o período compreendido entre 1992 e 2012 revelam que, entre os fatos estilizados mais marcantes estão as tendências sistemáticas, a partir de 2003, de diminuição da taxa de desemprego, de aumento do rendimento médio real, a redução dos indicadores de pobreza e desigualdade, bem como a queda da taxa de informalidade<sup>2</sup>.

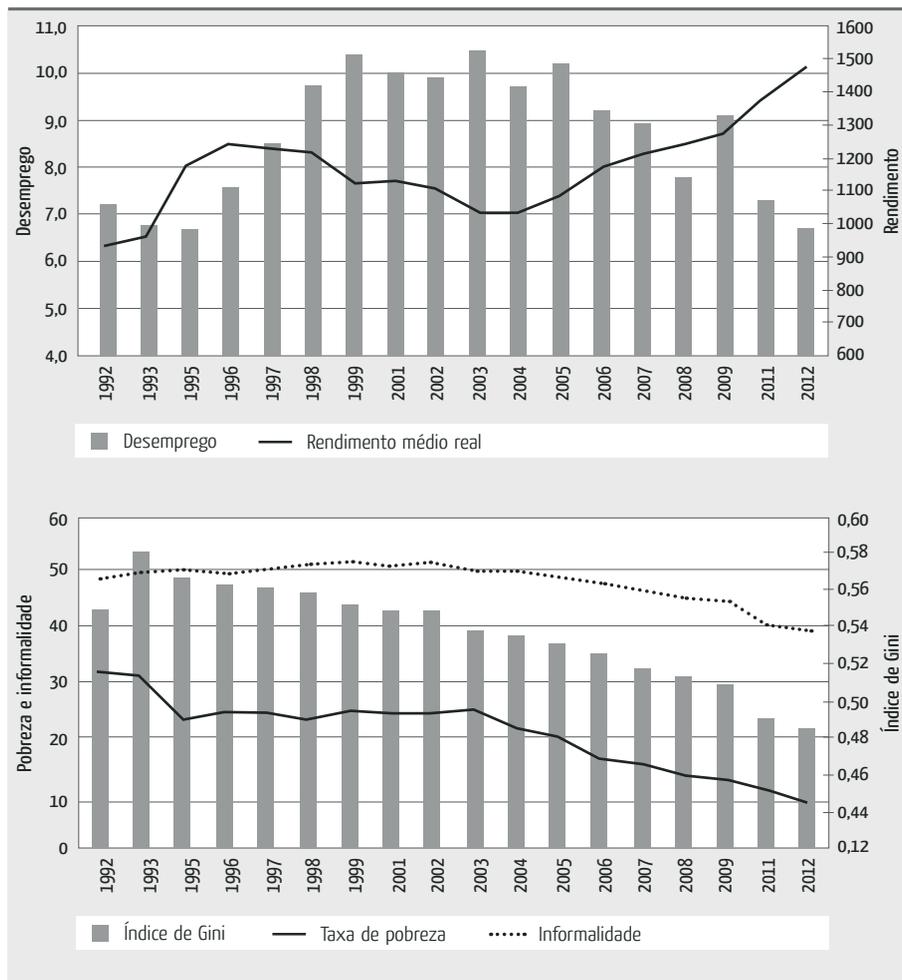
1. Uma exceção nesse caso diz respeito ao trabalho de Kupfer et al. (2013), em que os autores analisam a relação entre comércio internacional e mercado de trabalho em nível setorial para a última década.

2. Essas evidências parecem não se alterar para os anos a partir de 2009, como revelam os dados da Pesquisa Mensal de Emprego (PME) do IBGE. A despeito das informações ali contidas estarem restritas a seis regiões metropolitanas (Recife, Salvador, Belo Horizonte, Rio de Janeiro, São Paulo e Porto Alegre), onde muitos dos fenômenos do mercado de trabalho ganham contornos mais nítidos, embora outros não, tudo indica a continuidade dos fenômenos apontados pela PNAD. Para uma análise aprofundada dessas tendências e de algumas nuances verificadas nos últimos dois anos, veja IPEA (2013).

## Gráfico 1

## Indicadores selecionados do mercado de trabalho

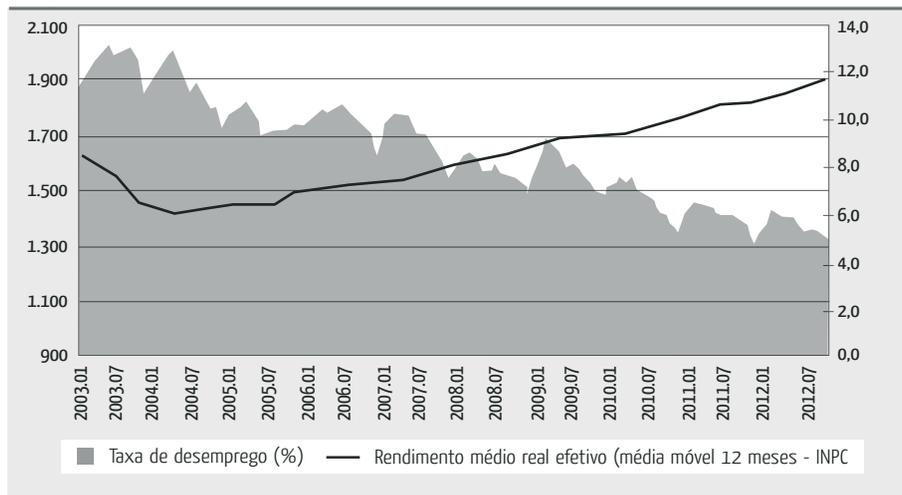
1992 - 2012



Fonte: PNAD, IBGE.  
Elaboração IPEA.

Mas para além desses traços distintivos de algumas das principais variáveis de resultado do mercado de trabalho, há que se chamar a atenção para importantes aspectos relacionados tanto à oferta de trabalho como à demanda por trabalho.

## Gráfico 2

Desemprego e rendimento médio real em regiões metropolitanas selecionadas  
2003 - 2012

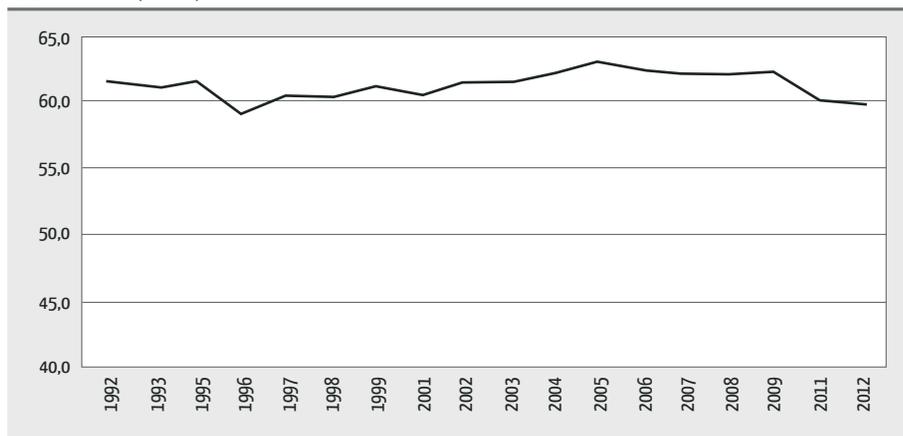
Fonte: PME, IBGE.

A literatura recente sobre o tema (Ramos, 2009; Baltar et al., 2010, Baltar e Leone, 2012 e Reis, 2012) tem sido pródiga em demonstrar três características singulares do mercado de trabalho brasileiro, sobretudo na década de 2000. A primeira delas refere-se à dinâmica da taxa de participação/atividade<sup>3</sup>. Se por um lado se constata um expressivo aumento da taxa de atividade entre 1996 e 2005, a partir de 2006 a tendência é de queda com um breve interregno no ano de 2009, quando essa taxa voltou a crescer. Por esse motivo, e em linha com o IPEA (2013c), observa-se estabilidade ou apenas um ligeiro aumento da taxa de participação no período referido (Gráfico 3).

Dois elementos parecem particularmente importantes para a compreensão desse fenômeno, o que nos remete a segunda e terceira características mencionadas anteriormente. Primeiramente, cabe destacar o aumento sistemático da proporção de mulheres que compõem a força de trabalho<sup>4</sup> ao longo desse período. Em segundo lugar, nota-se uma queda bastante acentuada da

3. O IBGE classifica a razão entre a população economicamente ativa (PEA) e a população em idade ativa (PIA), isto é, com 10 anos ou mais, como taxa de atividade, ao passo que instituições como DIEESE, SEADE e IPEA usam o termo taxa de participação para expressar a mesma relação, porém para a população com 15 anos ou mais.

4. Usaremos a expressão força de trabalho, oferta de trabalho e população economicamente ativa, como sinônimos nesse texto.

**Gráfico 3****Taxa de atividade (PEA/PIA)**  
1992 - 2012 (em %)

Fonte: PNAD, IBGE.

participação dos jovens entre 10 e 14 anos e o aumento relativo, sobretudo, dos grupos etários entre 25 e 49 anos, ainda que se verifique um crescimento nada desprezível da participação dos idosos no mercado de trabalho (IPEA, 2013a), Tabela 1.

A última característica a chamar a atenção diz respeito a ampliação da escolaridade média tanto da PIA quanto da PEA, realizada de forma intensa e rápida no último decênio. Neste caso, a queda do peso dos indivíduos de 0 a 3 anos de escolaridade e o aumento da participação daqueles com 11 anos ou mais, de educação formal refletem uma mudança significativa na composição da força de trabalho, resultante, principalmente, da maior demanda das empresas por mão de obra qualificada e das políticas e recursos públicos voltados ao aumento da escolaridade<sup>5</sup> (Tabela 2).

Os dados relativos à oferta laboral são muito importantes, uma vez que nos auxiliam a qualificar alguns dos resultados encontrados no mercado de trabalho. Nos anos 2000, por exemplo, a taxa de crescimento da demanda tem sido muito superior à da oferta de trabalho, como mostram os índices de crescimento da PIA, da PEA e do número de pessoas ocupadas (PO) da PNAD e da PME.

5. Esse dado e o fato de que o desemprego concentra-se entre as pessoas de maior qualificação faz com que o IPEA afirme que "as evidências discutidas nessa seção oferecem fortes evidências contrárias à noção de que haveria uma escassez de mão de obra qualificada no país" (IPEA, 2013c: p. 19 – grifo original).

**Tabela 1**

**Taxas de participação no mercado de trabalho brasileiro, por gênero e faixa etária**  
2001 - 2011 (em %)

Anos	Gênero		Faixa etária			
	Homem	Mulher	Até 14 anos	De 15 a 24 anos	De 25 a 49 anos	Mais de 50 anos
2001	72,8	48,9	13,1	58,9	81,5	47,6
2002	73,2	50,3	12,9	59,9	82,4	48,0
2003	72,9	50,7	11,8	59,4	82,8	48,3
2004	73,2	51,6	11,4	60,6	83,6	48,3
2005	73,6	52,9	12,4	62,0	84,1	49,1
2006	72,9	52,6	11,2	60,6	84,2	49,8
2007	72,4	52,3	10,4	60,1	84,0	48,8
2008	72,4	52,2	8,6	59,5	84,4	49,5
2009	72,3	52,6	8,4	58,9	85,2	49,0
2011	70,8	50,1	6,8	55,1	83,9	47,0

Fonte: PNAD, IBGE.

**Tabela 2**

**Composição da PIA e da PEA, por faixas de escolaridade**  
2001 - 2011 (em %)

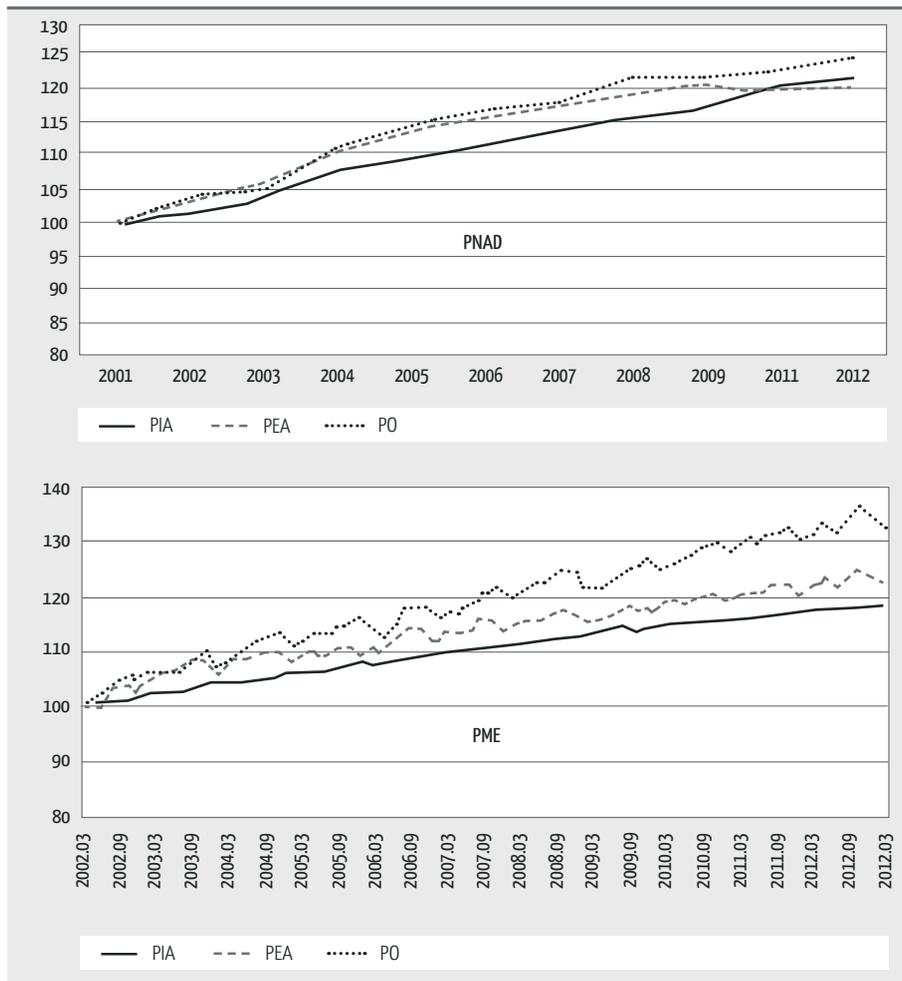
Anos	PIA					PEA				
	Total	De 0 a 3 anos	4 a 7 anos	8 a 10 anos	11 anos ou mais	Total	De 0 a 3 anos	4 a 7 anos	8 a 10 anos	11 anos ou mais
2001	100,0	29,3	33,2	15,7	21,8	100,0	24,7	29,7	16,9	28,7
2002	100,0	27,7	33,1	15,8	23,4	100,0	23,2	29,2	16,9	30,7
2003	100,0	26,4	32,3	16,4	24,9	100,0	21,8	28,2	17,5	32,5
2004	100,0	26,0	31,6	16,5	26,0	100,0	21,3	27,4	17,7	33,7
2005	100,0	25,1	31,3	16,4	27,2	100,0	20,4	26,9	17,4	35,3
2006	100,0	23,9	30,9	16,5	28,8	100,0	19,0	26,2	17,5	37,4
2007	100,0	23,6	29,4	17,0	30,0	100,0	18,3	24,6	18,0	39,1
2008	100,0	22,9	28,3	17,2	31,6	100,0	17,3	23,4	18,0	41,3
2009	100,0	22,3	28,1	16,5	33,0	100,0	16,4	23,2	17,3	43,2
2011	100,0	22,0	25,5	17,4	35,1	100,0	15,9	20,0	17,8	46,3

Fonte: PNAD, IBGE.

Não obstante, para que se possa ter uma avaliação mais precisa do grau de dinamismo do mercado de trabalho, ou dito de outro modo, do ritmo de expansão das ocupações decorrente da taxa de crescimento da economia, seria

Gráfico 4

Evolução da PIA, PEA e PO (Base: 2001=100)  
1992 - 2012



Fonte: PNAD; PME, IBGE.

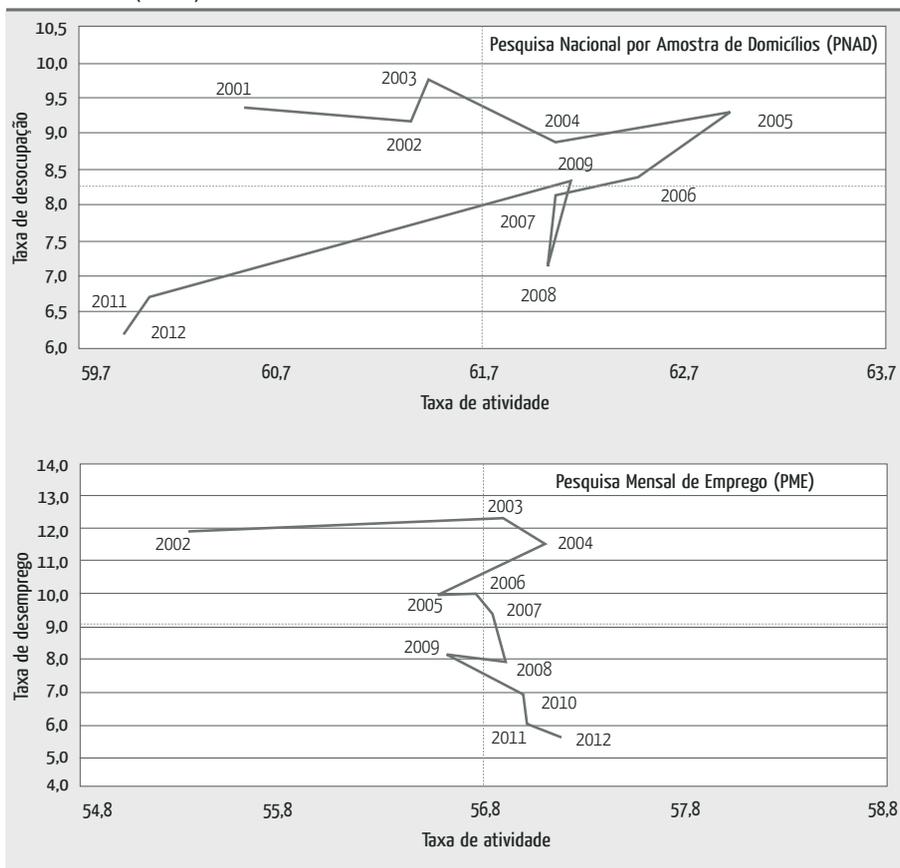
mais adequado cotejar essa informação levando em consideração relações de longo prazo entre oferta e demanda.

De fato, conforme observado por Ramos (2009), embora seja legítimo e razoavelmente correto avaliar o desempenho do mercado de trabalho por meio da taxa de desemprego ou mesmo o ritmo de expansão das ocupações,

tal procedimento pode gerar equívocos, uma vez que o desemprego/ocupação é uma variável síntese da relação entre oferta e demanda. A fim de minimizar eventuais erros de interpretação, o autor sugere que se construa um diagrama de fase (dispersão) para a relação entre desemprego e participação, adotando como referência para o cruzamento dos eixos os valores médios históricos de cada variável. Isto significaria pressupor, evidentemente, que existe algo como uma taxa normal de desemprego, assim como uma taxa normal de participação/atividade, ou pelo menos, que as taxas de atividade e de desemprego do presente sofrem alguma influência do que ocorreu no passado.

**Gráfico 5**

**Relação entre taxas de desemprego e participação, segundo a PNAD (a) e a PME (b) 2001 - 2012 (em %)**



Fonte: PNAD/PME, IBGE.

Os dados do Gráfico 5 nos permitem fazer uma avaliação do desempenho do mercado de trabalho no período recente que leva em conta justamente essas relações. Como pode ser observado no referido gráfico, parece que, enquanto no início da década de 2000 a taxa de desemprego estava acima de sua média histórica e a taxa de participação (oferta de trabalho) estava abaixo da situação normal, a partir de 2003/2004, a trajetória do mercado de trabalho foi paulatinamente se dirigindo para a situação oposta. Durante o primeiro governo do presidente Lula, por exemplo, embora a taxa de desemprego ainda fosse superior à sua média histórica, a oferta de trabalho se ampliava rapidamente. Essa configuração, chamada por Ramos (2009) de zona de incerteza, poderia ter levado o mercado de trabalho para uma situação tanto de maior como de menor desemprego. Não obstante, o resultado alcançado, em decorrência do maior dinamismo econômico da segunda metade da década, foi uma aceleração do ritmo de crescimento das ocupações que levou o desemprego a uma taxa inferior à sua média histórica, sem que isso se tornasse um problema, uma vez que a taxa de participação e, portanto, a oferta de trabalho encontrava-se acima de sua taxa normal. Essa configuração, chamada por Ramos (2009) de zona de conforto<sup>6</sup>, permitiu que, a despeito do elevado crescimento das ocupações, não houvesse uma restrição de oferta na economia brasileira<sup>7</sup>, no sentido de uma limitação mais pronunciada do estoque de trabalho à disposição das empresas<sup>8</sup>.

Outro elemento importante do debate brasileiro recente diz respeito ao impacto que os salários reais teriam sobre a trajetória da economia. Pelo menos no que tange ao mercado de trabalho, evidências preliminares mostram que essa relação tem sido positiva.

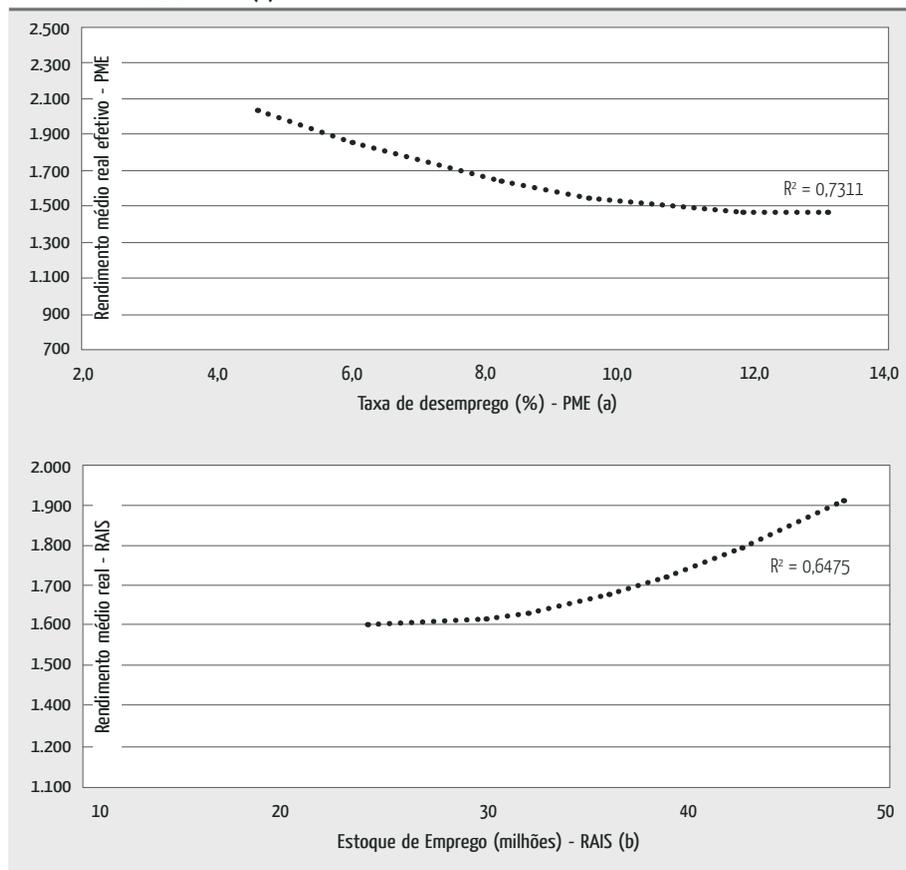
6. Segundo o autor, existiriam ainda duas outras configurações possíveis para o mercado de trabalho: i) uma zona de desconforto, associada a alto desemprego e baixa participação (início da década de 2000); uma zona de incerteza relacionada à baixa taxa de desemprego e baixa taxa de participação.

7. Esta análise parece em linha com aquela feita pelo IPEA (2013c) que ao constatar uma queda na taxa de participação entre 2009 e 2012 afirma não só que essa taxa para o caso das mulheres é relativamente baixa no Brasil quando comparada aos Estados Unidos, por exemplo, como também que uma parcela dos jovens entre 15 e 24 anos, nem estuda, nem trabalha, de modo que a oferta de trabalho no Brasil ainda tem espaço para crescer e não se pode configurar a situação atual como pleno emprego.

8. Evidentemente, esses dados precisam ser analisados com cautela, uma vez que não se pode saber precisamente quais seriam as taxas normais ou históricas de desemprego e participação, em torno das quais o mercado de trabalho eventualmente gravitaria. Além disso, em virtude da descontinuidade das séries históricas sobre mercado de trabalho, utilizamos os dados da última década, o que evidentemente, desautoriza conclusões mais contundentes.

**Gráfico 6**

Relação entre desemprego e salário real – 2002-2013 (a) e relação entre estoque de emprego e salário real – 1995-2012 (b)



Os dados dos gráficos 6.a e 6.b sugerem que quanto maior o salário real menor a taxa de desemprego, de acordo com os dados da PME, e que há uma relação positiva entre o estoque de emprego e os salários reais pelos dados da RAIS. Tais evidências, ainda que preliminares, parecem convergentes com os trabalhos sobre a *wage-curve*, formulados originalmente por Blanchflower e Oswald (1994; 1995; 2005), mas também com resultados obtidos por Soskice (2008) e Carlin e Soskice (2007 e 2009), assim como com os trabalhos pós-keynesianos de Naastepad e Storm (2006-07) e Hein e Vogel (2008).

Para Soskice (2008) e Carlin e Soskice (2007 e 2009) o tamanho do país altera a relação entre salário real e demanda agregada em economias abertas. Em economias pequenas, uma redução dos salários reais leva a um aumento do nível de emprego e produto. Esse crescimento está associado ao fato de que a desvalorização cambial real e a eventual melhora do saldo comercial por ela proporcionada, mais que contrabalança a redução na demanda doméstica. Já em economias grandes, ocorreria justamente o contrário<sup>9</sup>.

Do exposto anteriormente, é possível afirmar, em linha com a literatura, que do ponto de vista agregado o desempenho do mercado de trabalho foi muito positivo nos anos 2000, em particular, a partir de 2004, principalmente quando comparado ao decênio anterior. A despeito disso, é importante notar que quando o foco da análise recai sobre o comportamento setorial do emprego e da renda, algumas nuances, e até mesmo divergências, devem ser observadas.

Um rápido olhar para os dados da PNAD, desagregada ao nível de grandes setores de atividade<sup>10</sup>, nos oferece uma primeira qualificação sobre o desempenho recente do mercado de trabalho. No Gráfico 7.a, é possível perceber que embora o número agregado de ocupados (formais e informais) tenha crescido de forma bastante vigorosa durante todo o período, as taxas médias anuais foram muito diferenciadas entre setores de atividade e por subperíodos. O pior desempenho foi certamente da agricultura, cuja taxa média anual de crescimento foi negativa em dois subperíodos (1996-2002 e 2007-2011). No extremo oposto está o setor de serviços, cuja taxa de crescimento foi significativamente elevada e bastante estável ao longo de todo o período analisado. Já a indústria, sofreu particularmente no subperíodo 2007-2011, quando apresentou redução líquida do total de ocupações (Gráfico 7, na página seguinte).

Tais resultados proporcionaram mudanças importantes na composição setorial da ocupação (Gráfico 7.b), ampliando ainda mais a participação do setor de serviços, que teve como contraparte a queda na participação do setor agropecuário. Isto porque, a despeito de certo senso comum, a indústria manteve praticamente inalterada a sua parcela no total das ocupações<sup>11</sup>. No final do período, constatou-se também um ligeiro aumento do peso das ocupações da construção devido à grande expansão dessa atividade nos últimos anos.

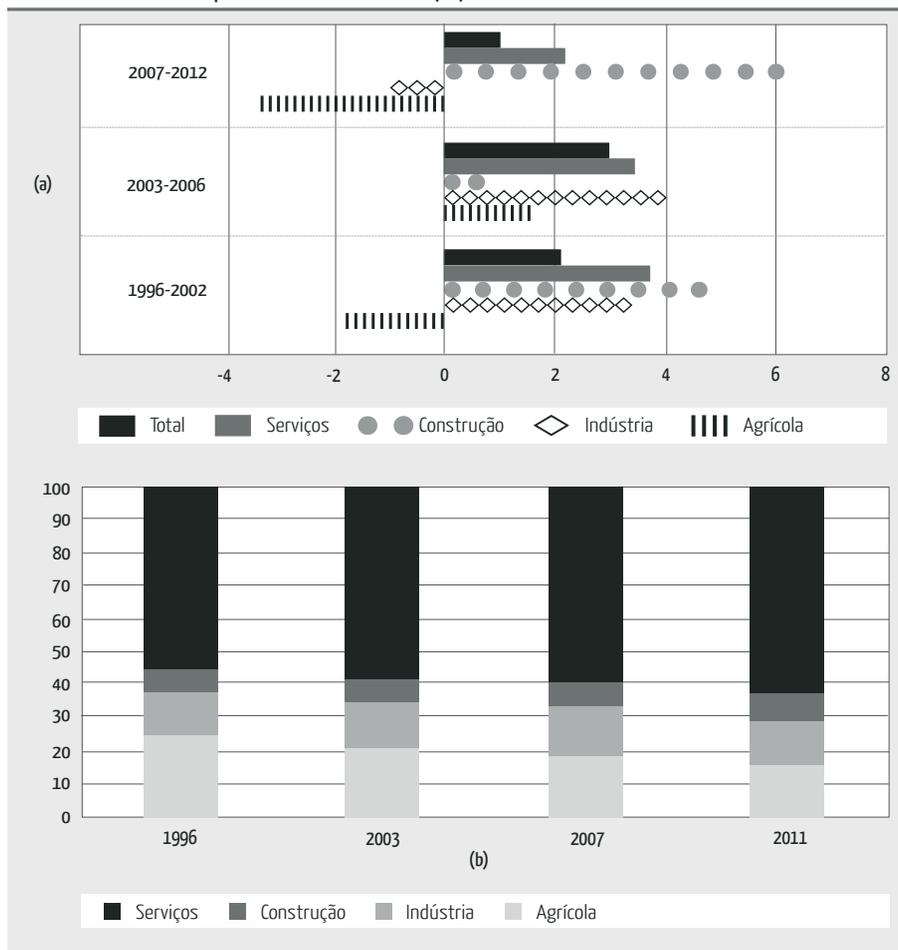
9. Este argumento parece bastante semelhante àquele desenvolvido por Marglin e Bhaduri (1990) e explorado por Bowles e Boyer (1995) e Blecker (1998 e 2002), porém com uma roupagem diferente.

10. Optou-se aqui por separar a construção do resto da indústria, tendo em vista seus comportamentos distintos no período, ainda que na desagregação original por grandes setores a primeira esteja contida na segunda.

11. Ver a esse respeito: IPEA (2013c).

**Gráfico 7**

Taxa de crescimento (a) e participação (b) das ocupações (formais e informais) das pessoas com 10 anos de idade ou mais, por setores de atividade (%)



Fonte: PNAD, IBGE.

As informações contidas nas tabelas sinóticas das contas nacionais, desagregadas ao nível de 12 atividades, nos fornecem um panorama semelhante, porém com um nível de detalhamento maior, porque nos permitem analisar, simultaneamente, um número maior de atividades, separadas pelo tipo de inserção no mercado de trabalho e diretamente conectadas à dinâmica do produto, ainda que o façam com um recorte temporal mais restrito, isto é, de 2000 a 2009.

Mais uma vez, constata-se a queda na participação da agricultura e estabilidade da indústria, sobretudo, a de transformação no total das ocupações. Na indústria, atividades como máquinas para escritório e equipamentos de informática, petróleo e gás natural, álcool, minério de ferro, defensivos agrícolas, máquinas, aparelhos e materiais elétricos, máquinas e equipamentos, inclusive manutenção e reparos, figuraram sistematicamente entre os segmentos em que as ocupações mais cresceram, em especial, entre 2003 e 2009.

**Tabela 3**

**Participação setorial no total de ocupações, segundo a classificação de 12 atividades do SCN 2000 - 2009 (em %)**

Atividades	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Total	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00	100,00
Agropecuária	22,30	21,25	21,00	21,02	21,39	20,88	19,73	18,59	17,79	17,36
Indústria extrativa	0,30	0,30	0,30	0,30	0,31	0,30	0,29	0,31	0,31	0,31
Indústria de transformação	12,02	11,76	11,68	11,88	12,25	12,84	12,49	12,77	13,01	12,68
SILUP	0,43	0,45	0,41	0,42	0,42	0,41	0,41	0,41	0,43	0,43
Construção Civil	6,75	6,74	6,79	6,44	6,36	6,46	6,36	6,56	7,18	7,12
Comércio	15,75	16,05	16,39	16,59	16,08	16,28	16,60	16,73	16,13	16,48
Transporte, armazenagem e correio	4,09	4,20	4,27	4,25	4,15	4,17	4,21	4,28	4,46	4,10
Serv. de informação	1,59	1,57	1,59	1,67	1,64	1,71	1,81	1,85	1,91	1,89
Intermed. financeira, seg. e previd. etc.	1,07	1,08	1,07	1,09	1,03	1,01	1,00	1,02	0,98	0,99
Atividades imob. e aluguéis	0,69	0,69	0,66	0,65	0,61	0,63	0,65	0,72	0,68	0,68
Outros serviços	24,86	25,42	25,44	25,22	25,43	25,07	25,96	25,90	26,34	26,94
Administração, saúde e educação públicas	10,15	10,51	10,39	10,47	10,35	10,23	10,49	10,85	10,79	11,01

Fonte: SINC, IBGE.

No que tange aos serviços, nota-se o ligeiro aumento das ocupações nas atividades do comércio, aliás, como esperado, tendo em vista o aumento da renda média, do crédito e, conseqüentemente, a expansão do consumo das famílias, mas também o crescimento do pessoal ocupado com atividades relacionadas aos serviços de informação e outros serviços.

A expansão dos serviços de informação foi o resultado do aumento da importância da prestação de serviços de informática, comunicação e outros voltados às empresas, mas também às famílias. Já o segmento denominado de outros serviços capta uma gama variada de atividades, bem mais complexa de descrever. De um lado, estão consultorias qualificadas nas áreas financeira, jurídica, de engenharia e demais áreas técnicas voltadas, em sua maioria, às empresas, cujo crescimento elevado e relativamente estável ao longo de toda a década de 2000 reflete o maior dinamismo da economia brasileira nesse período, mas também a busca por maior competitividade das empresas, em um contexto de concorrência internacional bem mais acirrada. De outro lado, estão os serviços destinados principalmente às famílias, cuja expansão contemplou atividades muito díspares, com destaque para o aumento das ocupações (formais e informais) nos serviços domésticos, nas atividades de educação mercantil, saúde mercantil e na administração pública e seguridade social.

O primeiro caso é um reflexo claro do aumento dos rendimentos médios reais que, embora tenha sido mais pronunciado nos percentis inferiores da distribuição de renda, também foi acentuado nos níveis intermediários, o que possibilitou a maior contratação desse tipo de serviço.

O segundo caso também está relacionado ao aumento da renda média, mas contou com duas motivações adicionais. A primeira é referente às condições de oferta da educação mercantil. Como esse segmento se verifica majoritariamente no nível superior, contribuíram para esse desempenho o surgimento de novas modalidades de ensino, como ensino a distância e os chamados cursos tecnológicos e sequenciais, bem como os programas de financiamento estudantil (FIES) e concessão de bolsas associadas a renúncias fiscais (Prouni), que promovem um maior parcelamento e barateamento das mensalidades escolares, sobretudo no ensino superior (Carvalho, 2011). A segunda motivação esteve associada ao próprio dinamismo do mercado de trabalho em outras atividades, uma vez que as possibilidades de mobilidade social estão profundamente relacionadas com a obtenção de níveis superiores de escolaridade.

O aumento pronunciado das ocupações na saúde mercantil contou com a contribuição de dois fatores. Em primeiro lugar, o já mencionado aumento da renda média. Em segundo lugar, a sensação de precariedade dos serviços públicos de saúde.

Por fim, a expansão das pessoas ocupadas na administração e seguridade social parece refletir a recuperação do papel do setor público na economia e a decisão governamental de repor e ampliar o quadro funcional, fato que repercutiu, ainda que com menor intensidade, na taxa de crescimento das ocupações das atividades de educação e saúde públicas.

Tabela 4

Taxa de crescimento (média anual) das ocupações, segundo a classificação de 56 atividades do SCN 2001-2009 (em %)

Atividades	Total de ocupações (var. %, por subperíodo)		
	2001-2002	2001-2002	2001-2002
Total	20,29	3,07	1,20
Agropecuária	-0,73	1,48	-3,03
Agricultura, silvicultura e exploração florestal	-0,67	1,44	-2,63
Pecuária e pesca	-0,87	1,55	-3,95
Indústria	1,45	3,55	2,88
Petróleo e gás natural	12,50	13,10	9,44
Minério de ferro	4,06	9,04	8,11
Outros da indústria extrativa	1,21	-0,59	0,41
Alimentos e bebidas	1,68	7,02	2,52
Produtos do fumo	0,06	5,91	-2,57
Têxteis	0,90	3,60	-1,66
Artigos do vestuário e acessórios	0,72	4,19	0,99
Artefatos de couro e calçados	2,77	3,45	-1,03
Produtos de madeira – exclusive móveis	0,45	1,22	-1,78
Celulose e produtos de papel	-0,18	4,27	2,40
Jornais, revistas, discos	-1,55	3,20	1,25
Refino de petróleo e coque	3,99	3,85	6,35
Alcool	-9,25	12,52	16,00
Produtos químicos	2,46	3,27	-2,79
Fabricação de resina e elastômeros	0,74	3,74	-0,06
Produtos farmacêuticos	-1,97	3,53	2,18
Defensivos agrícolas	-8,27	7,57	12,65
Perfumaria, higiene e limpeza	-2,41	5,39	2,11
Tintas, vernizes, esmaltes e lacas	-6,54	2,24	5,71
Produtos preparados	-4,14	5,52	-1,95
Artigos de borracha e plástico	-0,23	5,34	3,68
Cimento	-9,35	2,35	14,37
Outros produtos minerais não metálicos	0,84	3,18	2,32
Fabricação de aço e derivados	3,57	4,65	1,86
Metalúrgica de metais não ferrosos	-2,07	6,75	1,39
Produtos de metal – exclusive máquinas e equipamentos	3,82	6,04	5,84
Eletrodomésticos	-11,02	8,99	4,47
Máquinas para escritórios e equipamentos de informática	-7,15	23,97	9,78
Máquinas, aparelhos e materiais elétricos	-0,57	6,95	6,22
Material eletrônico e equipamentos de comunicação	-3,99	3,81	-1,90
Aparelhos, instrumentos médico-hospitalar, mec.	2,19	3,60	4,50
Automóveis, camionetas e utilitários	-1,04	2,27	4,79
Caminhões e ônibus	-3,24	4,10	4,17
Peças e acessórios para veículos automotores	4,17	8,98	2,81
Outros equipamentos de transporte	14,61	13,18	-0,50
Móveis e produtos das indústrias diversas	-0,30	3,41	0,73
Produção e distribuição de eletricidade, gás, água	0,03	2,64	2,77
Construção civil	2,58	1,41	5,09

continua

Tabela 4

Taxa de crescimento (média anual) das ocupações, segundo a classificação de 56 atividades do SCN 2001-2009 (em %)

Atividades	Total de ocupações (var. %, por subperíodo)		
	2001-2002	2001-2002	2001-2002
Serviços	3,70	3,46	1,96
Comércio	4,37	3,39	0,95
Transporte, armazenagem e correio	4,53	2,69	0,31
Serviços de informação	2,34	6,37	2,66
Intermediação financeira, seguros e previdência	2,64	1,25	1,07
Atividades imobiliárias e aluguéis	-0,32	2,67	3,03
Serviços de manutenção e reparação	1,15	3,03	1,91
Serviços de alojamento e alimentação	5,55	0,86	2,17
Serviços prestados às empresas	5,32	4,68	5,68
Educação mercantil	1,82	3,25	7,91
Saúde mercantil	3,78	4,44	1,96
Serviços prestados às famílias e associativas	-0,35	5,38	0,48
Serviços domésticos	4,53	3,34	0,97
Educação pública	2,76	3,52	2,38
Saúde pública	1,02	2,24	5,21
Administração pública e seguridade social	4,70	3,45	2,61

Fonte: SCN, IBGE.

Os dados apresentados até o momento permitem uma avaliação do que ocorreu com a ocupação, independentemente do tipo de inserção no mercado de trabalho. No entanto, as tabelas sinóticas das contas nacionais permitem uma avaliação separada da trajetória das ocupações formais e informais, ainda que apenas ao nível de desagregação de 12 atividades.

De modo geral, os segmentos que ganharam ou perderam participação no total de ocupações tanto formais quanto informais foram os mesmos do caso geral. A única diferença, ainda que pequena, ocorre, evidentemente, na magnitude das transformações.

A análise da dinâmica das ocupações de acordo com o tipo de inserção no mercado de trabalho tem apontado para o aumento do número de pessoas ocupadas amparadas pela legislação trabalhista (empregados com carteira de trabalho e/ou estatutários do serviço público) ou que contribuem, individualmente, para o sistema de seguridade social, e que se tornaram, portanto, elegíveis aos benefícios desse sistema (Baltar et al. 2010; Krein et al., 2011).

Do ponto de vista setorial, ainda que esse fenômeno seja comum a todos, alguns segmentos se destacaram mais no provimento de ocupações formais do que outros. É o caso, por exemplo, da construção civil, dos ser-

viços industriais de utilidade pública<sup>12</sup>, das atividades imobiliárias e aluguéis e da indústria extrativa, cujas participações das ocupações formais no total da ocupação de cada setor cresceram 12,09, 12,82, 16,82 e 19,16 pontos percentuais, respectivamente, entre 2000 e 2009 (Tabela 5).

Os dados apresentados até o momento tiveram o objetivo de traçar um breve panorama do mercado de trabalho no Brasil com ênfase na dinâmica setorial das ocupações. Entre outros aspectos, foi possível captar a tendência recente de crescimento das ocupações, de redução do desemprego e da informalidade e suas consequências como o aumento da renda, a redução da desigualdade e da pobreza. Verificou-se ainda que a dinâmica setorial do emprego foi diferenciada por setor de atividade, em que os destaques positivos ficaram por conta, no caso da indústria, dos segmentos de máquinas para escritório e equipamentos de in-

**Tabela 5**

**Participação das ocupações formais no total da ocupação, segundo 12 atividades do SCN 2000 - 2009 (em %)**

Atividades	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Total	38,15	40,05	39,85	40,58	40,75	41,18	42,41	43,55	45,26	46,98
Agropecuária	10,36	11,20	10,68	11,00	11,66	11,62	11,96	12,63	14,11	13,66
Indústria extrativa	48,57	50,82	49,90	50,85	51,94	56,05	59,92	60,55	65,67	67,73
Indústria de transformação	52,11	53,29	52,39	52,94	55,80	54,78	55,67	56,65	59,80	61,67
SIUP	70,57	73,02	81,76	81,00	78,49	81,30	79,84	82,19	82,36	83,39
Construção Civil	17,96	20,26	19,48	19,47	22,45	22,59	21,96	22,52	25,94	30,05
Comércio	42,15	45,49	44,94	44,66	44,58	45,45	48,23	48,07	50,83	53,16
Transporte, armazenagem e correio	41,88	43,28	42,19	42,59	42,98	45,53	45,98	45,41	48,44	53,60
Serv. de informação	32,48	31,23	28,25	30,64	32,96	32,49	34,22	36,28	34,33	34,78
Intermed. financeira, seguros e prev. etc.	77,20	77,38	76,77	76,78	78,47	77,05	76,96	76,11	79,97	80,03
Ativ. imobiliárias e aluguéis	36,89	37,51	44,23	44,20	44,57	45,00	45,18	47,52	47,63	53,71
Outros serviços	36,93	38,27	38,53	40,02	38,60	39,64	39,99	40,94	41,31	43,03
Administração, saúde e educação públicas	86,57	86,90	88,03	88,65	88,15	87,04	87,63	88,29	88,45	88,19

Fonte: SNC, IBGE.

12. Ao longo do texto utilizaremos de forma alternada, como expressões equivalentes, os chamados Serviços Industriais de Utilidade Pública (SIUP) e os setores de produção e distribuição de eletricidade, gás, água, esgoto e limpeza urbana.

formática, petróleo e gás natural, álcool, minério de ferro, defensivos agrícolas, máquinas, aparelhos e materiais elétricos, máquinas e equipamentos. No que se refere ao setor de serviços, cabe ressaltar a boa performance dos serviços de informações, dos serviços domésticos, das atividades de educação e saúde mercantil e da administração pública. No entanto, na próxima seção deste documento o foco da análise será o mercado formal de trabalho.

## O MERCADO FORMAL DE TRABALHO

O mercado de trabalho no Brasil é profundamente marcado pela clivagem formal versus informal. O amparo da legislação trabalhista, assegurado pelo contrato laboral efetuado mediante a assinatura da carteira de trabalho e/ou por meio do regime jurídico que regula as relações trabalhistas no serviço público, certamente, explica uma parte significativa dos fenômenos que estão inscritos ou pertencem ao domínio daquilo que se convencionou chamar de “mundo do trabalho”. Não obstante, a despeito dos méritos que a divisão desse mercado em dois segmentos estanques possa ter, uma compreensão adequada da estrutura e evolução de variáveis como ocupação, rendimento, condições de trabalho, dentre outras, transcende em muito essa repartição dualista.

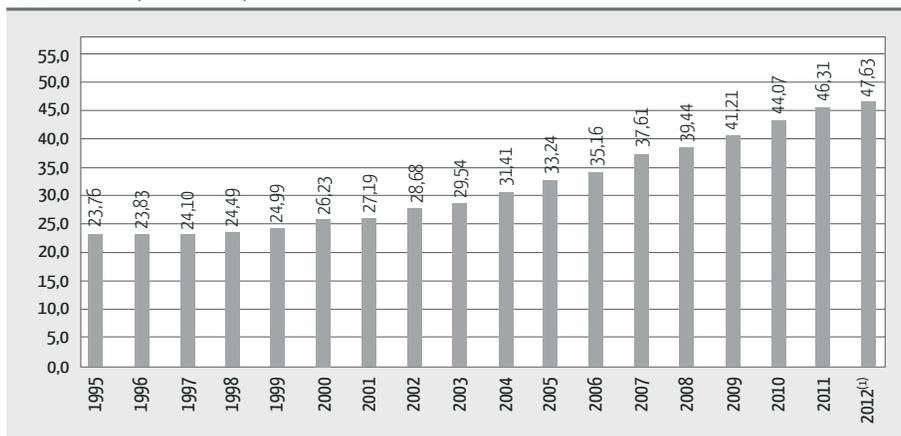
Nesta seção, procuraremos analisar o conjunto de trabalhadores sob a proteção da legislação trabalhista, procurando realçar o papel que as trajetórias setoriais possuem na dinâmica das ocupações e dos rendimentos. Para tanto utilizaremos, principalmente, os dados da Relação Anual de Informações Sociais (RAIS) e o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) do Ministério do Trabalho e Emprego (MTE).

De acordo com os dados da RAIS para o total de vínculos ativos em 31 de dezembro (Gráfico 8), o número de empregados no mercado formal de trabalho saltou de 23,8 milhões em 1995 para aproximadamente 47,6 milhões em 2012, ou seja, um aumento de cerca de 100% em 17 anos, o que equivaleria a uma taxa média anual de crescimento da ordem de 4,16%. Todavia, como demonstram os dados do Gráfico 8, a evolução do emprego teve ritmos diferenciados durante o período analisado. Enquanto entre 1995 e 2002 a taxa de crescimento do número de vínculos foi de aproximadamente 2,7% a.a., no interregno 2003-2010, essa taxa foi da ordem de 5,5% e nos dois últimos anos decaiu para algo em torno de 0,8%.

Uma característica marcante do período diz respeito à mudança na composição dos empregados, segundo o nível de escolaridade. Em linha com o que havia sido observado para os dados da PIA, mas, com uma intensidade muito superior, os dados da RAIS revelam que houve um aumento bastante expressivo da escolaridade média dos empregados no mercado formal de

Gráfico 8

### Total de vínculos ativos em 31 de dezembro 1995 - 2012 (em milhões)



Fonte: RAIS, MTE.

Nota 1) Dados estimados a partir do Caged.

trabalho, tendo em vista que em 1996 mais de 60% dos empregados tinham apenas o equivalente ao ensino fundamental e cerca de 25% tinham ingressado e/ou concluído o ensino médio, perfazendo mais de 85% dos vínculos registrados. Em 2010, essa composição se alterou completamente, uma vez que aproximadamente 50% dos empregados iniciaram e/ou concluíram o ensino médio e cerca de 21% já haviam ingressado e/ou finalizado o ensino superior, totalizando quase 70% dos empregados (Tabelas 6 e 7).

Outra transformação importante esteve associada à mudança na estrutura etária do emprego formal. Tal como documentado para os dados da PIA, observou-se uma redução do emprego entre jovens, particularmente, entre 10 e 17 anos, estabilidade da participação na faixa etária entre 18 e 29 anos, queda da participação dos empregados com idade entre 30 e 39 anos e aumento do peso daqueles com idade superior ou igual a 40 anos.

De forma análoga à análise dos dados da PNAD, é possível afirmar que do ponto de vista agregado o desempenho do mercado formal de trabalho foi muito positivo nos anos 2000, em particular, a partir de 2004, principalmente, quando comparado ao decênio anterior. Todavia, ao redirecionarmos a análise sobre o comportamento setorial do emprego e da renda, nuances e divergências são, novamente, observadas.

**Tabela 6**

**Composição do emprego, por faixa de escolaridade (posterior a 2005)**  
1996 - 2010 (em %)

Escolaridade	1996	2002	2006	2010
Analfabeto	2,95	1,61	0,71	0,50
Até 5º Incompleto	10,86	6,29	4,50	3,55
5º Completo Fundamental	15,44	9,19	6,39	4,54
6º a 9º Fundamental	16,01	12,24	9,81	7,82
Fundamental Completo	16,14	16,64	15,41	13,16
Médio Incompleto	7,19	8,73	8,62	7,94
Médio Completo	18,32	28,55	35,31	41,85
Superior Incompleto	2,97	3,96	4,27	4,13
Superior Completo	10,12	12,80	14,98	16,50
<b>Total</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

Fonte: RAIS, MTE.

**Tabela 7**

**Composição do emprego, por faixa etária.**  
1996 - 2010 (em %)

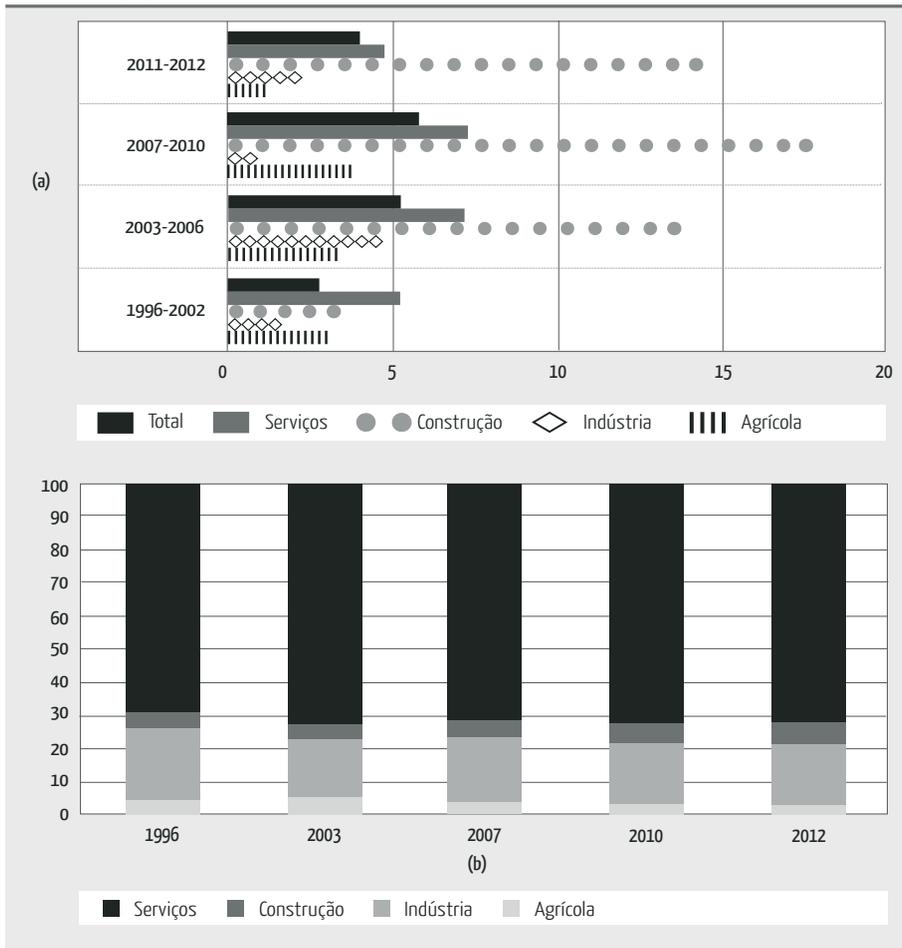
Faixa etária	1996	2002	2006	2010
10 a 14	0,11	0,01	0,01	0,01
15 a 17	2,11	1,01	0,92	0,98
18 a 24	18,69	18,97	17,82	17,12
25 a 29	16,89	16,65	17,51	17,17
30 a 39	31,34	30,36	28,91	28,96
40 a 49	20,83	21,76	22,24	21,56
50 a 64	9,29	10,54	11,86	13,39
65 ou mais	0,74	0,70	0,74	0,82
<b>Total</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>	<b>100,00</b>

Fonte: RAIS, MTE.

No Gráfico 9.a, é possível perceber que embora o número agregado de vínculos formais tenha crescido de forma bastante vigorosa durante todo o período, as taxas médias anuais foram muito diferenciadas entre setores de atividade e por subperíodos. Embora o desempenho do emprego na agropecuária e na indústria tenha sido positivo, suas taxas médias anuais de crescimento oscilaram significativamente com o ciclo econômico. No caso do setor agropecuário a expansão é contínua e em aceleração desde 1996 e, em particular, entre 2003 e

Gráfico 9

Taxa de crescimento (a) e participação (b) dos vínculos formais ativos em 31 de dezembro, por setores de atividade (%)



Fonte: RAIS, MTE. Elaboração Dimac/IPEA.

2010. Tal fato esteve associado à expansão do comércio mundial de *commodities* agrícolas que observou aumentos de preço e *quantum* ao longo desse último período, mas também foi resultado da ampliação da demanda doméstica, tendo em vista o crescimento da renda, sobretudo, nos decis mais baixos da distribuição. Entretanto, a expansão dos empregos na agropecuária desacelerou fortemente entre 2011 e 2012 em decorrência da deterioração da economia mundial e da

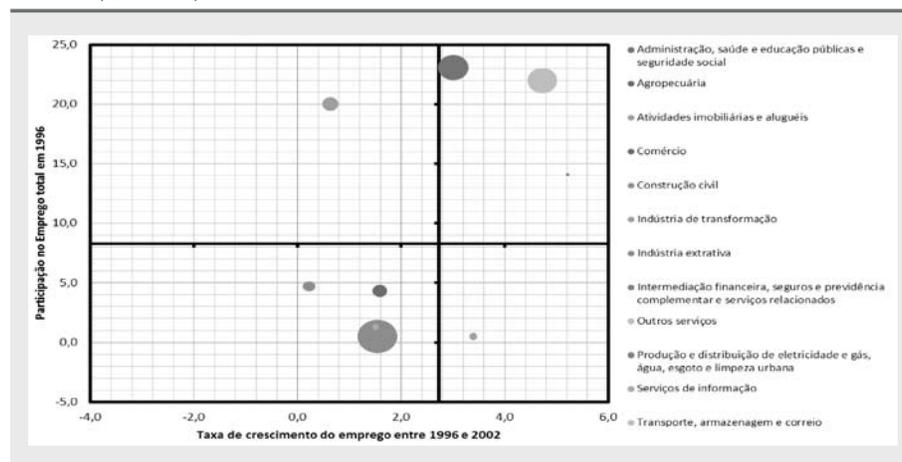
desaceleração do consumo doméstico. Já a indústria teve seu melhor momento entre 2003 e 2006. A partir de 2007, mas, em especial, após a eclosão da crise financeira internacional, as taxas médias anuais de crescimento do emprego formal desaceleraram fortemente. Por sua vez, e novamente no extremo oposto, está o setor de serviços, cuja taxa de crescimento foi significativamente elevada e bastante estável ao longo de todo o período analisado. Por fim, cabe destacar o extraordinário desempenho da construção civil a partir de 2003, com taxas médias anuais elevadíssimas e que se mantiveram em aceleração até 2010, a partir de quando se observa uma modesta desaceleração do crescimento do emprego formal, mas ainda em um patamar muito elevado.

Tal como na análise dos dados da PNAD para o total das ocupações, é possível constatar importantes mudanças na composição setorial do emprego formal (Gráfico 9.b). O setor de serviços ampliou ainda mais sua participação, tornando-se responsável por mais de 72% dos vínculos ativos em 31 de dezembro de 2012. Por sua vez, o desempenho vigoroso da construção fez com que sua parcela no emprego formal saltasse de 4,7% em 1996 para pouco mais de 6% em 2012. Já a agropecuária manteve a tendência de perda de importância relativa na estrutura setorial do emprego formal, com apenas 3,2% dos vínculos em 2012 contra 4,3% em 1996. Por fim, embora os vínculos formais tenham crescido no período, seu peso na composição do emprego formal se reduziu significativamente no período, passando de 22% em 1996 para algo em torno de 18,1% em 2012.

Um olhar um pouco mais desagregado sobre os dados da RAIS permite uma avaliação de alguns padrões de comportamento mais específicos para o período. Nos gráficos 10, 11 e 12 separamos os setores pela sua participação no emprego no início de cada subperíodo, a taxa de crescimento do emprego e dos salários. No primeiro quadrante encontram-se os segmentos com peso elevado no início de cada período e expansão superior à média. O segundo e terceiro quadrantes revelam os segmentos com baixa participação e alto crescimento e baixa participação e baixo crescimento, respectivamente. No quarto quadrante estão aqueles que possuíam participação acima da média e crescimento abaixo da média. Note que, entre 2003 e 2006, os desempenhos setoriais positivos estiveram por conta da indústria de transformação, do comércio, ambos no primeiro quadrante, e das atividades imobiliárias da indústria extrativa, da construção civil e dos serviços de informação, no segundo quadrante. Os destaques negativos ficaram com agropecuária, transportes e correio, intermediação financeira e SIUP (terceiro quadrante), bem como da administração pública e dos outros serviços (quarto quadrante). Esses desempenhos contrastam significativamente com os do subperíodo anterior, com exceção das atividades imobiliárias.

**Gráfico 10**

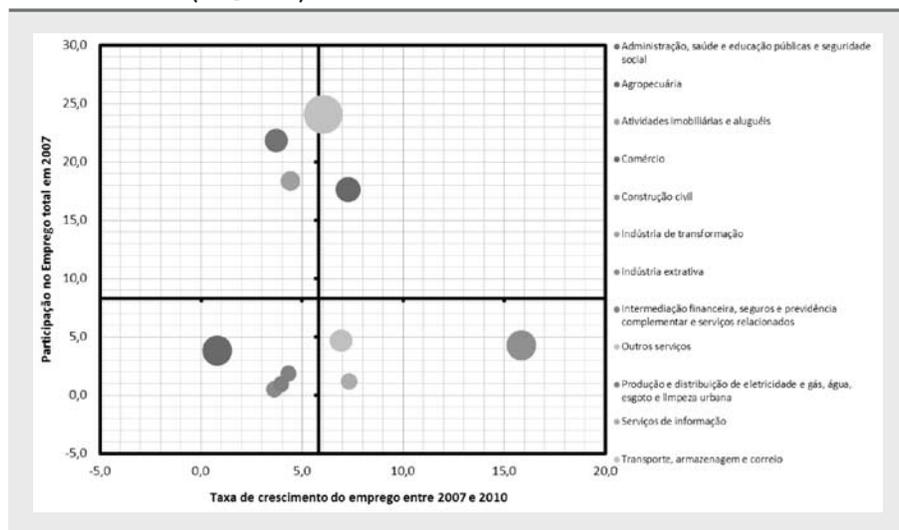
Participação e crescimento do emprego e do salário real (diâmetro da circunferência) real, por setor de atividade econômica (1996-2002)



Fonte: RAIS, MTE. Elaboração, Dimac/IPEA.

**Gráfico 11**

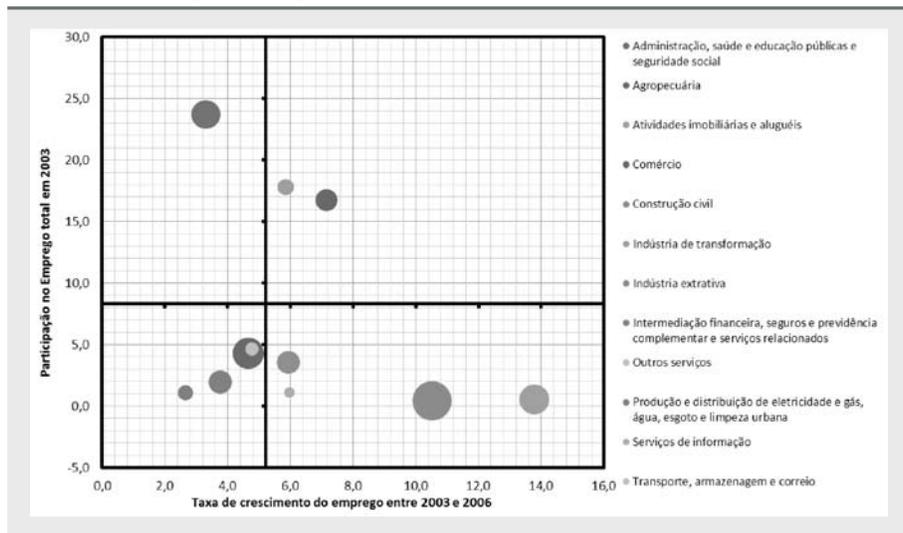
Participação e crescimento do emprego e do salário real (diâmetro da circunferência) real, por setor de atividade econômica (2003-2006)



Fonte: RAIS, MTE. Elaboração, Dimac/IPEA.

## Gráfico 12

Participação e crescimento do emprego e do salário real (diâmetro da circunferência) real, por setor de atividade econômica (2007-2010)



Fonte: RAIS, MTE. Elaboração, Dimac/PEA.

No período compreendido entre 2007 e 2010, os destaques positivos voltaram-se para outros serviços e comércio (primeiro quadrante), construção civil, serviços de informação e atividade de transporte e correio. Entre os piores desempenhos estiveram a intermediação financeira, SIUP, a indústria extrativa e a agropecuária (terceiro quadrante) e a indústria de transformação e a administração pública (quarto quadrante).

Os gráficos 13, 14 e 15 desagregam ainda mais essa informação, revelando, por subperíodos, a performance, em termos de geração de emprego, das 56 atividades classificadas de acordo com o sistema de contas nacionais do IBGE. Para todos os períodos é possível identificar algumas características comuns. A primeira delas diz respeito ao bom desempenho das atividades ligadas ao complexo petrolífero, seja na extração, seja na transformação do produto ou mesmo das atividades ofertantes de insumos. Outro aspecto interessante é que, pelo menos até 2010, os empregos no setor de álcool continuaram a crescer, a despeito dos subsídios à gasolina e à aparente mudança de foco da política energética, tendo em vista as descobertas de petróleo na camada do pré-sal. Ainda no âmbito das *commodities*, cabe destacar o bom desempenho recorrente do complexo de minério de ferro.

A geração de empregos formais também foi vigorosa no setor de máquinas e equipamentos de informática, refletindo a crescente demanda por esse tipo de serviço, tanto por parte das empresas quanto das famílias. Além disso, em linha com o crescimento da formação bruta de capital fixo entre 2003 e 2010, os empregos nas atividades de fabricação de máquinas e equipamentos também se expandiram de forma bastante vigorosa. Ao mesmo tempo, a geração intensa de empregos na construção civil foi uma marca desse período, assim como a expansão dos vínculos no comércio, nos serviços às empresas e nos serviços de informação. A expansão do consumo das famílias também deixou sua marca, ora no maior ritmo de crescimento do emprego formal de serviços domésticos e alimentos e bebidas (2003-2006), ora no aumento mais intenso dos vínculos formais do comércio e do setor de serviços de alojamento e alimentação (2007-2010).

De um modo geral, os dados da RAIS, classificados segundo as 56 atividades do sistema de contas nacionais, mostram que as atividades que apresentaram os melhores desempenhos em termos de geração de emprego formal entre 2003 e 2010 foram, em ordem decrescente, educação pública, serviços imobiliários e aluguel, refino de petróleo e coque, máquinas para escritório e equipamentos de informática, álcool, outros equipamentos de transporte, petróleo e gás natural, construção, minério de ferro, máquinas e equipamentos, inclusive manutenção e reparos, peças e acessórios para veículos automotores, aparelhos/instrumentos médico-hospitalar, medida e óptico, serviços de alojamento e alimentação, comércio, produtos de metal – exclusive máquinas e equipamentos, serviços de informação, máquinas, aparelhos e materiais elétricos, serviços prestados às empresas, eletrodomésticos e artigos de borracha e plástico (gráficos 13, 14 e 15).

É interessante notar, que mesmo no biênio 2011-2012, quando o ritmo de expansão das atividades econômicas foi muito baixo, o crescimento do emprego formal continuou bastante vigoroso, sobretudo nas atividades relacionadas à oferta de serviços domésticos, minério de ferro, serviços imobiliários e aluguel, defensivos agrícolas, produtos químicos, educação pública, serviços de informação, petróleo e gás natural, saúde mercantil e construção. Nesse período, os destaques negativos em termos de geração de emprego ficaram por conta dos artigos do vestuário e acessórios, produtos e preparados químicos diversos, fabricação de aço e derivados, perfumaria, higiene e limpeza, metalurgia de metais não ferrosos, peças e acessórios para veículos automotores, jornais, revistas, discos, fabricação de resina e elastômeros, têxteis, produtos de madeira – exclusive móveis e artefatos de couro e calçados.

Gráfico 13 (a)

Taxa de crescimento do emprego, por 56 atividades do Sistema de Contas Nacionais 1996-2002, por subperíodos (em %)



Gráfico 13 (b)

Taxa de crescimento do emprego, por 56 atividades do Sistema de Contas Nacionais 2003-2010, por subperíodos (em %)



Fonte: Dimac/IPEA.

Gráfico 14 (a)

Taxa de crescimento do emprego, por 56 atividades do Sistema de Contas Nacionais 2003-2006, por subperíodos (em %)

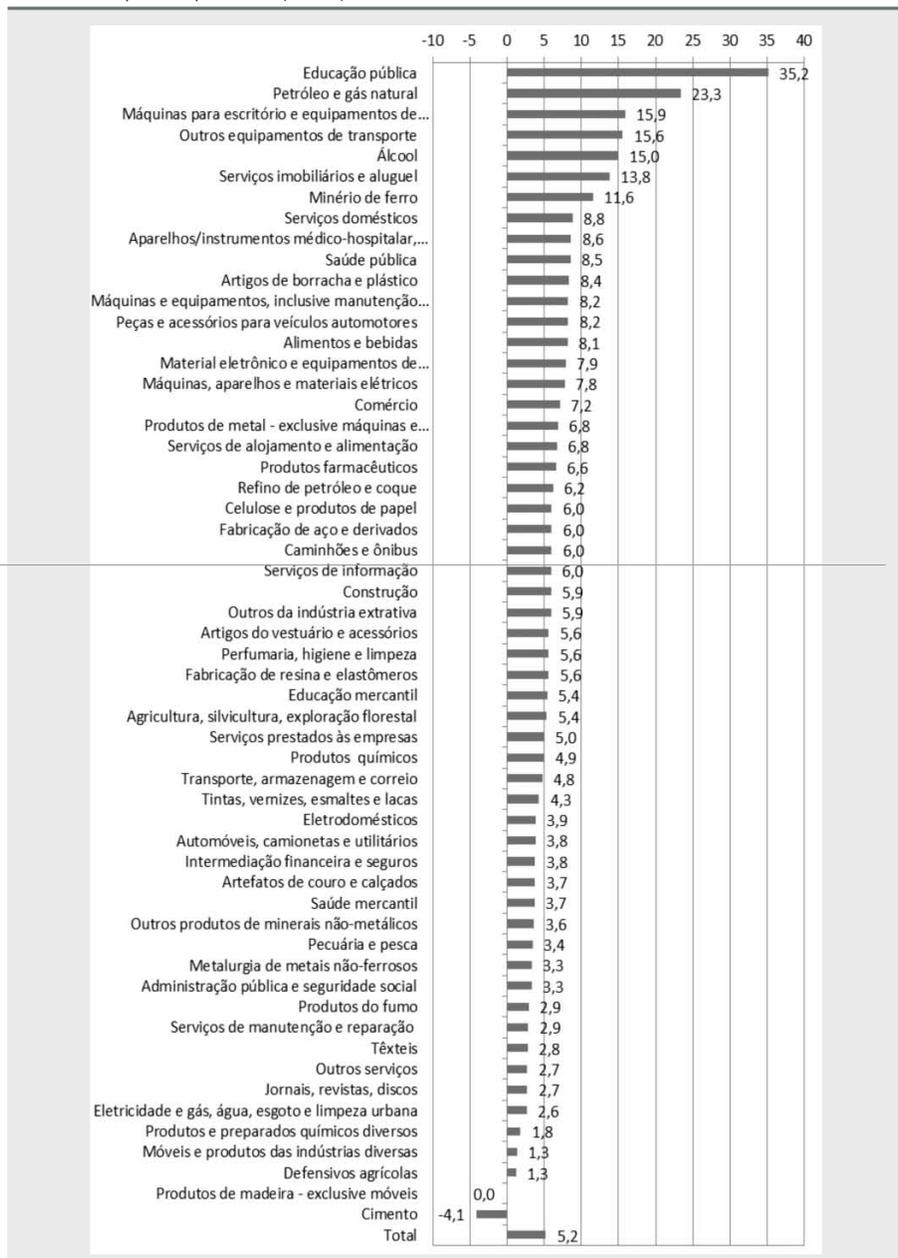


Gráfico 14 (b)

Taxa de crescimento do emprego, por 56 atividades do Sistema de Contas Nacionais 2007-2010, por subperíodos (em %)



Fonte: RAIS, MTE. Elaboração, Dimac/IPEA.

## Gráfico 15

Taxa de crescimento do emprego, por 56 atividades do Sistema de Contas Nacionais 2011-2012, por subperíodos (em %)



Fonte: RAIS, MTE. Elaboração, Dimac/PEA.

## CONSIDERAÇÕES FINAIS

Este trabalho procurou fazer um balanço das principais características da evolução recente do mercado de trabalho brasileiro, em particular, o impacto da dinâmica setorial no nível e na composição do emprego formal, com base, sobretudo, nos dados da RAIS para o período compreendido entre 1995 e 2012.

Ao longo do texto foi possível constatar o extraordinário vigor do mercado de trabalho brasileiro que foi capaz de reduzir a desigualdade de renda, a pobreza e a informalidade, em meio a um processo simultâneo de crescimento dos salários reais médio e do volume de ocupações, bem como de redução da taxa de desemprego

Do ponto de vista macrossetorial, constatou-se o aumento, sobretudo, da participação dos setores de serviços e da construção civil. Já no que diz respeito às 56 atividades do SCN, verificou-se que a dinâmica das ocupações foi muito diferenciada e que os segmentos que mais se destacaram foram educação pública, serviços imobiliários e aluguel, refino de petróleo e coque, máquinas para escritório e equipamentos de informática, álcool, outros equipamentos de transporte, petróleo e gás natural, construção, minério de ferro, máquinas e equipamentos, inclusive manutenção e reparos, peças e acessórios para veículos automotores, aparelhos/instrumentos médico-hospitalar, medida e óptico, serviços de alojamento e alimentação, comércio, produtos de metal – exclusive máquinas e equipamentos, serviços de informação, máquinas, aparelhos e materiais elétricos, serviços prestados às empresas, eletrodomésticos e artigos de borracha e plástico.

A dinâmica do mercado de trabalho certamente estará no centro do debate econômico dos próximos anos. Para aqueles que acreditam que o modelo brasileiro de crescimento foi marcado pela expansão do consumo, via aumento do emprego, dos salários reais e do crédito, em oposição ao investimento, a estratégia de crescimento passará por um aumento da poupança doméstica, através da redução do consumo, sobretudo, por meio de uma queda dos salários reais, medida que se prestaria, ainda, a aumentar a competitividade brasileira em um contexto de baixo dinamismo da economia e do comércio mundiais.

No entanto, as evidências contidas no capítulo 2 revelam que não houve oposição entre consumo e investimento e, mais do que isso, que o investimento privado em máquinas e equipamentos é fortemente influenciado pelo efeito acelerador que depende, principalmente, do consumo (capítulo 1). Nesse sentido e de acordo com as evidências apresentadas neste capítulo, como a expansão dos salários esteve positivamente correlacionada com o nível de emprego e ambos, por meio da massa salarial, impactam positivamente

te o consumo e o investimento (via efeito acelerador), é bastante provável que num contexto internacional adverso, debilitar os salários e o emprego se configure como um “tiro no pé”, pois consistirá em desarticular a mais importante fonte de expansão da demanda agregada e, conseqüentemente, de crescimento econômico dos últimos anos e no pior momento possível.

### REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- AMITRANO, C. R. O regime de crescimento econômico brasileiro: uma apreciação sobre o período 1995-2009. In: IPEA. *Brasil em Desenvolvimento: Estado, planejamento e políticas públicas*. Brasília, 2010.
- BALTAR et al., 2010, Trabalho no governo Lula: Uma reflexão sob recente experiência brasileira. *Carta Social e do Trabalho*, n. 12 – out./dez. 2010. IE/Unicamp, Campinas, 2010.
- BALTAR, P. E.; LEONE, E. T. *O mercado de trabalho no Brasil nos anos 2000 n. 19* – Julho a Setembro de 2012. IE/Unicamp, Campinas, 2012.
- BARABOSA-FILHO, N. *An Unusual Economic Arrangement: The Brazilian Economy during the First Lula Administration, 2003–2006*. Int J Polit Cult Soc, 2008;
- BARBOSA-FILHO, N. Latin America: Counter-Cyclical Policy in Brazil: 2008-09. *Journal of Globalization and Development*, V. 1 [2010], Iss. 1, Art. 13.
- CARLIN, W.; SOSKICE D. Reforms, *Macroeconomic Policy and Economic Performance in Germany*, 2007. Disponível em: <[www.ucl.ac.uk/~uctpa36/Carlin\\_Soskice\\_Germany\\_2007.pdf](http://www.ucl.ac.uk/~uctpa36/Carlin_Soskice_Germany_2007.pdf)>.
- \_\_\_\_\_. *German economic performance: disentangling the role of supply-side reforms, macroeconomic policy and coordinated economy institutions*. Socio-Economic Review, v. 7, p. 67–99, 2009.
- CARVALHO, C.H.A. *Política Pública para a Educação Superior no Brasil (1995-2008): ruptura e/ou continuidade?* Tese de Doutorado. IE/Unicamp, 2011.
- CEPAL; OIT. *Emprego, Desenvolvimento Humano e Trabalho Decente: A Experiência Brasileira Recente*. Brasília, 2008.
- DEDECCA, C. S. Notas sobre a Evolução do Mercado de Trabalho no Brasil. *Revista de Economia Política*, v. 25, n. 1 (97), p. 94-111, jan./mar., 2005.
- HEIN, E.; TARASSOW, A. Distribution, aggregate demand and productivity growth: theory and empirical results for six OECD countries based on a post-Kaleckian model. *Cambridge Journal of Economics*, 34, p. 727–754, 2010.

- HEIN, E.; VOGEL, L. Distribution and growth reconsidered: empirical results for six OECD countries. *Cambridge Journal of Economics*, 32, p. 479–511, 2008.
- IPEA. Boletim Mercado de Trabalho - *Conjuntura e Análise* n. 54, 2013a.
- IPEA. Comunicado IPEA n. 159, 2013b.
- IPEA. Comunicado IPEA n. 160, 2013c.
- KREIN et al. Trabalho no governo Lula: avanços e contradições. *Revista ABET* v. X - n. 2 - Jul./Dez. 2011.
- KUPFER et al. (2013) “Different Partners, Different Patterns: Trade and Labour Market Dynamics in Brazil’s Post-Liberalisation Period”, OECD Trade Policy Papers, N. 149, *OECD Publishing*. <http://dx.doi.org/10.1787/5k480c265kq1-en>.
- LAVOIE, M. *Foundations of Post Keynesian Economic Analysis*, Aldershot: Edward Elgar, 1992.
- NAASTEPAD, C.W.M. Technology, demand and distribution: a cumulative growth model with an application to the Dutch productivity growth slowdown. *Cambridge Journal of Economics*, 30, p. 403–434, 2006.
- NAASTEPAD, C.W.M.; STORM, S. OECD demand regimes (1960–2000). *Journal of Post Keynesian Economics*, Winter, V. 29, N. 2, p. 211–246, 2006–7.
- RAMOS, L. Desempenho recente do mercado de trabalho brasileiro: 1992–2005. *Revista de Economia Política*, v. 29, n. 4 (116), p. 406–420, outubro-dezembro/2009.
- REIS, M. Um panorama do mercado de trabalho brasileiro no período 1996–2009. Nota técnica. *Boletim mercado de trabalho*, n. 50, fev. 2012. IPEA, 2012.
- SAWYER, M. (2002) The NAIRU, *Aggregate Demand and Investment*. *Metroeconomica*, v. 53, Issue 1, p. 66–94, February, 2002 .
- SQUEFF, G. *Desindustrialização em debate*: aspectos teóricos e alguns fatos estilizados da economia brasileira. Radar: tecnologia, produção e comércio exterior. N. 21. IPEA, 2012.
- SOSKICE, D. Varieties of Capitalism and Macroeconomic Institutions. In: HANCKE, B. RHODES, R. E THATCHER, M. (eds.). *Beyond Varieties of Capitalism*. Oxford: Oxford University Press, 2008.
- STOCHAMMER (2008) *Is the nairu theory a monetarist, new keynesian, post keynesian or a marxist theory?* *Metroeconomica*, V. 59, Issue 3, p. 479–510, Jul. 2008.



## CAPÍTULO 5

**NOTAS SOBRE AS DINÂMICAS  
RELACIONADAS DO CONSUMO DAS  
FAMÍLIAS, DA FORMAÇÃO BRUTA DE  
CAPITAL FIXO E DAS FINANÇAS  
PÚBLICAS BRASILEIRAS NO  
PERÍODO 2004-2012**

**Projetos**  
para o **Brasil**



CLÁUDIO HAMILTON MATOS DOS SANTOS<sup>1</sup>**NOTAS SOBRE AS DINÂMICAS  
RELACIONADAS DO CONSUMO DAS  
FAMÍLIAS, DA FORMAÇÃO BRUTA  
DE CAPITAL FIXO E DAS FINANÇAS  
PÚBLICAS BRASILEIRAS NO PERÍODO  
2004-2012****INTRODUÇÃO**

De acordo com os melhores dados disponíveis quando da elaboração deste texto<sup>2</sup>, o consumo das famílias e a formação bruta de capital fixo (i.e. o investimento) da economia brasileira cresceram em média 4,9% e 7,6% ao ano em termos reais, respectivamente, nos nove anos entre 2004 e 2012<sup>3</sup>. O fato de o crescimento da formação bruta de capital fixo (FBCF) ter sido significativamente maior do que o crescimento do consumo das famílias no período em questão é digno de nota. Contrasta, em particular, com a sabedoria convencional de acordo com a qual o modelo econômico adotado desde o governo Lula teria tido uma orientação meramente “consumista”<sup>4</sup>. Tampouco ocorreu por acaso. Com efeito, argumenta-se neste capítulo que o rápido crescimento do investimento foi uma consequência natural, tanto do ambiente externo fa-

1. O autor gostaria de agradecer os comentários de Antônio Carlos Macedo e Silva. Todos os erros do texto são de responsabilidade do autor, entretanto.

2. Ou seja, os dados das contas nacionais anuais (até 2009) e trimestrais (de 2010 até 2012) “referência 2000”.

3. Esses valores sobem para 5,1% e 8,7% ao ano, respectivamente, no período 2004-2011 (visto que 2012 foi um ano fraco do ponto de vista do crescimento econômico) e caem para 4,3% e 6,1%, respectivamente, no período 2003-2012 (dado que 2003 também foi um ano fraco).

4. Ainda que o aumento do consumo das famílias seja uma implicação natural, e bem-vinda, de quaisquer estratégias bem sucedidas de crescimento com distribuição de renda. O ponto é que, em uma economia em crescimento e abaixo do pleno emprego, é perfeitamente possível aumentar simultaneamente o consumo das famílias e a taxa de investimento. Não surpreende, assim, que muitos críticos da estratégia de crescimento adotada desde o governo Lula trabalhem explícita ou implicitamente com a hipótese de que a economia brasileira está (ou esteve) operando em pleno emprego – a despeito dos dados disponíveis (por exemplo, do desemprego em queda ano após ano e das baixas taxas de participação feminina) que não autorizam essa conclusão (ver, a respeito, Ipea, 2013a).

vorável que caracterizou boa parte do período 2004-2012 quanto da própria estratégia de crescimento com distribuição de renda adotada – em particular, do impacto desta última sobre o investimento das empresas não financeiras, das famílias e do governo. Argumenta-se, adicionalmente, que para o sucesso de tal estratégia foi (e é) crucial o papel indutor do Estado – de modo que uma história minimamente completa das dinâmicas relacionados do consumo das famílias e da FBCF da economia brasileira entre 2004 e 2012, e das perspectivas futuras dessas variáveis, passa necessariamente pela análise também da dinâmica das finanças públicas no período em questão.

O restante deste capítulo está dividido em quatro seções. A seguir, nas seções 2 e 3, apresentam-se os números da evolução e da composição tanto do consumo das famílias quanto da FBCF, assim como hipóteses sobre os determinantes das dinâmicas dessas variáveis no período em questão. A seção 4 trata, por sua vez, da dinâmica relacionada às finanças públicas. Por fim, a quinta e última seção articula, contextualiza e resume as principais conclusões das seções anteriores.

## 2. A DINÂMICA DO CONSUMO DAS FAMÍLIAS BRASILEIRAS NO PERÍODO 2004-2012

A despeito do muito que já se escreveu sobre a suposta “euforia consumista” que teria marcado o governo Lula, são relativamente poucas as análises cuidadosas existentes na literatura sobre os determinantes da dinâmica do consumo das famílias brasileiras nesta década<sup>5</sup> – e mesmo sobre o que exatamente é medido pelos dados disponíveis (das contas nacionais anuais e trimestrais). Esta seção tem como objetivo ajudar a preencher essa lacuna de duas maneiras principais. Primeiramente, discutindo a natureza dos dados existentes sobre o consumo das famílias no Brasil e os principais “fatos estilizados” encontrados nestes dados (na subseção 2.1). Em segundo lugar, apresentando interpretações causais para a dinâmica do consumo das famílias brasileiras no período 2004-2012 (nas subseções 2.2 e 2.3).

### 2.1. Os dados e os fatos estilizados disponíveis sobre o consumo das famílias brasileiras

Os dados disponíveis sobre a dinâmica do consumo das famílias brasileiras são provenientes dos sistemas de contas nacionais anuais e trimestrais publicados pelo IBGE. Ressalte-se, assim, desde logo, que os dados das contas

5. Schettini *et alli*. (2012) é uma exceção a esta regra.

trimestrais – cuja principal vantagem é permitir um acompanhamento da economia com uma defasagem temporal de apenas dois meses – são “obtidos sobre uma base de dados incompleta” (IBGE, 2008b, p.8) e, portanto, preliminares. Os dados das contas anuais, por seu turno, são bastante mais detalhados e precisos mas são publicados com uma defasagem temporal típica de dois anos.

É importante ter em mente, ainda, que as metodologias utilizadas no cálculo de ambos os sistemas de contas nacionais mudam de tempos em tempos e que os dados produzidos a partir de metodologias diferentes não são, em geral, diretamente comparáveis. A última mudança importante feita no cálculo das contas nacionais brasileiras ocorreu em 2007 com a adoção da metodologia conhecida como “referência 2000” (IBGE, 2008a). A próxima mudança importante no cálculo das contas nacionais brasileiras, prevista para 2015, será a adoção da metodologia conhecida como “referência 2010” (IBGE, 2013).

Daí que os únicos dados anuais detalhados disponíveis para o período pós-2004, quando da elaboração deste texto, eram os dados das contas nacionais anuais referência 2000 para os anos 2000-2009. Os dados disponíveis para anos anteriores a 2000 foram produzidos utilizando metodologias diferentes (e.g. IBGE, 2004) e os dados definitivos para os anos posteriores a 2009 somente serão divulgados em 2015. Os dados do período 2010-2013 (até o segundo trimestre) utilizados neste texto são, assim, todos extraídos das contas trimestrais referência 2000 – e, portanto, de qualidade inferior aos dados disponíveis para o período 2000-2009<sup>6</sup>.

Seja como for, os dados disponíveis sugerem que a composição do consumo das famílias varia relativamente pouco ao longo do tempo (tabelas 1 e 2). Com efeito, as únicas mudanças dignas de nota no período 2000-2009 aparentemente foram os suaves aumentos na participação de automóveis e eletrodomésticos (Tabela 1) e dos bens industrializados (Tabela 2) e a igualmente suave diminuição na participação dos serviços na cesta de consumo das famílias<sup>7</sup>.

As estimativas do consumo das famílias nas contas nacionais anuais referência 2000 são baseadas nos resultados da Pesquisa de Orçamentos Familiares (POF) de 2002-2003, de modo que, em alguma medida, a referida estabilidade é obtida por construção. Mais concretamente, o procedimento consiste

6. Em condições normais, os dados das contas nacionais trimestrais são revistos anualmente com a publicação das contas nacionais anuais. A não publicação dos dados anuais “referência 2000” para os anos de 2010 e 2011 prejudicou, assim, a qualidade das informações das contas nacionais trimestrais no período 2010-2013.

7. Note-se que a redução no peso dos serviços na cesta de consumo das famílias se deve fundamentalmente ao item “aluguel imputado” – ou seja, à uma tecnicidade das contas nacionais – cujo peso na cesta de consumo final das famílias cai de 12,4% em 2000 para 8,9% em 2009.

em estimar, a partir da POF 2002-2003, as cestas de consumo médias das populações de seis faixas de renda em cada estado – totalizando 162 grupos com perfis de consumo diferentes<sup>8</sup>. A partir desses perfis – e das estimativas da renda relativa de cada um dos grupos, obtidas anualmente da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD) – chega-se a uma primeira estimativa do valor total do consumo das famílias que é, então, submetida a (e ajustada por) uma série de testes de consistência com os demais dados (de produção e preços) das contas nacionais<sup>9</sup>. Ou seja, as variações na cesta de consumo apresentadas nas tabelas 1 e 2 refletem fundamentalmente variações na importância relativa (medida anualmente pela PNAD) de cada um dos referidos 162 grupos/perfis de consumo além de mudanças nos preços e nas quantidades produzidas dos referidos bens.

**Tabela 1****Composição do consumo das famílias**

2000 - 2009 (em %)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Alimentos, bebidas e fumo	18,73	20,20	19,07	20,20	20,56	19,49	19,04	18,99	20,03	19,76
Vestuário e outros têxteis	5,63	5,05	5,29	5,05	5,08	5,20	5,09	5,26	5,34	5,38
Combustíveis	4,57	4,74	4,65	4,74	4,49	4,56	4,75	4,57	4,39	4,37
Eletricidade, gás, água, esgoto e limpeza urbana	3,76	3,73	3,62	3,73	3,96	4,04	3,99	3,80	3,63	3,60
Perfumaria, limpeza e farmacêuticos	4,93	4,96	4,77	4,96	5,03	5,21	5,33	5,32	5,25	5,38
Eletrodomésticos	1,20	1,07	1,03	1,07	1,29	1,37	1,41	1,47	1,48	1,54
Outros eletro-eletrônicos	2,27	2,05	1,95	2,05	2,14	2,14	2,25	2,13	2,19	2,03
Móveis etc,	2,03	2,19	2,09	2,19	2,20	2,28	2,34	2,39	2,48	2,32
Automóveis e outros eqs. de transp.	3,99	3,43	3,84	3,43	3,87	4,18	4,30	4,81	5,14	5,04
Serviços	50,46	50,05	51,24	50,05	48,76	48,86	48,83	48,64	47,48	48,03
Outros	2,43	2,52	2,45	2,52	2,62	2,66	2,67	2,62	2,61	2,54
<b>Total</b>	<b>100</b>									

Fonte: IBGE: Contas nacionais anuais, tabelas de usos. Elaboração do autor.

8. Em 2010 o IBGE disponibilizou os resultados da POF 2008-2009 que embasarão as estimativas do consumo das famílias nas contas nacionais referência 2010.

9. Os detalhes podem ser encontrados em IBGE (2008a, apêndice 3).

Tabela 2

**Atividades produtoras dos bens de consumo das famílias**  
 2000 - 2009 (em %)

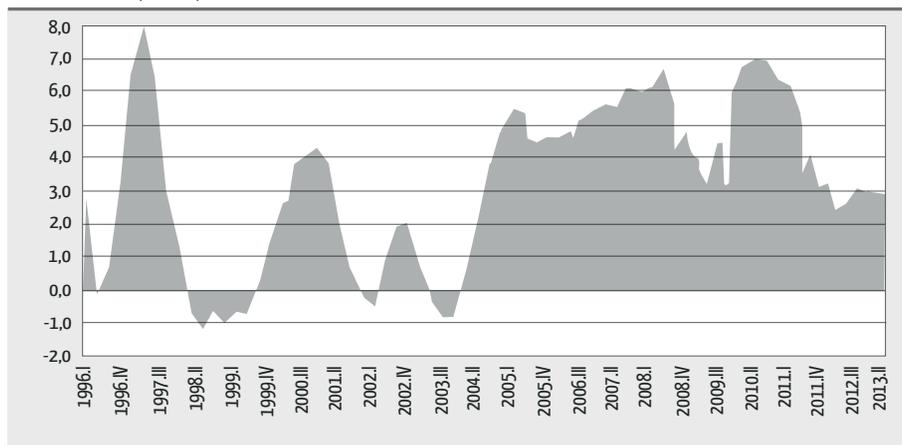
	Agropecuária	Indústria de transformação	Eletricidade, gás, água esgoto e limpeza urbana	Indústria extrativista mineral	Serviços	Total
2000	2,94	42,81	3,76	0,03	50,46	100
2001	3,05	42,75	3,52	0,03	50,65	100
2002	3,26	41,86	3,62	0,03	51,24	100
2003	3,42	42,77	3,73	0,03	50,05	100
2004	3,22	44,02	3,96	0,03	48,76	100
2005	3,15	43,92	4,04	0,03	48,86	100
2006	3,07	44,08	3,99	0,03	48,83	100
2007	3,07	44,46	3,80	0,03	48,64	100
2008	3,59	45,27	3,63	0,04	47,48	100
2009	3,28	45,05	3,60	0,04	48,03	100

Fonte: IBGE: Contas nacionais anuais, tabelas de usos. Elaboração do autor.

Seja como for, o fato é que os dados mais conhecidos sobre a dinâmica do consumo das famílias brasileiras – e que efetivamente mobilizam as discussões sobre a conjuntura macroeconômica do país – são os publicados nas contas nacionais trimestrais (Gráfico 1). Esses são calibrados *a posteriori* para coincidirem exatamente com os dados das contas anuais nos anos em que estão disponíveis (i.e. até 2009 no caso atual). Quando os dados das contas anuais não estão disponíveis (i.e. de 2010 em diante), a hipótese é que o crescimento real do consumo das famílias é “proporcional à oferta a preços básicos (valor bruto de produção mais importações) líquida das exportações” (IBGE, 2008b, p.23) – ainda que “(...) o índice de volume da despesa de consumo das famílias (...) [possa ser] ajustado, quando for o caso, pelos índices dos grupos de produtos da Pesquisa Mensal do Comércio - PMC, calculados pelo IBGE” (ibid) (ver Gráfico 1, na página seguinte).

A história contada pelos dados das contas nacionais trimestrais é de rápida queda, a partir de 2011, na taxa de crescimento do consumo das famílias. De fato, o crescimento real do consumo das famílias cai de 6,9% em 2010 para 4,1% em 2011 e 3,1% em 2012 – patamar no qual tem se mantido em 2013. Fica aparente nos dados, ainda, o contraste entre os ajustes recessivos às crises cambiais de 1998-1999 e 2002-2003 e os resultados menos traumáticos da estratégia anticíclica, colocada em prática em resposta à crise mundial de 2008.

Registre-se que o consumo das famílias manteve-se essencialmente constante em percentagem do PIB no período 2004-2012, a despeito de ter crescido

**Gráfico 1****Taxas de crescimento acumuladas em 4 trimestres**  
1996 - 2013 (em %)

Fonte: IBGE. Contas nacionais trimestrais.

mais rapidamente do que este último em termos reais (4,9% contra 3,9% ao ano em média no período). Isso ocorreu porque os bens de consumo baratearam em relação aos demais bens da economia do segundo semestre de 2003 até o primeiro trimestre de 2011 (Gráfico 2). A reversão dessa última tendência se deu concomitantemente ao processo de desvalorização do real a partir do segundo trimestre de 2011 – e ambos (encarecimento relativo dos bens de consumo e desvalorização do real) se mantinham até o segundo trimestre de 2013, de acordo com o último dado disponível até o fechamento deste texto (Gráfico 2).

## 2.2. O que explica a dinâmica do consumo das famílias brasileiras? Uma primeira aproximação agregada

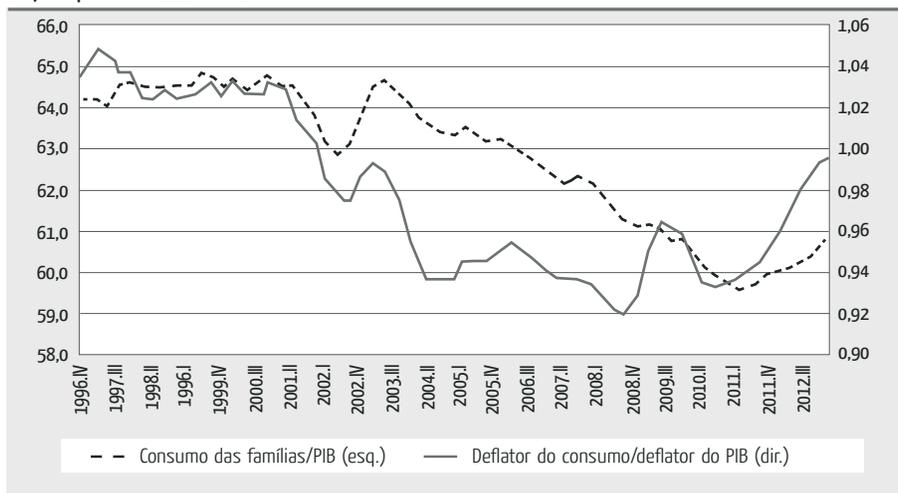
Um olhar sobre os agregados (e preços) macroeconômicos sugere que a evolução do consumo das famílias brasileiras no período 2004-2012 refletiu, em grande medida, as dinâmicas (de aproximações) da renda disponível dessas famílias, do volume de crédito disponibilizado a elas e da taxa de juros real da economia.

A aproximação da renda disponível das famílias utilizada aqui é a mesma de Schettini et al. (2012), a saber, a renda nacional disponível<sup>10</sup> adicionada

10. Vale dizer, o PIB subtraído da chamada “renda líquida enviada ao exterior” e adicionado das “outras transferências correntes líquidas recebidas do exterior”. Essa variável é publicada nas contas nacionais trimestrais.

**Gráfico 2**

**Consumo das famílias (em % do PIB) e deflator do consumo das famílias (como razão do deflator do PIB) no período 1997-2013**



Fonte: IBGE: contas nacionais trimestrais. Elaboração do autor.

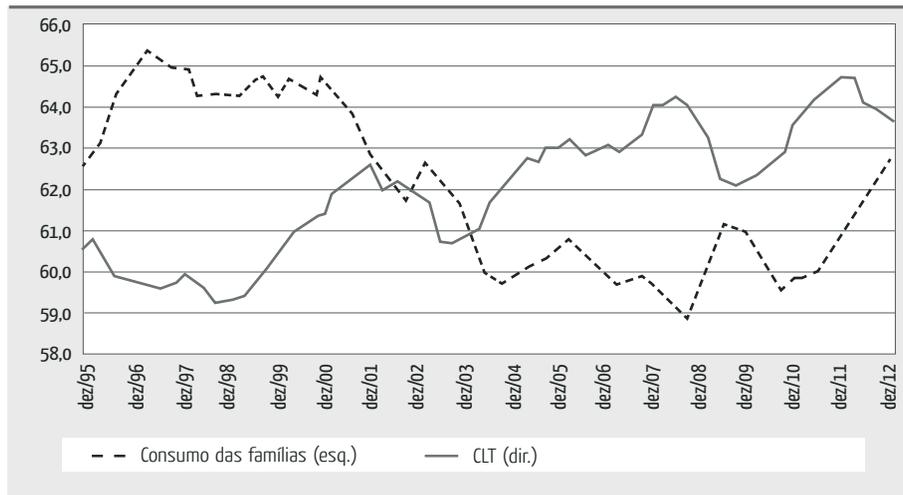
das transferências públicas de assistência e previdência social (TAPS), subtraída da carga tributária bruta (CTB) da economia e deflacionada pelo deflator do consumo das famílias. A intuição subjacente à esta medida é simples. Trata-se fundamentalmente da renda total gerada na economia subtraída da parcela que é enviada ao exterior e da parcela (aproximada) que vai para o governo (i.e. a CTB) e somada à parcela (aproximada) que o governo “devolve” ao setor privado (i.e. as TAPS)<sup>11</sup>. A utilização do deflator do consumo, por sua vez, se justifica pelo fato de grande parte dessa renda disponível ser utilizada na aquisição de bens de consumo.

O resultado da subtração da CTB pelas TAPS é denominado de Carga Tributária Líquida (CTL) e é uma aproximação do montante de recursos que o governo tributa em termos líquidos do (i.e. tributa e não devolve ao) setor privado. A correlação negativa da CTL – que aumentou cerca de 3% do PIB entre 2003 e 2013 (segundo trimestre) – com o consumo das famílias é evidente no Gráfico 3. E a correlação positiva entre o consumo das famílias e a renda disponível do setor privado utilizada neste trabalho é evidente no Gráfico 4.

11. Infelizmente, nem os valores da CTB nem os das TAPS são divulgados nas contas nacionais trimestrais. Os números utilizados neste trabalho são estimativas produzidas por Dos Santos e Costa (2008) e Orair et al. (2013) para a CTB e Dos Santos, Gouvea et al. (2013) para as TAPS.

**Gráfico 3**

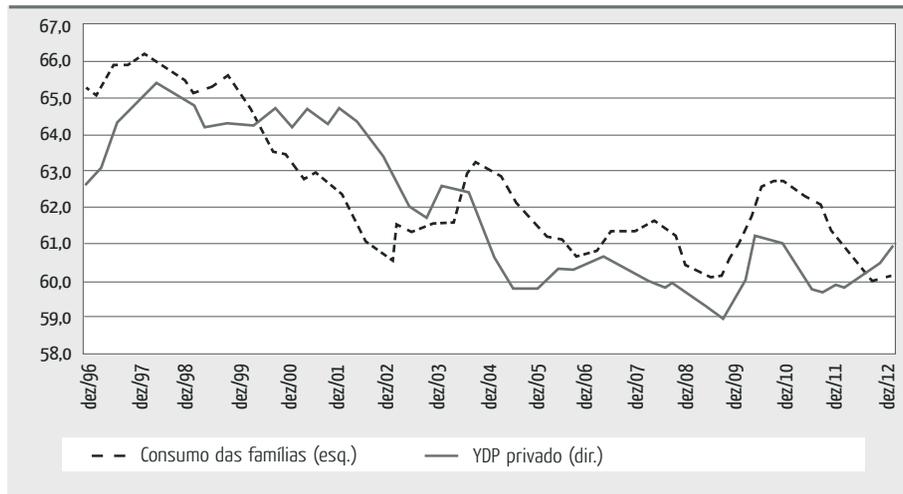
**Carga tributária líquida e consumo das famílias**  
1995 - 2012 (em % do PIB)



Fontes: Ipea: Coordenação de Finanças Públicas, a partir dos trabalhos de Dos Santos e Costa (2008), Orair et al. (2013) e Dos Santos et al. (2013).

**Gráfico 4**

**Renda disponível do setor privado aproximada e consumo das famílias**  
1996 - 2012 (em % do PIB)

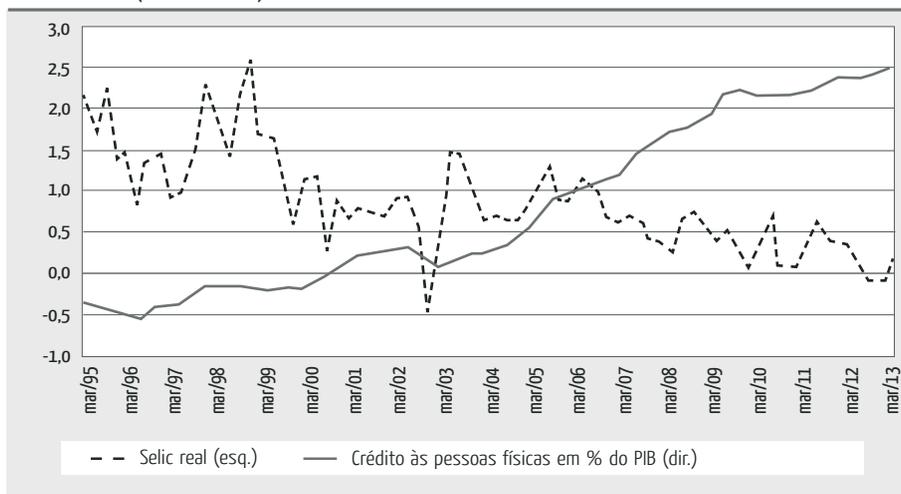


Fontes: IBGE: contas nacionais trimestrais. Ipea: Coordenação de Finanças Públicas, a partir dos trabalhos de Dos Santos e Costa (2008), Orair et al. (2013) e Dos Santos et al. (2013).

Mas a evolução do consumo das famílias brasileiras está correlacionada também com o volume de crédito que é direcionado a estas famílias (positivamente) e com a taxa de juros real (negativamente)<sup>12</sup>. O Gráfico 4 mostra o desempenho dessas variáveis desde 1996 – evidenciando, em particular, o exponencial crescimento do crédito às famílias (medido em % do PIB) e a progressiva redução da taxa básica (SELIC) de juros deflacionada pelo IPCA (até atingir valores negativos no final de 2012) que caracterizaram o período. Deixa clara, ainda, a mudança na trajetória do crédito às pessoas físicas que se seguiu à adoção, por parte do Banco Central do Brasil de medidas macroprudenciais, notadamente no final de 2010<sup>13</sup>.

### Gráfico 5

Taxa de juros (mensal média) real (IPCA) e crédito às pessoas físicas (em % do PIB) 1995 - 2013 (em % do PIB)



Fontes: IBGE: contas nacionais trimestrais. Ipea: Coordenação de Finanças Públicas, a partir dos trabalhos de Dos Santos e Costa (2008), Orair et al. (2013) e Dos Santos et al. (2013).

12. Schettini et alli (2012) e Dos Santos e Teixeira (2012) apresentam farta evidência empírica em favor das correlações mencionadas acima.

13. Como resume BACEN (2011b, p.12), "(...) o Conselho Monetário Nacional (CMN) e a diretoria colegiada do Banco Central adotaram, em dezembro [de 2010], um conjunto de medidas de natureza macroprudencial com o objetivo de aperfeiçoar os instrumentos de regulação, assegurar a estabilidade do Sistema Financeiro Nacional (SFN) e permitir a continuidade do desenvolvimento sustentável do mercado de crédito. As medidas mais importantes foram a elevação dos recolhimentos compulsórios e do requerimento de capital para operações de crédito a pessoas físicas com prazos superiores a 24 meses."

A narrativa acima sugere que a redução da taxa de crescimento do consumo das famílias a partir do segundo trimestre de 2011 foi reflexo da diminuição no ritmo de crescimento do crédito e da desaceleração (e em alguns casos queda) da renda real disponível do setor privado. Esta última, por sua vez, foi causada por um conjunto de fatores, dentre os quais a desaceleração da renda nacional disponível, o crescimento da CTB até o primeiro semestre de 2012 e o encarecimento relativo da cesta de consumo das famílias (Gráfico 2) – que mais que compensaram os impactos positivos do crescimento robusto das TAPS (da ordem de 5% ao ano em termos reais pelo deflator do consumo das famílias) e da redução da taxa de juros real nos últimos trimestres.

### **2.3. Uma olhar mais desagregado sobre a dinâmica do consumo das famílias brasileiras no período 2004-2012**

Conquanto útil para iluminar alguns dos aspectos centrais da discussão, a narrativa acima é por demais agregada para fazer completa justiça ao que se passou entre 2004 e 2013 (segundo trimestre). Uma história mais detalhada deve necessariamente incluir também o impacto das políticas redistributivas – vale dizer, a política de aumentos reais do salário-mínimo (que subiu 62% entre dezembro de 2003 e dezembro de 2012) e dos gastos sociais (e.g. TAPS, que pularam de 14,3% para 15,7% do PIB no mesmo período) – sobre a renda do trabalho e a expansão do crédito<sup>14</sup> e, por estas vias, sobre o consumo das famílias.

Uma análise cuidadosa da dinâmica do mercado de trabalho no período em questão está fora do escopo deste texto. Mas cumpre destacar que, de acordo com os dados das contas nacionais anuais, foram criados cerca de 12,6 milhões de novas ocupações ao longo do período 2004-2009, 90% das quais com vínculos de trabalho formais. A grande maioria dessas ocupações (7,8 milhões) foi criada no setor de serviços exclusive administração pública, mas a indústria de transformação (2,3 milhões de novas ocupações), a construção civil (1,5 milhões) e a administração pública (1,8 milhões) também contribuíram decisivamente para este desempenho. Para o período 2010-2013 não há dados das contas nacionais, mas estimativas baseadas nos registros administrativos do Ministério do Trabalho (bases RAIS/CAGED<sup>15</sup>) apontam a criação de mais 6 milhões de empregos formais entre 2009 e 2012 – 68% dos quais no setor de serviços exclusive administração pública, mas com contribuições importantes também da construção civil (11,7%) e da indústria de transformação (12,5%).

14. Esta última facilitada, também, pela atuação dos bancos públicos.

15. As siglas significam Relação Anual das Informações Sociais e Cadastro Geral de Empregados e Desempregados.

Por outro lado, dados da Pesquisa Mensal de Emprego do IBGE – limitados, até o presente momento, às regiões metropolitanas de Recife, Salvador, São Paulo, Rio de Janeiro, Porto Alegre e Belo Horizonte – sugerem que a dinâmica de redução relativa da informalidade, notadamente no comércio, demais serviços exclusive administração pública e na indústria de transformação, se manteve nos últimos anos (pelo menos nas referidas regiões).

Ambas as pesquisas mostram um forte crescimento dos postos de trabalho em 2010, com desaceleração em 2011 e (mais pronunciada) em 2012 – como, aliás, seria de se esperar em vista da desaceleração do nível de atividade econômica verificada nos últimos anos. Mas a composição precisa dos novos empregos gerados nos últimos três anos [de baixo crescimento do PIB] especificamente – notadamente no setor de serviços exclusive a administração pública – sugere que o mercado de trabalho tem respondido mais diretamente à dinâmica do consumo das famílias. O que, aliás, não surpreende, posto que o consumo das famílias é a destinação principal dos serviços (e das manufaturas, registre-se) produzidos pelos setores que mais têm gerado empregos no país (Tabela 2).

Por outro lado, também é verdade que a evolução do consumo das famílias se beneficiou enormemente dos aumentos da renda – e consequente maior acesso ao crédito – associados a um mercado de trabalho extraordinariamente dinâmico. Com efeito, aparentemente na última década se estabeleceu um círculo virtuoso<sup>16</sup> de acordo com o qual aumentos no salário-mínimo e nas transferências públicas de renda (majoritariamente) às famílias mais pobres levam a aumentos na demanda por bens manufaturados e serviços de consumo que, por sua vez, respondem (principalmente os serviços) gerando mais emprego e mais renda<sup>17</sup>.

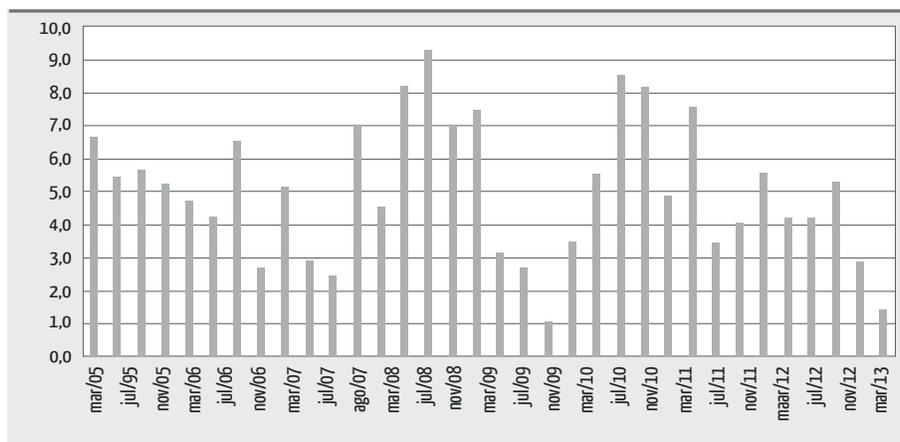
16. Do ponto de vista da inclusão social e do bem-estar presente de dezenas de milhões de brasileiros, naturalmente.

17. Isto em flagrante contraste com a ideia, muito difundida entre economistas conservadores, de que aumentos “artificiais” no salário-mínimo levariam apenas ao aumento do desemprego e/ou da informalidade no mercado de trabalho. Adicione-se que o referido círculo virtuoso já estava desenhado no plano plurianual de 2004-2007 com as diretrizes gerais do primeiro governo Lula. De acordo com este último documento, o governo que ora se iniciava, objetivava “(...) inaugurar um processo de crescimento pela expansão do mercado de consumo de massa e com base na incorporação progressiva das famílias trabalhadoras ao mercado consumidor das empresas modernas (...)” que tinha como objetivo explícito “(...) estabelecer o seguinte círculo virtuoso: aumento de rendimentos das famílias trabalhadoras/ ampliação da base de consumo de massa/ investimentos/ aumento da produtividade e da competitividade/aumento de rendimentos das famílias trabalhadoras - ou, em resumo, um círculo virtuoso entre rendimentos das famílias trabalhadoras e investimentos. O Brasil é um dos poucos países do mundo que dispõe de condições para crescer por essa estratégia, devido ao tamanho de seu mercado consumidor potencial” (Brasil, 2003, p.17). É justo dizer, entretanto, que o documento de 2003 não anteviu a forte concentração do crescimento do emprego nos serviços urbanos e as dificuldades que seriam posteriormente encontradas para aumentar a produtividade da estrutura produtiva brasileira.

Uma medida da dinâmica apenas das rendas salariais, financeiras e provenientes de transferências públicas – por oposição a uma medida de todas as rendas, inclusive imputadas, disponíveis utilizada na subseção anterior – é dada pela variável “massa salarial ampliada” (MSA) publicada pelo Banco Central do Brasil. A análise das taxas de crescimento desta última variável mostra um quadro de forte expansão (em torno de 5% em termos reais) ao longo de quase toda a amostra, com declínios marcados em 2009 e em 2013<sup>18</sup>.

### Gráfico 6

Taxas de crescimento reais (deflator do consumo) da massa salarial ampliada trimestral em comparação com o mesmo trimestre do ano anterior -



Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração do autor.

O crescimento real dos rendimentos do trabalho foi um determinante importante do rápido crescimento do crédito disponibilizado às famílias verificado nos últimos anos (Gráfico 5). Mas não foi o único. Contribuíram para este resultado também o processo de redução contínua da taxa de juros (Gráfico 5), a criação do mecanismo de crédito consignado em 2004, o dinamismo

18. A variável Massa Salarial Ampliada (MSA) é dada pela soma da massa de rendimentos do trabalho (MR), dos benefícios de proteção social (BPS), dos benefícios previdenciários e dos rendimentos financeiros (RF) auferidos pelas famílias. A soma dos benefícios previdenciários com os benefícios de proteção social é um agregado similar às TAPS (ainda que inclua os benefícios pagos por fundos de pensão privados e aparentemente não inclua os saques do FGTS e do PIS-PASEP, os pagamentos dos RPPS dos governos subnacionais e as transferências públicas a instituições privadas sem fins lucrativos). Os rendimentos financeiros são estimativas feitas com base nos saldos das aplicações financeiras das pessoas físicas na poupança, em CDBs, títulos públicos e fundos de investimento. Por fim, a massa dos rendimentos do trabalho é obtida anualmente na PNAD e estimada em bases mensais a partir das informações divulgadas na PME-IBGE.

nos mercados imobiliários (para o qual contribuiu o programa Minha Casa Minha Vida) e a própria política de atuação dos bancos públicos, notadamente a partir da crise de 2008 (Araújo e Cintra, 2011). Por outro lado, as contrapartidas desse crescimento foram consideráveis aumentos no endividamento das famílias e no peso do serviço da dívida sobre a renda das famílias (medida pela MSA disponível acumulada nos últimos 12 meses<sup>19</sup>) desde 2005 (Gráfico 7).

O maior endividamento das famílias não é negativo se reflete a inclusão de mais pessoas nos mercados de crédito (por conta dos referidos aumentos no rendimento do trabalho), ampliação de prazos e melhorias nas condições de pagamento das dívidas ou a aquisição de casas por pessoas que antes pagavam aluguel – e todos estes fenômenos foram, de fato, importantes no período 2004-2013. O relatório de inclusão financeira do Banco Central (BACEN, 2011a, p.58) nos informa, por exemplo, que “a quantidade de pessoas físicas tomadoras (CPFs distintos) identificadas com responsabilidade de pelo menos R\$5 mil cresceu 155% entre 2005 e 2010 e 389%, se considerado o período de janeiro de 2003 a dezembro de 2010”<sup>20</sup>. E os gráficos 8 e 9 mostram, respectivamente, o crescimento dos financiamentos habitacionais na dívida familiar total e o aumento no prazo médio desses financiamentos.

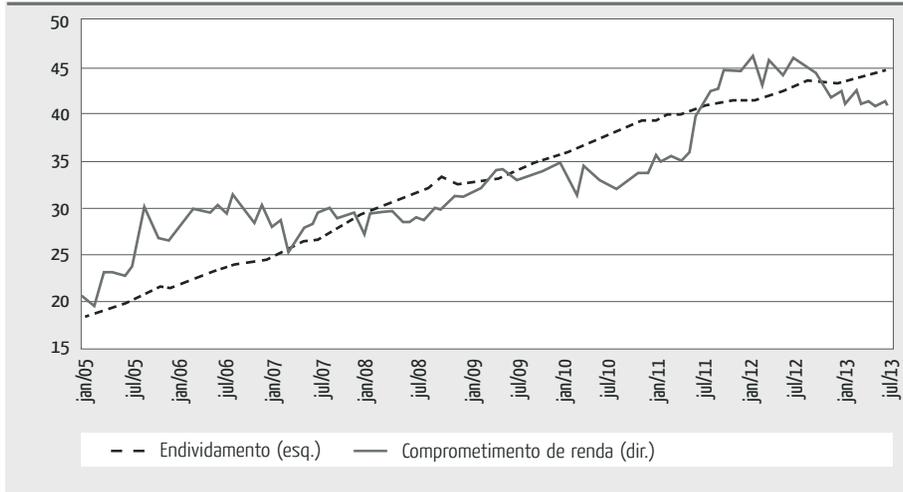
Ainda assim, cumpre reconhecer que a desaceleração das taxas de crescimento do consumo das famílias coincidiu com uma redução do comprometimento (aproximado) da renda das famílias com o serviço da dívida (Gráfico 7) que, por sua vez, foi concomitante ao encarecimento da cesta de bens de consumo (Gráfico 2) e à desaceleração do crescimento do crédito às pessoas físicas (Gráfico 5) e da aproximação da renda disponível utilizada na subseção 2.2 (Gráfico 4) – ainda que tenha ocorrido antes de reduções mais significativas na massa salarial ampliada calculada pelo Banco Central (Gráfico 6).

19. A Massa Salarial Ampliada Disponível (MSAD) é dada pela MSA menos medidas do Imposto de Renda, incidente sobre os rendimentos do trabalho e das contribuições aos regimes geral e próprios da previdência social, e a fundos de pensão privados. As taxas de crescimento trimestrais da MSAD e da MSA são essencialmente as mesmas.

20. Nos informa, ainda, que “os dados de quantidade de operações cujo tomador tenha responsabilidade de até R\$5 mil não podem ser utilizados para análise da evolução ao longo do tempo porque a identificação, quando é feita, refere-se a procedimento voluntário da instituição informante ou a eventual determinação do BCB, por exemplo, para avaliar o risco de uma carteira mais detalhadamente. O BCB estuda a redução do valor mínimo para identificação obrigatória do tomador para R\$1 mil” (ibid).

**Gráfico 7**

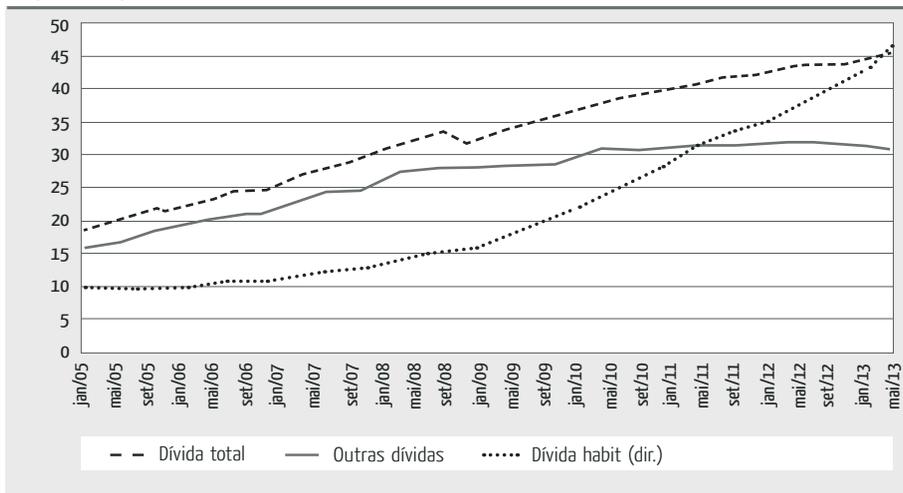
Estoque e serviço da dívida das famílias com o Sistema Financeiro Nacional (em % da Massa Salarial Ampliada Disponível acumulada nos últimos 12 meses)



Fonte: Banco Central do Brasil.

**Gráfico 8**

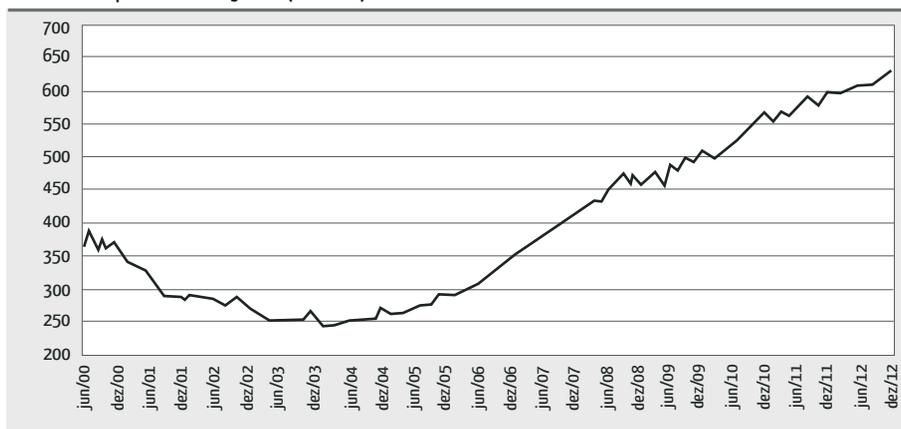
Composição da dívida das famílias com o Sistema Financeiro Nacional (em % da Massa Salarial Ampliada Disponível acumulada nos últimos 12 meses)



Fonte: Banco Central do Brasil.

**Gráfico 9**

**Prazo médio consolidado das operações de crédito para pessoas físicas com recursos livres referenciais para taxa de juros (em dias)**



Fonte: Banco Central do Brasil.

#### **2.4. Como avaliar a dinâmica do consumo das famílias no período 2004-2013?**

O crescimento robusto do consumo das famílias é uma consequência natural e bem-vinda de qualquer estratégia de crescimento inclusivo bem-sucedida em qualquer país em desenvolvimento do mundo – e certamente no Brasil, onde mesmo após uma década de robustos avanços, ainda existiam em 2012 cerca de 15 milhões de pessoas abaixo da linha de pobreza e, dentre estas, 6 milhões vivendo em condições de extrema pobreza (Ipea, 2013b).

A tese de que o crescimento do consumo impede o crescimento do investimento e, por esta via, reduz o ritmo de crescimento da economia só faz sentido se se supõe uma economia operando em pleno emprego – hipótese particularmente implausível no caso brasileiro na última década, marcada pela redução do desemprego medido pela PNAD (PME) de 10,5% (12,3%) em 2003 para 6,7% (5,5%) em 2012. Mesmo em 2012 – quando a hipótese de pleno emprego talvez fosse mais defensável – a taxa de participação feminina ainda era inferior a 50% (Ipea, 2013a), indicando a existência de amplo contingente de pessoas em idade ativa ainda fora do mercado de trabalho. Muito mais plausível, à luz dos dados disponíveis, é a hipótese de que o crescimento do consumo tem tido um importante papel dinamizador para diversas atividades produtivas, notadamente a indústria de transformação (vide Tabela 2) e os serviços urbanos e, por esta via, sobre os níveis de emprego, de produção e de investimento da economia.

É natural, além disto, em processos de inclusão social da escala que se viu no Brasil na última década, que cresçam os níveis de endividamento das famílias. Isto ocorre fundamentalmente porque o crescimento da renda permite mais acesso ao crédito a mais pessoas. No Brasil tal fenômeno foi amplificado pela redução nas taxas reais de juros, por políticas públicas de inclusão financeira e pelo incentivo dado ao governo aos financiamentos habitacionais. A adoção pelo Banco Central de medidas macroprudenciais no final de 2010 teve como objetivo evitar que maiores exageros fossem cometidos e, não surpreendentemente, foi seguida de reduções na taxa de crescimento do crédito (não ligado a financiamentos habitacionais) às famílias e, um pouco mais à frente, de reduções também no nível de comprometimento de renda destas últimas com o serviço da dívida (gráficos 5 e 7).

A redução recente da taxa de crescimento do consumo das famílias se deveu, em parte, à referida desaceleração no crédito às famílias. Mas contribuíram também o encarecimento da cesta de bens de consumo das famílias (Gráfico 2) e a desaceleração do ritmo de crescimento (e em alguns trimestres a redução) da renda disponível do setor privado – e, mais recentemente, a desaceleração mesmo da renda salarial. Ambos movimentos refletem a desaceleração da economia nos últimos dois anos e já estão, em alguma medida, em processo de reversão, como se discute mais à frente.

### 3. A DINÂMICA DA FBCF BRASILEIRA NO PERÍODO 2004-2012<sup>21</sup>

Tal como a seção anterior, esta seção tem dois objetivos básicos, a saber, discutir a natureza precisa dos dados existentes sobre a FBCF no Brasil e os principais “fatos estilizados” encontrados nestes dados (na subseção 3.1) e apresentar interpretações causais para a dinâmica da FBCF no período 2004-2012 (na subseção 3.2).

#### 3.1. Os dados e os fatos estilizados disponíveis sobre a dinâmica da FBCF brasileira

Registre-se, inicialmente, que o quadro da disponibilidade de dados oficiais da FBCF é essencialmente o mesmo do consumo das famílias, isto é, há dados relativamente detalhados sobre o tamanho e a composição da FBCF apenas para o período 2000-2009, publicados pelo IBGE nas contas nacionais anuais “referência 2000”. Os dados (preliminares) que recebem a maior atenção dos analistas, entretanto, são os publicados nas contas nacionais tri-

21. Esta seção se baseia em Dos Santos, Modenesi et alii (2013) e nos dados de Miguez et alii (2013).

mestrais – os únicos oficiais disponíveis para o período 2010-2013, mas que certamente sofrerão fortes revisões quando da publicação das novas contas nacionais “referência 2010” em 2015.

Atualmente o IBGE considera como FBCF gastos com 19 produtos, listados na Tabela 3. São, fundamentalmente, máquinas e equipamentos (desagregados em dez tipos de bens), construção civil e, em escala bem menor, outros tipos de investimento (desagregados em oito bens adicionais). Esses “outros investimentos” consistem em melhorias e/ou aumentos de lavouras e/ou rebanhos, produtos de madeira e móveis, e serviços, por exemplo, de arquitetura e engenharia, geológicos etc., demandados na elaboração, gestão e supervisão de projetos.

As contas nacionais brasileiras referência 2000 utilizam, portanto, uma definição estreita de FBCF que considera apenas ativos ditos “tangíveis”, desconsiderando os “intangíveis” – e.g. gastos com exploração de minérios, desenvolvimentos de softwares etc. Não se trata de um detalhe. Os gastos com ativos intangíveis representaram, por exemplo, cerca de 16% da FBCF britânica em 2012. Este é, aliás, um dos problemas que pretende resolver na revisão das contas nacionais ora em curso (IBGE, 2013).

Os dados da Tabela 3 resumem a composição do investimento pelo lado da oferta – i.e. explicitam o que foi comprado por quem decidiu investir. Os dados da Tabela 4, por sua vez, resumem as informações oficiais disponíveis pelo lado da demanda, i.e. sobre quais setores, de fato, investiram. E apontam que as empresas não financeiras (multinacionais, privadas nacionais e estatais, somadas) responderam, em média, por 61,5% da FBCF total da economia no período 2000-2009, com as famílias contribuindo com pouco menos de 25%, as administrações públicas (i.e. a União, os 26 estados, o Distrito Federal e os 5564 municípios brasileiros) com pouco menos de 12% e as empresas financeiras e as instituições sem fins lucrativos a serviço das famílias somadas com menos de 2%.

Infelizmente para os nossos propósitos, as contas nacionais referência 2000 não publicam dados sobre a FBCF das empresas estatais brasileiras – outro problema, diga-se, que deve ser remediado quando da publicação das contas nacionais referência 2010. Os poucos dados oficiais disponíveis, resumidos na Tabela 5, são os divulgados na pesquisa “Finanças Públicas”, descontinuada pelo IBGE em 2007. A última publicação da referida pesquisa foi feita em 2006 com dados relativos a 2003 e dava conta que as empresas estatais brasileiras (todas somadas, incluindo financeiras e não financeiras) respondiam por 7,2% da FBCF total da economia em 2003 (Tabela 5). Deste montante, cerca de três quartos eram investimentos de empresas da União e um quarto eram investimentos de empresas dos governos subnacionais.

Tabela 3

### A composição da FBCF brasileira por tipo de produto 2000 - 2009 (em %)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
1 - Construção civil	49,61	46,48	47,29	44,19	43,73	42,28	40,42	38,31	36,31	42,29
2 - Máquinas e Equip.	42,72	45,84	44,33	46,80	47,90	49,86	51,65	54,11	56,69	50,12
2.1 - Produtos de metal, exclusive máq. e equip.	2,68	3,07	3,39	3,60	3,75	4,03	3,74	3,77	3,53	3,31
2.2 - Máquinas e equip., inclusive manutenção/repares	14,57	16,18	16,52	17,87	16,55	16,85	16,81	18,56	20,39	16,67
2.3 - Eletrodomésticos	0,13	0,12	0,10	0,10	0,11	0,14	0,14	0,15	0,13	0,15
2.4 - Máquinas p/ escritório e equip. de informática	5,67	5,36	5,08	4,65	4,75	5,90	7,19	7,38	6,85	6,24
2.5 - Máquinas, ap. e materiais elétricos	2,36	2,61	2,51	2,19	1,48	1,84	1,97	2,03	2,37	2,43
2.6 - Mat. eletrônico e eqsps. de comunic.	6,30	6,34	4,67	5,05	7,42	7,00	6,30	5,46	5,05	3,69
2.7 - Aparelhos/ inst. médico- hospitalar, medida e óptico	2,72	3,59	3,75	3,57	3,55	3,39	3,26	3,25	3,13	3,04
2.8 - Automóveis, camionetas e utilitários	4,23	4,34	3,94	4,31	4,75	5,29	7,59	8,96	9,06	9,05
2.9 - Caminhões e ônibus	3,58	3,67	3,44	4,03	4,00	3,58	3,03	3,12	4,35	3,58
2.10 - Outros eqsps. de transporte	0,46	0,57	0,92	1,43	1,54	1,84	1,62	1,41	1,83	1,96
3 - Outros	7,67	7,68	8,39	9,01	8,37	7,85	7,93	7,58	7,00	7,59
3.1- Outros produtos e serviços da lavoura	0,71	0,88	1,12	1,06	0,98	0,92	0,95	0,82	0,70	0,72
3.2 - Produtos da exp. florestal e da silvicultura	0,21	0,20	0,33	0,36	0,43	0,12	0,13	0,13	0,12	0,14
3.3 - Bovinos e outros animais vivos	2,05	2,14	2,39	2,79	2,49	2,35	2,15	1,95	1,83	1,94
3.4 - Suínos vivos	0,17	0,16	0,14	0,17	0,18	0,17	0,13	0,11	0,10	0,09
3.5- Produtos de madeira, exclusive móveis	0,04	0,03	0,03	0,03	0,07	0,07	0,06	0,07	0,06	0,05
3.6 - Móveis e produtos das indústrias diversas	3,09	2,95	2,75	2,66	2,65	2,77	2,61	2,69	2,43	2,47
3.7 - Atividades imobiliárias e aluguéis	1,10	0,97	1,27	1,60	1,23	1,14	1,48	1,40	1,38	1,71
3.8 - Serviços prestados às empresas	0,31	0,35	0,34	0,34	0,33	0,32	0,42	0,41	0,39	0,47
<b>TOTAL</b>	<b>100</b>									

Fonte: IBGE: Contas nacionais anuais, tabelas de usos. Elaboração do autor.

Tabela 4

**FBCF por setor institucional em % da FBCF total da economia**  
2000 - 2009 (em %)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Empresas não financeiras	60,90	61,99	60,46	61,22	61,93	62,23	60,45	62,30	64,17	59,40
Empresas financeiras	1,16	0,53	0,47	0,26	0,82	0,96	0,82	0,81	0,71	0,71
APU	10,75	11,69	12,58	9,86	10,69	10,95	12,39	12,03	12,84	14,23
Famílias	25,95	24,03	25,25	27,66	25,63	24,66	25,18	23,75	21,22	24,53
Instituições sem fins de lucro a serviço das famílias	1,25	1,76	1,24	1,00	0,93	1,19	1,16	1,12	1,06	1,13

Fonte: IBGE: Contas nacionais anuais.

201

Tabela 5

**Dados disponíveis sobre a FBCF das empresas estatais\***  
1997 - 2003 (em % da FBCF total)

Ano	Empresas estatais totais	Empresas estatais federais	Empresas estatais estaduais e municipais	Total de empresas estatais federais	Total de empresas estatais estaduais e municipais
1997	13,10	8,10	5,00	61,83	38,17
1998	8,20	3,70	4,50	45,12	54,88
1999	7,00	3,40	3,60	48,57	51,43
2000	5,86	3,35	2,51	57,17	42,83
2001	6,97	3,79	3,18	54,38	45,62
2002	8,98	5,70	3,28	63,47	36,53
2003	7,20	5,54	1,66	76,94	23,06

Fonte: IBGE: Finanças Públicas

Obs.: \* A interpretação dos dados da tabela deve levar em conta que várias empresas estatais foram privatizadas em 1998 - o que explica a queda reportada no início da série.

Finalmente, os dados da Tabela 6 (na página seguinte) – que se beneficiam de algumas estimativas *anuais* publicadas nas contas nacionais trimestrais de anos mais recentes – permitem a conclusão de que a aceleração da taxa de investimento da economia no período 2004-2011 (em 2012 a economia cresceu muito pouco e a FBCF caiu) se deu fundamentalmente por conta do aumento do investimento em máquinas e equipamentos – cuja participação na FBCF total atingiu um pico de 56,7% em 2008 (contra 42,7% em 2000). Nos últimos anos – de menor crescimento econômico – o peso da FBCF em máquinas e equipamentos voltou para perto da casa dos 50% da FBCF total, entretanto.

Graças ao trabalho de Miguez et al. (2013) é possível ter dados desagregados também sobre a composição da FBCF no interior do setor institucio-

Tabela 6

FBCF em máquinas e equipamentos, construções e outros tipos de produtos – taxas de crescimento anuais e valores em % da FBCF total da economia

Ano	Peso no PIB	Peso na FBCF total da economia	Taxa de crescimento do índice de volume					FBCF total
			Construção	Máquinas e equip.	Construção	Máquinas e equip.	Outros	
2000	16,80	49,61	42,72	7,67	ND	ND	ND	5,0
2001	17,03	46,48	45,84	7,68	ND	ND	ND	0,4
2002	16,39	47,29	44,33	8,39	ND	ND	ND	-5,2
2003	15,28	44,19	46,80	9,01	ND	ND	ND	-4,6
2004	16,10	43,73	47,90	8,37	ND	ND	ND	9,1
2005	15,94	42,28	49,86	7,85	ND	ND	ND	3,6
2006	16,43	40,42	51,65	7,93	ND	ND	ND	9,8
2007	17,44	38,31	54,11	7,58	5,5	22,0	3,8	13,9
2008	19,11	36,31	56,69	7,00	9,3	18,3	1,7	13,6
2009	18,07	42,29	50,12	7,59	1,0	-12,5	0,4	-6,7
2010	19,46	40,65	52,47	6,89	12,9	30,4	8,0	21,3
2011	19,28	41,36	52,40	6,24	3,9	6,0	-0,4	4,7
2012	18,14	43,75	49,74	6,51	1,9	-9,1	-0,7	-4,0

Fonte: IBGE: Contas nacionais anuais e contas nacionais trimestrais.

nal empresas não financeiras. Desagregando este último setor – responsável, como notado acima, por cerca de 61,5% da FBCF, em média, no período 2000-2009 – por atividade econômica, percebe-se uma razoável estabilidade da composição da FBCF das empresas brasileiras (Tabela 7), com, talvez, leves tendências de perda de importância relativa para a indústria de transformação (se considerarmos o biênio 2008-2009, mesmo sendo este último um ano particularmente ruim para a indústria de transformação) e de ganho de importância relativa do setor de serviços.

Bastante mais populares do que os dados anuais descritos nas tabelas 3-7, entretanto, são os dados (preliminares, como já se disse) publicados nas contas nacionais trimestrais (Gráficos 10 e 11). Estes apontam que, com as notáveis exceções de alguns poucos trimestres em 2005, 2009 e 2012-13, a FBCF cresceu mais rapidamente que o consumo em termos reais durante quase todo o período 2004-2013 (Gráfico 10). Evidenciam, ademais, o crescimento contínuo da taxa de investimentos do país ao longo de todo o período 2004-2008 e a reversão dessa tendência a partir do segundo semestre de 2011 – ajudada pela significativa queda verificada no preço relativo dos bens de capital (medido pela razão entre o deflator da FBCF e o deflator do PIB) nos últimos anos (Gráfico 11).

Tabela 7

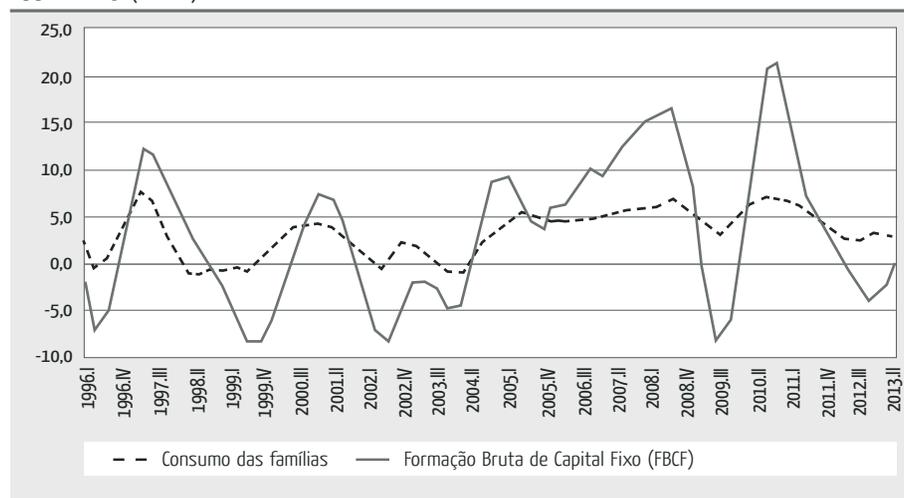
Composição da FBCF das empresas não financeiras (dados em % da FBCF total)  
2000 - 2009 (em %)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009
Agropecuária	5,97	6,93	8,33	9,07	9,70	7,81	7,30	7,88	8,06	6,68
Extrativa mineral	2,63	2,71	2,17	2,23	2,32	2,43	2,94	2,51	2,48	2,69
Indústria de transformação	23,52	22,91	22,76	21,78	23,24	25,34	23,30	24,02	21,91	19,55
Eletricidade, água, luz, esgoto e limpeza urbana	2,81	2,71	2,65	2,30	2,34	2,25	2,18	2,15	1,73	1,74
Construção civil	3,10	3,39	3,30	2,91	3,32	3,81	4,34	4,56	4,52	4,10
Serviços	22,86	23,34	21,25	23,02	21,01	20,59	20,39	21,18	25,46	24,64
Total da FBCF das empresas não financeiras	60,90	61,99	60,46	61,32	61,93	62,23	60,45	62,30	64,17	59,40

Fonte: IBGE: Contas nacionais anuais.

Gráfico 10

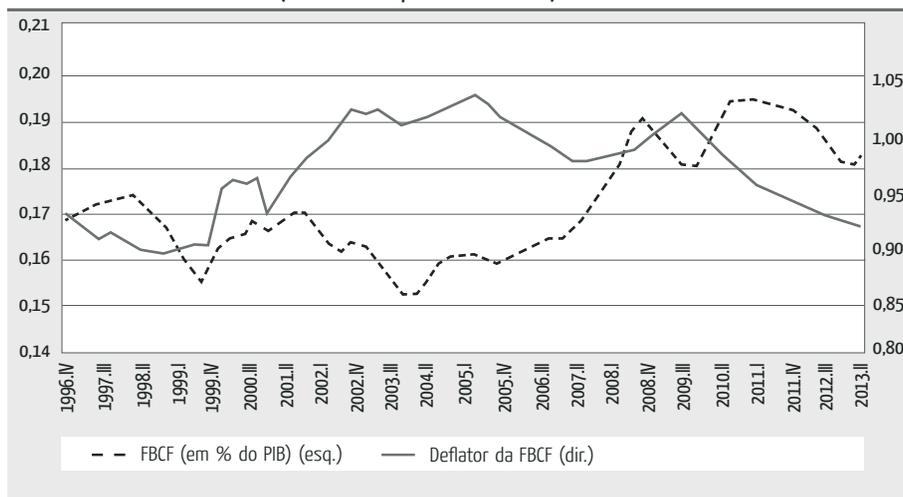
Taxas de crescimento dos índices de volume do consumo das famílias e da FBCF  
1996- 2013 (em %)



Fonte: IBGE: contas nacionais trimestrais. Elaboração do autor.

**Gráfico 11**

Evolução da FBCF (acumuladas em quatro trimestres) em % do PIB (igualmente acumulado) e da razão entre as médias móveis (dos últimos quatro trimestres) dos deflatores da FBCF e do PIB

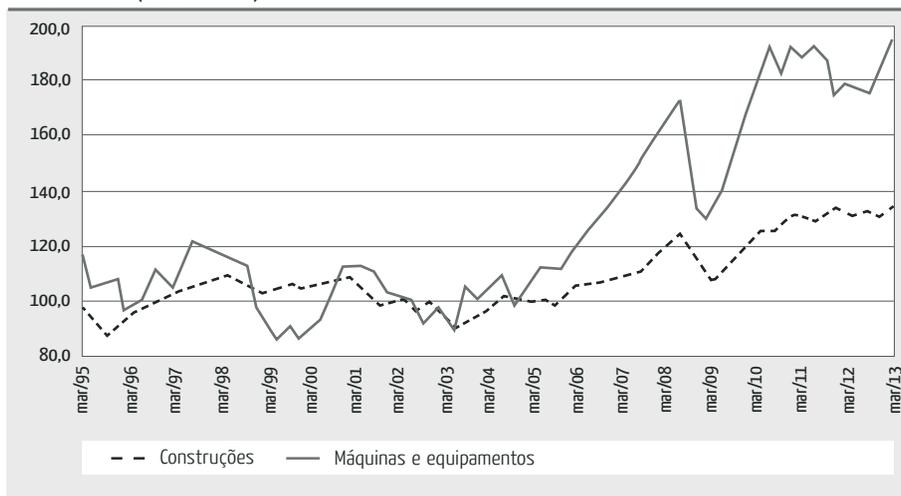


Fonte: IBGE: contas nacionais trimestrais. Elaboração do autor.

### 3.2. O que explica a dinâmica da FBCF brasileira no período 2004-2012? A necessidade de uma abordagem desagregada

Tentativas de explicar a dinâmica da FBCF total da economia (Gráfico 10) diretamente não são incomuns. Minella e Sobrinho (2011, p.58), por exemplo, supõem que a evolução da FBCF em termos reais “é uma função (...) [da FBCF passada], taxa (...) real de juros (...), [do PIB] (tradicional efeito acelerador), preço relativo dos bens de investimento e uma medida de mudanças na incerteza macroeconômica, para a qual usamos como proxy o prêmio de risco-país”.

Mas os comportamentos distintos da FBCF em máquinas e equipamentos e em construções (Tabela 6, Gráfico 12) sugerem que ganhos interpretativos significativos podem ser obtidos em análises mais desagregadas – que, inclusive, permitem que se faça maior justiça ao detalhe estrutural das tabelas 3-7. Mais concretamente, o governo (22%) e as famílias (48%) responderam por cerca de 70% em média da FBCF em construções no período 2000-2009, enquanto as empresas não financeiras responderam por 90% da FBCF em máquinas e equipamentos (Miguez et al. 2013), de modo que parece fazer sentido analisar os dois tipos de investimento separadamente.

**Gráfico 12****Aproximações trimestrais da FBCF em construções e em máquinas e equipamentos  
1995 - 2013 (1995 = 100)**

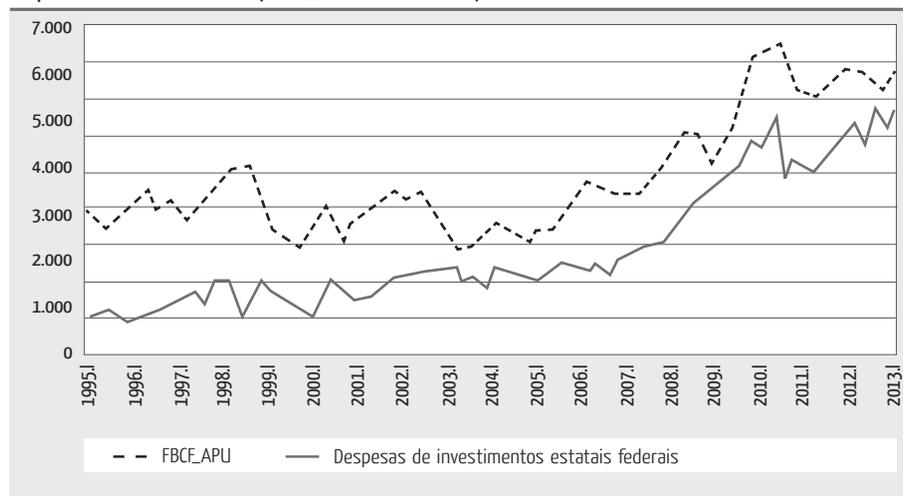
Fonte: Ipea: Diretoria de Estudos e Pesquisas Macroeconômicas. Grupo de Conjuntura Econômica. Baseado em Melo e Carvalho (2013).

Não há dúvidas, em particular, que o comportamento da FBCF em construções é bastante menos volátil e dinâmico do que o da FBCF em máquinas e equipamentos. Isto, de certo modo, contrasta com a experiência internacional – Gangopadhyay e Hatchondo (2009, p. 270), por exemplo, apontam que nos EUA o investimento das famílias é mais volátil que (e antecipa o) investimento das firmas. Este comportamento não aparece nos dados de Miguez et al. (2013), entretanto. Na verdade, boa parte do dinamismo da FBCF em máquinas e equipamentos no período em análise parece ter vindo da dinâmica da FBCF das administrações públicas (APU) – cuja participação no total da FBCF em construções sobe de 19% para 27% entre 2000 e 2009 (Miguez et al. 2013). É sintomático, em particular, que tanto a FBCF em construções quanto a FBCF da APU tenham ficado essencialmente estagnadas em termos reais entre 1995 até 2004 (gráficos 12 e 13), quadro este revertido apenas com o lançamento do Programa de Aceleração do Crescimento (PAC) em 2006. Mas cumpre registrar que a FBCF das famílias parece estar sustentando o crescimento da FBCF em construções nos últimos anos (Gráfico 8) – principalmente a partir de 2011, ano que marca o início de um período de estagnação da FBCF pública (Gráfico 13) – possivelmente refletindo o amadurecimento do programa Minha Casa Minha Vida, lançado em 2009. De todo

modo, o investimento brasileiro em construções fechou 2012 em um patamar apenas 36% maior do que o de 1996, contra crescimentos de 46% do investimento das administrações públicas, 60% do PIB e 76% do investimento em máquinas e equipamentos no mesmo período.

### Gráfico 13

Aproximações trimestrais da FBCF das administrações públicas e das despesas de investimento das empresas estatais federais (em R\$ milhões de 1995)<sup>1</sup>



Fonte: Ipea: Diretoria de Estudos e Pesquisas Macroeconômicas. Coordenação de Finanças Públicas. Baseado em Dos Santos *et alii* (2012).

Nota: 1) Como mencionado anteriormente, o IBGE parou de publicar dados sobre a FBCF das empresas estatais em 2006. Os dados das empresas estatais – federais apenas – são das “despesas de investimento” dessas empresas tal como medidas pela contabilidade pública brasileira, cuja metodologia difere em aspectos importantes da adotada nas contas nacionais.

Além de bastante mais dinâmica do que a FBCF em construções, a FBCF em máquinas e equipamentos também tem se mostrado mais reativa ao ciclo econômico – sendo responsável, na verdade, pela maior parte da variação da FBCF total da economia. Seguindo Dos Santos, Modenesi *et alii* (2013), associamos o forte aumento do investimento em máquinas e equipamentos no país entre 2004 e 2012 (de 7,9% ao ano, em média, em termos reais), a uma conjugação de fatores positivos externos e internos. Primeiramente, os fortes aumentos no comércio mundial e nos preços internacionais (em dólares) de *commodities* ocorridos a partir de 2003 relaxaram a restrição externa do Brasil e dos países em desenvolvimento em geral – permitindo, assim, maiores níveis de crescimento econômico no Brasil e em praticamente toda a periferia

do capitalismo mundial. Daí que já no quarto trimestre de 2003 a FBCF em máquinas e equipamentos começou a se recuperar do ajuste à crise cambial de 2002-2003, puxada, em grande medida, pelos investimentos do setor agropecuário e de serviços de transporte e armazenagem, além da própria indústria produtora de máquinas (Miguez et al. 2013) – em um período marcado por crescimentos anuais do *quantum* exportado acima de 10% e por significativo aumento do investimento externo direto.

O grau de utilização da capacidade na indústria atingiu níveis acima de sua média já no final de 2004 e o ano de 2005 foi marcado por forte aumento no investimento na maior parte dos setores da indústria de transformação (ibid). Mas o grande impulso da FBCF tanto em máquinas e equipamentos quanto em construções se dá no triênio 2006-2008 que marca o lançamento do PAC e a aceleração do investimento das administrações públicas e das estatais federais lideradas pela Petrobras – e que foi ajudado, ainda, por bons anos agrícolas, cenário externo bastante favorável e por forte aceleração do investimento externo direto. Com a economia crescendo a 5% ao ano, as expectativas muito positivas e o grau de utilização da capacidade industrial nos maiores níveis desde o Plano Real, a FBCF da economia cresceu em média 12,5% ao ano no triênio 2006-2008, puxada tanto pela forte aceleração da FBCF em máquinas e equipamentos quanto, em menor grau, da FBCF em construções.

Ambas, a FBCF em máquinas e equipamentos e a FBCF em construções, foram duramente atingidas, naturalmente, pela crise de 2009 – a despeito da continuidade, neste último ano, da forte expansão da FBCF da APU e das despesas de investimento das empresas estatais federais iniciada em 2006. E ambas se recuperaram em 2010, ajudadas pela economia e pelo melhor ano dos investimentos das administrações públicas e das empresas estatais federais (não privatizadas, naturalmente) registrado desde a década de 1970.

O endurecimento da política fiscal e a queda de 11% em termos reais da FBCF da APU em 2011 marcaram o início de um período de baixo dinamismo da atividade econômica que permanecia até o segundo trimestre de 2013, o último dado utilizado na elaboração deste texto. Ainda assim, ambas a FBCF em máquinas e equipamentos e a FBCF em construções cresceram 6% e 4%, respectivamente, em 2011. O ano de 2012, por sua vez, deixou claro, na prática, o que os resultados de vários estudos econométricos – resenhados, por exemplo, em Dos Santos, Modenesi *et alli* (2013) – já sugeriam fortemente, a saber, a baixa sensibilidade da FBCF a reduções nas taxas de juros básicas da economia. Com efeito, e em que pesem a redução da taxa básica de juros para de 12,25% em julho de 2011 para 7,25% ao ano em outubro de 2012 e a maturidade alcançada pelo Programa Minha Casa Minha Vida (um dos respon-

sáveis pelo dinamismo recente dos financiamentos habitacionais às famílias, ver Gráfico 8), a FBCF em construções cresceu apenas 2% em 2012, enquanto que a FBCF em máquinas e equipamentos caiu cerca de 9% (Tabela 6). De todo modo, a deterioração do cenário externo ocorrida no biênio 2011-2012 – com a virtual estagnação do comércio mundial em 2012 – faz com que seja injusto culpar apenas a política econômica pela retração do investimento e do nível de atividade a partir de 2011. Ao contrário do que ocorrera em 2003-2004, o mundo, dessa vez, não ajudou.

### 3.3. Como avaliar a dinâmica da FBCF no período 2004-2012?

Os dados anteriores deixam claro que o investimento de praticamente todos os setores da economia cresceu significativamente ao longo do período 2004-2011, caindo em 2012. Tal fato deve-se, em grande medida, ao investimento das empresas não financeiras em máquinas e equipamentos e, notadamente a partir de 2006, com o lançamento do PAC, aos investimentos das administrações públicas e das empresas estatais federais. A estagnação dos investimentos públicos e a deterioração do ambiente externo contribuíram para a redução das taxas de crescimento da FBCF e, mais geralmente, da economia como um todo a partir de 2011. Os investimentos das famílias brasileiras em habitação – fomentados pelo Programa Minha Casa Minha Vida, iniciado em 2009 – parecem ter sustentado o crescimento da FBCF em construções nos últimos dois anos, mas não têm sido suficientes para alavancar a FBCF total da economia.

O fato de se concentrar em fatores de demanda – não enfatizando as dificuldades causadas aos empreendedores, por exemplo, pela pobreza da infraestrutura de transportes do país, ou pela complexidade do nosso sistema tributário, ou pela baixa produtividade média da nossa força de trabalho, ou pelo alto custo da energia etc. – reflete a constatação que esses problemas não parecem ter determinado diretamente a dinâmica da FBCF brasileira nos últimos anos. Não impediram, em particular, que a FBCF em máquinas e equipamentos quase dobrasse em termos reais entre 2003 e (o segundo trimestre de) 2013. Nem parecem ter piorado recentemente a ponto de justificar a queda de 4,7% da FBCF em 2012 em relação a 2011.

Mas isto não os torna menos importantes – nem implica que as taxas de investimento e crescimento da economia não serão afetadas positivamente por medidas que contribuam para aliviá-los. O caso da escassez de infraestrutura de transportes é, nesse sentido, paradigmático – posto que simultaneamente reflete um problema real e uma oportunidade concreta de alavancar a FBCF (em construções e a) total do país. É correta, assim, a prioridade colocada pelo atual governo nessa área com a criação do Plano de Investimento em Logística

(PIL) – que pode efetivamente vir a lançar as bases de um modelo de parceria público-privada mais produtivo para o país, a despeito de eventuais problemas iniciais em uma licitação ou outra. E sua longa gestação, criticada por muitos, justificada pela complexidade dos estudos que o embasaram – que, de resto, poderiam e deveriam ser melhor discutidos com a sociedade.

Não parece sensato, entretanto, supor que a iniciativa privada possa sozinha resolver os problemas de infraestrutura do país. Nesse sentido, é crucial recuperar a capacidade de investimento do Estado brasileiro, cuja estagnação a partir de 2011 foi um dos principais determinantes da redução do nível de atividade econômica nos últimos anos. A solução desse problema passa por aperfeiçoamentos na institucionalidade que regula a política fiscal brasileira, assunto da quarta seção deste texto.

#### 4. A DINÂMICA DAS FINANÇAS PÚBLICAS NO PERÍODO 2004-2012

As finanças públicas não são, obviamente, fins em si mesmas, mas meios para que as administrações públicas alcancem seus objetivos – pactuados (em algum grau) com os eleitores.

A dinâmica das finanças públicas brasileiras no período 2004-2012 foi essencialmente determinada pelas exigências lógicas e/ou pelos resultados práticos da implementação – admitidamente gradual e incompleta – da estratégia de crescimento com distribuição de renda seguida a partir do primeiro governo Lula e delineada, em grande medida, no Plano Plurianual de 2004-2007<sup>22</sup>.

Esta seção desenvolve essa tese central, tratando, pela ordem e com brevidade, das institucionalidades relevantes para o entendimento das finanças públicas brasileiras (na subseção 4.1), e das dinâmicas da tributação (4.2), dos gastos públicos denominados, nas contas nacionais, de “consumo do governo” (4.3), das transferências públicas de assistência e previdência (na subseção 4.4), dos investimentos públicos (4.5), e da dívida pública e dos gastos (líquidos) do setor público com o pagamento de juros (na subseção 4.6) ao longo do período 2004-2012.

##### 4.1. Um resumo do arcabouço institucional e da operacionalização da política fiscal brasileira

O Brasil é uma federação complexa composta pela União federal, por 26 estados, pelo Distrito Federal e por 5564 municípios. Todos arrecadam

22. Explicita a intenção do governo que ora se iniciava de instaurar uma dinâmica de crescimento baseada na distribuição da renda, ao mesmo tempo que considerava a estabilidade macroeconômica – i.e. a combinação de “inflação baixa e estável”, “contas externas sólidas” e “consistência fiscal caracterizada por uma trajetória sustentável para a dívida pública” – como “elemento central de um projeto de desenvolvimento sustentável” (ibid, p.6).

tributos, ofertam bens públicos à sociedade e se endividam, não raro de modo descoordenado.

As regras básicas de funcionamento da federação brasileira – por exemplo, quais tributos estão à disposição de qual ente federado, as atribuições (em linhas gerais) destes entes e as regras das partilhas federativas – estão definidas na Constituição Federal de 1988 (CF-1988). Esta última define, ainda, os compromissos do Estado para com os cidadãos brasileiros. Para os nossos propósitos, cumpre destacar as disposições constitucionais que definem que (a) “a saúde é direito de todos e dever do Estado, garantido mediante (...) [o] acesso universal e igualitário às ações e serviços para sua promoção, proteção e recuperação” (CF-1988, artigo 196); (b) a “educação básica [é] obrigatória e gratuita dos 4 (quatro) aos 17 (dezesete) anos de idade, assegurada inclusive sua oferta gratuita para todos os que a ela não tiveram acesso na idade própria (artigo 208); (c) a “(...) assistência social será prestada a quem dela necessitar, independentemente de contribuição à seguridade social, e tem [dentre seus objetivos] (...) [a] garantia de um salário-mínimo de benefício mensal à pessoa portadora de deficiência e ao idoso que comprovem não possuir meios de prover à própria manutenção ou de tê-la provida por sua família conforme dispuser a lei” (artigo 206); e, por fim, (d) “(...) [a] previdência social será organizada sob a forma de regime geral, de caráter contributivo e de filiação obrigatória, (...) e atenderá, nos termos da lei, (i) cobertura dos eventos de doença, invalidez, morte e idade avançada; (ii) proteção à maternidade, especialmente à gestante; (iii) proteção ao trabalhador em situação de desemprego involuntário; (iv) salário-família e auxílio-reclusão para os dependentes dos segurados de baixa renda; (v) pensão por morte do segurado, homem ou mulher, ao cônjuge ou companheiro e dependentes (...)” (artigo 201).

Dito de outro modo, a CF-1988 reflete um pacto social no qual cabe ao Estado garantir o acesso universal da população à serviços de saúde e educação públicas (financiadas em regime de colaboração por União, estados, municípios e Distrito Federal), além de ampla cobertura previdenciária para todos os que contribuem para o regime geral da previdência social (RGPS) e do acesso a um salário-mínimo mensal a toda população pobre nos casos de deficiência ou velhice (estes últimos financiados exclusivamente pela União). A operacionalização desse pacto, por sua vez, requer gastos significativos e a criação/funcionamento de complexos mecanismos de coordenação federativa.

Exemplos de mecanismos do tipo são o Fundo de Desenvolvimento da Educação Fundamental (Fundef), regulamentado pela Lei 9.426 de 1996, após a Emenda Constitucional 14 também de 1996 – que posteriormente virou Fundo de Desenvolvimento da Educação Básica (Fundeb), com a promulga-

ção da lei 11.494/2007) – e a Emenda Constitucional 29/2000 que estabeleceu a participação mínima de cada ente federado no financiamento das ações e serviços públicos de saúde e posteriormente foi regulamentada pela Lei Complementar 141/2012. O Fundef/Fundeb e a EC29/LC 141 de 2012 são instituições cruciais para o entendimento das finanças públicas brasileiras no período 2004-2012 porque definiram, em grande medida, quais entes federados receberiam quais recursos e arcariam com quais despesas nessas áreas.

Outras instituições igualmente cruciais para a operacionalização da federação brasileira nos moldes da Constituição de 1988 são (i) o controle das finanças públicas estaduais e municipais pela União, por meio da renegociação das dívidas estaduais (lei 9.496/1997<sup>23</sup>) e pelos limites e mecanismos de controle previstos na Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF, ou Lei Complementar 101/2000) e (ii) a institucionalização, após a crise de 1999, do regime de metas explícitas para a inflação e para o superávit primário, sendo esta última obrigatoriamente fixada no projeto de Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDOs) enviado anualmente ao Congresso Nacional em maio do ano anterior à vigência da meta (e que, em geral, é aprovado, com as devidas modificações, em agosto do referido ano).

Em resumo, uma análise detalhada das finanças públicas brasileiras na última década requer que se preste especial atenção às necessidades de recursos públicos para o financiamento da previdência e assistência social e da saúde e educação públicas nas três esferas de governo. É importante, ainda, acompanhar os gastos com servidores ativos e inativos destas últimas. Com efeito, esses gastos são simultaneamente grandes (do ponto de vista dos recursos financeiros envolvidos) e “não contingenciáveis” – ou seja, acabam tendo prioridade sobre os demais em caso de escassez de recursos.

Por outro lado, as metas de *superávit* primário também são cruciais, visto que são fixadas nas LDOs e que a LRF obriga os entes federados a produzirem relatórios bimestrais de acompanhamento das receitas e das despesas primárias, de modo a garantir que os governos possam reagir (contendo as despesas) no caso de eventuais subestimativas de receitas (LRF, artigo 9) já “nos trinta dias subsequentes” à publicação dos relatórios.

Não é um exagero, portanto, afirmar que os gastos públicos “contingenciáveis” – que incluem gastos de investimento (exclusive, desde 2009, os previstos no PAC, no caso da União federal) e gastos correntes (exclusive

23. Quando este texto foi concluído dava-se como certa a aprovação do Projeto de Lei Complementar 238 de 2013 com mudanças significativas nas condições da lei 9.496.

pessoal) em áreas outras que não saúde, educação, previdência e assistência social – acabam sendo determinados por resíduo, i.e. por eventuais sobras entre a meta do *superávit* primário e a diferença entre as receitas primárias e o total de gastos primários não contingenciáveis. Volta-se a esse ponto na subseção 4.6.

#### 4.2. A dinâmica da carga tributária bruta no período 2004-2012

É analiticamente útil dividir a chamada Carga Tributária Bruta (CTB) em quatro componentes básicos, quais sejam, os tributos incidentes sobre (i) produtos; (ii) rendas; (iii) a folha de pagamentos; e (iv) o patrimônio. Os primeiros passam a ser devidos sempre que alguém compra/vende algo. O segundo tipo de tributo incide sobre o recebimento de rendas de todo o tipo (pelo menos em teoria), independentemente de se e como serão gastas. O terceiro tipo de tributo tem como fato gerador o pagamento de salários a trabalhadores e tem como objetivo precípuo financiar o RGPS, o FGTS e os regimes próprios da previdência social dos servidores públicos, mas uma (pequena) parcela desses se destina ao financiamento da educação (salário educação) e das instituições integrantes do “Sistema S” (SESI, SENAI, SEBRAE etc). Por fim, os tributos sobre o patrimônio têm como fato gerador a propriedade ou transmissão de ativos (notadamente imóveis e automóveis, além de inventários). A lista dos principais tributos classificados em cada grupo é apresentada no Quadro 1. A Tabela 8, por sua vez, mostra a evolução da arrecadação desses grupos de tributos no período 2002-2012, medida em % do PIB.

De acordo com os dados da Tabela 8, a carga tributária bruta cresceu 3,9 pontos percentuais (p.p.) do PIB no período 2004-2012 – mas este número é enviesado pelo fato de 2003 ter sido um ano de crescimento atipicamente baixo. Utilizar o ano de 2002 como referência parece mais adequado e implica um crescimento de 3,3 p.p. do PIB para a CTB na última década.

Dois terços (i.e. 2,2 p.p.) do referido crescimento foram devidos apenas à arrecadação dos tributos sobre a folha de pagamentos, refletindo as dinâmicas virtuosas do emprego e da formalização do mercado de trabalho discutidas na segunda parte deste texto. Apenas as contribuições para o RGPS cresceram 1,5 p.p. enquanto as contribuições para o Sistema S, FGTS e Salário Educação (também incidentes essencialmente sobre a folha de pagamentos de trabalhadores com carteira assinada no setor privado) somadas contribuíram com mais 0,5 p.p. Já as contribuições para os regimes próprios de previdência social dos funcionários públicos demonstraram um dinamismo muito menor do que os demais componentes desse grupo, crescendo apenas 0,2 p.p.

## Quadro 1

### A CTB por base de incidência

Tipos de tributos	Principais tributos em cada grupo <sup>(1)</sup>
Tributos sobre a venda de bens	ICMS, COFINS, PIS, IPI, ISS, IOF, II, CIDE
Tributos sobre a renda	IR, CSLL
Tributos sobre a folha de pagamentos	Contribuições para a previdência social de patrões e empregados, FGTS, Salário Educação, Sistema S.
Tributos sobre o patrimônio	IPTU, CPMF (extinta em 2007), ITBI, IPVA e ITCMD.

Fonte: Elaboração do autor.

Nota: 1) As siglas significam, respectivamente, Imposto de Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS), Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS), Contribuição para o Programa de Integração Social (PIS), Imposto sobre Produtos Industrializados (IPI), Imposto sobre Serviços de Qualquer Natureza (ISS), Imposto sobre Operações Financeiras (IOF), Impostos sobre Importações (II), Contribuição sobre a Intervenção no Domínio Econômico sobre operações realizadas com combustíveis (CIDE), Imposto de Renda (IR), Contribuição sobre o Lucro Líquido das Pessoas Jurídicas (CSLL), Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS), Imposto sobre a Propriedade Predial e Territorial Urbana (IPTU), Contribuição Provisória sobre a Movimentação ou Transmissão de Valores e de Créditos e Direitos de Natureza Financeira (CPMF), Imposto sobre a Transmissão de Bens Imóveis (ITBI), Imposto sobre a Propriedade de Veículos Automotores (IPVA) e Imposto de Transmissão Causa Mortis e Doação (ITCMD).

213

## Tabela 8

### Evolução da carga tributária por base de incidência

2002 - 2012 (em %)

	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Trib. s/ produtos	14,8	14,5	15,3	15,4	15,1	15,1	16,0	14,9	15,6	16,1	16,2
Trib. s/ a renda	6,5	6,3	6,2	6,9	6,8	7,3	7,8	7,3	6,9	7,7	7,2
Trib. s/ a folha de pagamentos	7,8	7,7	8,0	8,4	8,6	8,6	8,7	9,0	9,0	9,4	9,9
Trib.s/ patrimônio e capital	2,5	2,5	2,5	2,5	2,5	2,6	1,3	1,3	1,3	1,3	1,4
Outros	0,7	0,7	0,7	0,8	0,8	0,8	0,7	0,8	0,8	0,8	0,8
CTB total	32,3	31,7	32,6	33,9	33,9	34,4	34,4	33,2	33,5	35,3	35,6

Fonte: Ipea: Coordenação de Finanças Públicas, a partir do trabalho de Orair et al. 2013. Elaboração do autor.

O crescimento de 1,4 p.p. do PIB na arrecadação dos impostos sobre produtos (incluindo a contribuição ao PIS-PASEP<sup>24</sup>) na última década é explicado por pelo menos quatro fenômenos distintos. Primeiramente, o crescimento de 1,1 p.p. dos tributos de ampla base de incidência, a saber, o ICMS (0,4 p.p.) e a dupla PIS-COFINS (0,7 p.p.). Em segundo lugar, o desempenho do ISS (crescimento de 0,4 p.p.) e do Imposto sobre Importações (0,2 p.p.), ambos tributos de alto crescimento, ainda que de peso relativamente baixo na arrecadação total. Em terceiro lugar, o forte aumento do IOF em 2008, para ajudar a compensar o fim da CPMF. Por fim, há ainda os tributos com arrecadações pouco dinâmicas, como o IPI (queda de 0,3 p.p.) e a CIDE-Combustíveis (queda de 0,45 p.p.).

24. Ainda que essas contribuições tenham como objetivo capitalizar o Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT) – e, portanto, sejam caracterizadas como contribuições sociais pelas contas nacionais – a sistemática de cobrança das contribuições ao PIS é muito parecida com as da COFINS, um típico imposto sobre produtos.

Sobre a contribuição para o PIS e a COFINS, que juntas respondem por cerca de 14% da carga tributária bruta total, há que se notar que as mudanças nos regimes de ambos os tributos, respectivamente em 2002 e 2003<sup>25</sup>, tiveram como consequência significativos aumentos em suas alíquotas médias. Mas, desde 2004, a arrecadação desses tributos permanece essencialmente constante quando medida em porcentagem do PIB. A arrecadação do ICMS, que sozinho responde por 21% da CTB, também permaneceu essencialmente a mesma quando medida em porcentagem do PIB entre 2002 e 2011. Praticamente todo o aumento (relativo ao PIB) verificado na arrecadação do ICMS na última década decorreu, assim, do esforço fiscal dos estados em 2012, um ano em que o crescimento do PIB foi particularmente ruim.

O crescimento da arrecadação do imposto sobre importações (de 0,53% do PIB em 2002 para 0,7% em 2012) não é surpreendente à luz do crescimento anual médio de mais 11% do índice de volume das importações brasileiras na última década, do crescimento de pouco menos de 40% do índice de preços (em dólares) das nossas importações de bens desde 2006 e, mais recentemente, do impacto das desvalorizações cambiais. Já o rápido crescimento do ISS (cuja arrecadação passou de 0,6% do PIB em 2002 para 1% em 2012) se deve, em grande medida, à ampliação da base de incidência desse tributo e à coibição da guerra fiscal entre municípios associadas à Emenda Constitucional 37/2002 e à Lei Complementar 116/2003 (Orair et al. 2011), como também ao crescimento e à crescente capacidade tributária nos municípios médios brasileiros.

O fraco desempenho do IPI (de 1,25% do PIB em 2002 para 0,96% em 2012), por outro lado, se deve às desonerações utilizadas em 2009 e 2012 como formas de incentivo ao consumo das famílias e à produção industrial. A virtual eliminação da arrecadação da CIDE combustíveis (que sai de 0,5% do PIB em 2002 para 0,07% em 2012), por seu turno, foi uma forma encontrada pelo governo de diminuir os custos da Petrobras e minimizar a necessidade de reajustes nos preços dos derivados de petróleo.

Os tributos incidentes sobre a renda cresceram bem menos do que os dois grupos anteriores na última década – com um aumento inferior a 0,8 p.p. do PIB. Pouco mais da metade desse crescimento foi devido apenas à arrecadação da CSLL (cuja alíquota incidente sobre o setor financeiro aumentou em 2008), enquanto que o IR sobre as pessoas físicas e o IR retido na fonte sobre

25. Mais precisamente desde as leis 10.637, de 30 de dezembro de 2002 para o PIS, e 10.833, de 29 de dezembro de 2003, para a COFINS. O efeito prático foi fazer com que, na maior parte dos casos relevantes, a tributação deixasse de ser feita sobre o faturamento e passasse a ser feita sobre uma aproximação do valor adicionado.

a folha de pagamentos dos servidores públicos dos governos subnacionais, somados, responderam pela outra metade.

O baixo dinamismo da arrecadação do IR retido na fonte sobre os rendimentos do trabalho – cuja razão em relação ao PIB se manteve essencialmente estável na última década – é digno de nota. Talvez fosse lícito – à luz da arrancada da formalização do mercado de trabalho verificada no período em questão – esperar mais vigor nessa rubrica. Mas há que atentar para o fato de a maior parte dos cerca de 20 milhões de empregos formais criados no país na última década pagar salários inferiores ao limite mínimo de R\$ 1.499,16 mensais a partir do qual o cidadão começa a ter que pagar o IR. Registre-se, ainda, que a criação de duas faixas de tributação adicionais em 2009 teve como consequência a redução da alíquota média dos (ainda relativamente poucos) contribuintes que efetivamente pagam o IR.

Também chama a atenção a queda da arrecadação do IRPJ em 2012, responsável pela estabilidade da arrecadação desse tributo, medida em porcentagem do PIB na última década. A queda é explicada pelo caráter procíclico da arrecadação do IRPJ, cuja base de incidência é uma mistura do lucro e do faturamento das grandes empresas brasileiras. Com efeito, a arrecadação do IRPJ atingiu um pico de 2,6% do PIB em 2008, mantendo-se na casa dos 2,4% do PIB até 2011, antes de cair, em 2012, para 2,1% do PIB, o mesmo patamar verificado em 2002.

Entre os quatro grandes grupos de tributos mencionados acima, apenas a arrecadação dos tributos sobre o patrimônio caiu em proporção ao PIB na última década, em virtude, principalmente, da extinção da CPMF (cuja arrecadação flutuava em torno de 1,3% do PIB) em 2007. Mas cumpre mencionar, em primeiro lugar, o crescimento da arrecadação do IPVA (de 0,47% do PIB em 2002 para 0,61% em 2012) que – com a estabilidade da arrecadação do IPTU na faixa de 0,5% do PIB – é hoje o principal tributo sobre o patrimônio do país em volume de arrecadação. Em segundo lugar, o rápido crescimento das arrecadações dos progressivos Imposto sobre a Transmissão de Bens Imóveis (ITBI) e do Imposto sobre Transmissões Causa Mortis e Intervivos (ITCMDI). A lamentar apenas o pequeno tamanho relativo destes últimos em comparação aos valores verificados nos países desenvolvidos – apesar de terem praticamente dobrado de tamanho na última década, quando medidas em relação ao PIB, as arrecadações do ITBI e do ITCMDI, somadas, ainda hoje respondem por cerca de metade da arrecadação do IPTU.

Essa análise sugere que o crescimento da CTB no período 2004-2012 foi essencialmente endógeno à dinâmica do mercado de trabalho e, portanto, à própria estratégia de crescimento com distribuição de renda experimentada

pelo país a partir de 2004. Nesse sentido, é difícil ver esse crescimento como um mal em si, ainda que não falte na literatura quem aponte os elevados tributos como uma das causas do nosso atraso em relação aos países mais desenvolvidos do mundo – frequentemente desconsiderando as implicações macroeconômicas das escolhas feitas pela sociedade brasileira na CF-1988<sup>26</sup>, as correlações existentes entre as dinâmicas do mercado de trabalho e da CTB no Brasil e as próprias cargas tributárias da maior parte dos referidos países.

Esses fatos não tornam menos verdadeira, entretanto, a afirmação que, tudo o mais permanecendo constante, elevações na tributação brasileira sobre a produção e a folha de pagamentos (principalmente) efetivamente encarecem os nossos produtos em relação aos de nossos competidores externos. Daí a disposição demonstrada pelo governo de desonerar a atividade econômica no país – explícita desde, pelo menos, o lançamento do PAC 2 em março de 2010 e mais pronunciada (sob os efeitos da desaceleração do nível de atividade ocorrida) em 2012, com o lançamento das medidas provisórias 563 (de 3 de abril, posteriormente lei 12.715) e 582 (de 20 de setembro, posteriormente lei 12.794) e de uma série de decretos ao longo de todo o ano (SRFB, 2013a e 2013b). Essas medidas tratam de vários assuntos, mas não parece exagerado afirmar que, na prática, tiveram como principais efeitos (i) reduzir as alíquotas do IPI dos setores de móveis, luminárias, lustres etc., linha branca e automóveis; (ii) reduzir a alíquota do IOF (de 2,5% para 1,5%) para as pessoas físicas; (iii) desvincular as contribuições previdenciárias da folha de pagamentos, passando a base de incidência destas últimas a ser o faturamento das empresas de setores de atividade específicos, dentre os quais, transportes aéreos, transportes rodoviários de passageiro, transporte marítimo de carga e passageiros, comércio varejista, empresas de engenharia e arquitetura, produção de máquinas e equipamentos e outros 42 setores industriais (dentre os quais o têxtil, indústria naval, fabricação de aviões, construção civil etc.).

O impacto das desonerações tributárias no investimento agregado é difícil de mensurar, mas não parece ser muito grande – como vimos na seção 3, os componentes de demanda (e não da oferta) parecem explicar a maior parte

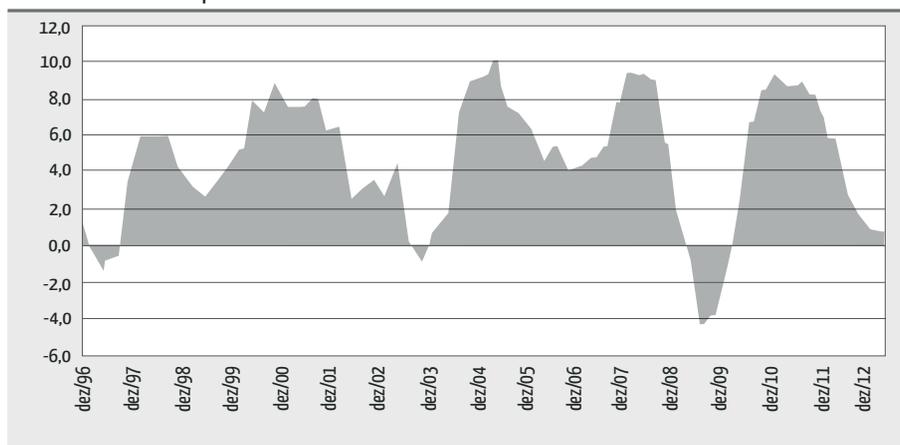
26. Apenas para dar um exemplo, a carga tributária brasileira cairia 9,9% do PIB (ou seja, iria para 26,7% do PIB em 2012) caso a sociedade brasileira tivesse optado por ter um sistema de previdência privado similar, digamos, ao que foi montado no Chile. Neste caso, os tributos sobre a folha de pagamentos poderiam baixar para valores próximos de zero. Ou, mais precisamente, se transformariam em “poupança das famílias” – i.e. a forma pela qual certamente seriam classificadas as contribuições previdenciárias das famílias brasileiras para o novo sistema privado de previdência (mesmo que fossem do exato mesmo valor das atualmente feitas ao RGPS). Vê-se, assim, que os críticos do modelo brasileiro têm alguma razão ao afirmarem que uma ampla reforma na previdência diminuiria a carga tributária e aumentaria a poupança das famílias brasileiras – ainda que os mecanismos de transmissão envolvidos sejam possivelmente mais diretos do que os que têm em mente.

da variação nas taxas de investimento brasileiras, notadamente em máquinas e equipamentos. É certo, entretanto, que as desonerações impactaram fortemente as taxas reais de crescimento da carga tributária bruta – que despencaram para valores próximos de zero a partir do terceiro trimestre de 2012, a despeito da retomada (ainda tímida, é verdade) da atividade econômica verificada nos últimos quatro trimestres (Gráfico 14) – sinalizando uma atenuação (pelo menos) do longo ciclo de crescimento da razão CTB/PIB que se seguiu à estabilização da moeda em 1994.

No longo prazo, entretanto, o quanto exatamente a CTB tem que crescer depende, em última análise, das demandas da sociedade sobre o Estado – que, como vimos acima, não são poucas. Daí a necessidade de olhar com cuidado a dinâmica dos gastos públicos, o assunto das subseções a seguir.

#### Gráfico 14

Taxas de crescimento da CTB a preços constantes (deflator do PIB) acumulada nos últimos quatro trimestres contra os quatro trimestres imediatamente anteriores



Fontes: Ipea: Diretoria de Estudos e Pesquisas Macroeconômicas. Coordenação de Finanças Públicas, a partir dos trabalhos de Dos Santos e Costa (2008) e Orair et al. (2013).

### 4.3. A dinâmica do consumo do governo no período 2004-2012

Assim como ocorre com a carga tributária, é analiticamente útil também dividir os gastos das administrações públicas em quatro componentes básicos. São estes (i) o chamado “consumo do governo”, ou seja, os gastos com o pagamento de servidores públicos ativos, com a depreciação do estoque de capital público e com a compra de bens e serviços (exclusive bens de investimento)

dos demais setores institucionais da economia; (ii) os gastos públicos com transferências de renda às famílias (predominantemente) e aos demais setores institucionais; (iii) a FBCF da administração pública; e (iv) os gastos com o pagamento de juros aos credores da dívida pública<sup>27</sup>. As próximas subseções deste texto seguem esta ordem.

O consumo do governo é o maior dos quatro componentes acima, variando entre 19% e 21% do PIB desde 1996 de acordo com as contas nacionais trimestrais (Gráfico 15). Números oficiais sobre sua composição precisa estão disponíveis para o período 2000-2009 e, adicionados de estimativas do autor para o período 2010-2012, dão conta que o gasto das administrações públicas com o pagamento de salários de servidores ativos cresceu quase 1% do PIB no período 2004-2012, refletindo a criação de cerca de 2,5 milhões de novas ocupações no serviço público (Tabela 9). Houve algum crescimento também nas compras públicas de bens e serviços privados exclusive investimentos (por exemplo, remédios para hospitais, cadernos para escolas e material de escritório para repartições públicas) – chamadas de “consumo intermediário” no linguajar das contas nacionais – mas isto apenas porque o ano de 2003 foi marcado por forte ajuste fiscal. Na verdade, o consumo intermediário das administrações públicas vem flutuando em torno de 7% do PIB desde 2002. Por fim, o aumento de 0,7% do PIB nas contribuições do governo para a aposentadoria dos servidores públicos e a queda de 0,3% na depreciação do estoque de capital público refletem essencialmente técnicas – sendo, portanto, relativamente pouco importantes para os nossos propósitos imediatos<sup>28, 29</sup>.

Note-se que estão incluídos no consumo do governo a maior parte dos recursos gastos com os programas federais, estaduais e municipais de provisão

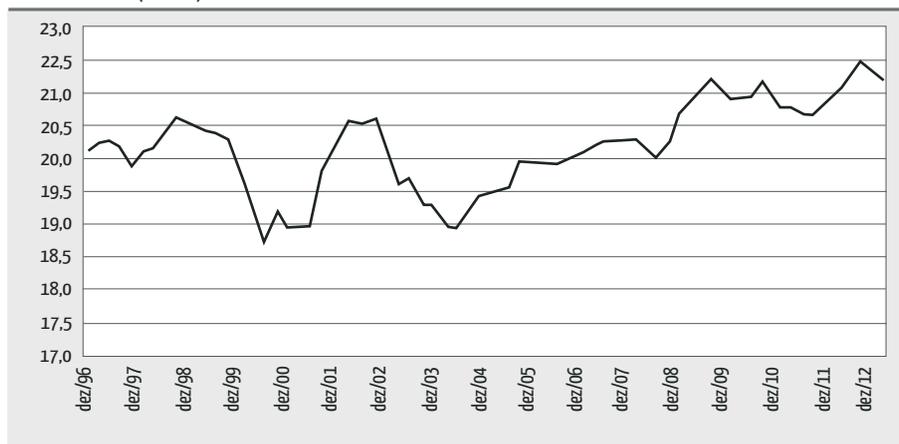
27. Ainda que haja outros tipos de gastos públicos – o governo pode, por exemplo, aumentar o capital de empresas públicas (o que contaria como uma “inversão financeira” no linguajar da contabilidade pública brasileira e não seria computado como FBCF nas contas nacionais) ou simplesmente perdoar uma dívida de algum país muito pobre. Mas o grosso do gasto público consiste nos componentes acima.

28. As contribuições do governo se dividem em efetivas e imputadas. As contribuições efetivas teoricamente têm como objetivo capitalizar os regimes próprios de previdência social dos servidores públicos. Na prática, grande parte dessas contribuições, incluindo a totalidade das federais, é meramente contábil – i.e. transferências de recursos “do governo para ele mesmo”. Já as contribuições imputadas se devem à necessidade teórica de quantificar os benefícios que os servidores públicos têm por contarem com regimes especiais (ditos próprios) de previdência social. Teoricamente dever-se-ia calcular o valor de mercado de planos de previdência privada com benefícios similares aos oferecidos aos servidores públicos e acrescentar (imputar) esse valor aos salários efetivamente recebidos por eles. Na prática, o IBGE aproxima o referido valor de mercado (no agregado) pelo *déficit* contábil do regime próprio de previdência dos servidores federais – o que, evidentemente, é uma simplificação grosseira. Por fim, os gastos com a depreciação do capital fixo das administrações públicas também não envolvem pagamentos efetivos em dinheiro. A ideia é apenas estimar o valor do desgaste natural dos equipamentos públicos e incluir esse valor (teórico) entre as despesas públicas.

29. Ainda que o sejam para o cálculo do PIB brasileiro.

Gráfico 15

Evolução do consumo do governo (como razão do PIB)  
1996 - 2012 (em %)



Fonte: IBGE. Contas Nacionais Trimestrais.

Tabela 9

Composição aproximada do consumo do governo  
2002 - 2012 (em % do PIB)

	2000	2001	2002	2003	2004	2005	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
1 - Consumo do governo	19,17	19,82	20,57	19,39	19,23	19,91	20,04	20,26	20,19	21,21	21,15	20,68	21,45
1.1. Salários dos servidores ativos	8,65	8,84	8,96	8,67	8,35	8,72	9,07	9,04	9,21	9,66	9,30	9,24	9,54
1.2. Contribuições efetivas e imputadas	2,61	2,83	2,81	2,76	2,65	2,62	2,57	2,82	2,82	3,00	3,26	3,38	3,47
1.3. Depreciação do Estoque de Capital Público	1,67	1,66	1,61	1,64	1,6	1,57	1,51	1,41	1,39	1,42	1,30	1,30	1,35
1.4. Consumo Intermediário	6,23	6,37	7,17	6,31	6,66	7,07	6,87	7,1	6,86	7,08	7,28	6,76	7,09
1.5. Erros e omissões (= 1 - 1.1 - 1.2 - 1.3 - 1.4)	0,01	0,12	0,03	0,00	-0,02	-0,07	0,03	-0,11	-0,09	0,04	0,00	0,00	0,00
Memo: Nº de funcionários públicos (milhões)	8,0	8,4	8,6	8,8	9,1	9,3	9,8	10,3	10,4	10,6	ND	11,1	11,3

Fonte: IBGE. Contas Nacionais Anuais (até 2009). Estimativas do autor para o período 2010-2012.

de serviços públicos clássicos, tais como saúde, educação, segurança e transporte públicos, assim como defesa nacional a atividade legislativa e o acesso à justiça. Está se falando, em última análise, dos recursos que sustentam, por exemplo,

o dia a dia das escolas e universidades públicas, dos centros de saúde e hospitais públicos, das forças armadas, das polícias e dos poderes legislativo e judiciário, dentre várias outras repartições públicas, nas três esferas de governo.

Cumpra frisar, entretanto, que os gastos (correntes) com saúde e educação públicas estão sujeitos a vinculações constitucionais e mecanismos de coordenação federativa específicos<sup>30</sup> – e, portanto, têm dinâmicas diferentes dos demais componentes do consumo do governo. Com efeito, o peso dos gastos públicos nessas áreas (contabilizados, em sua grande maioria, como consumo do governo) tem tido, nos últimos anos, uma tendência de crescimento em relação ao PIB, passando de 4,3% do PIB para a saúde e 4,1% do PIB para educação, em 2005, para 5,0% e 5,3%, respectivamente, em 2012<sup>31</sup>. De acordo com as contas nacionais anuais, criou-se perto de 1 milhão de novas ocupações nas áreas de saúde e educação públicas no período 2004-2009. Já estimativas construídas a partir de dados das PNADs apontam que as áreas de saúde e educação públicas responderam sozinhas por mais de metade da criação de (2,5 milhões) ocupações no setor público no período 2004-2012. O setor saúde pública, em particular, aparece como responsável por cerca de dois terços das pouco mais de 600 mil novas ocupações criadas entre 2009 e 2012 nas administrações públicas, enquanto o número de ocupações na área de educação pública parece estar essencialmente estagnado desde 2008<sup>32</sup>. Registre-se, por fim, que, de acordo com os dados do Boletim Estatístico de Pessoal do Ministério do Planejamento, o número de servidores públicos ativos da União federal passou de pouco mais de 856 mil em 2002 para pouco menos de 1 milhão em 2012. Conclui-se daí que quase todo o aumento das ocupações públicas no período 2004-2012 se deveu a contratações dos governos subnacionais.

Em resumo, parece correto afirmar que as vinculações constitucionais e os mecanismos de coordenação federativa existentes para os gastos com saúde e educação levaram a aumentos significativos desses gastos (medidos em % do PIB) e a contratação em grande escala, notadamente por parte dos governos subnacionais, de servidores públicos nessas duas áreas no período 2004-2012. Em particular, desde 2011 o consumo do governo (deflacionado pelo PIB) tem crescido a uma taxa próxima de 3% ao ano (Gráfico 16), a despeito dos melhores esforços da União (Tabela 10).

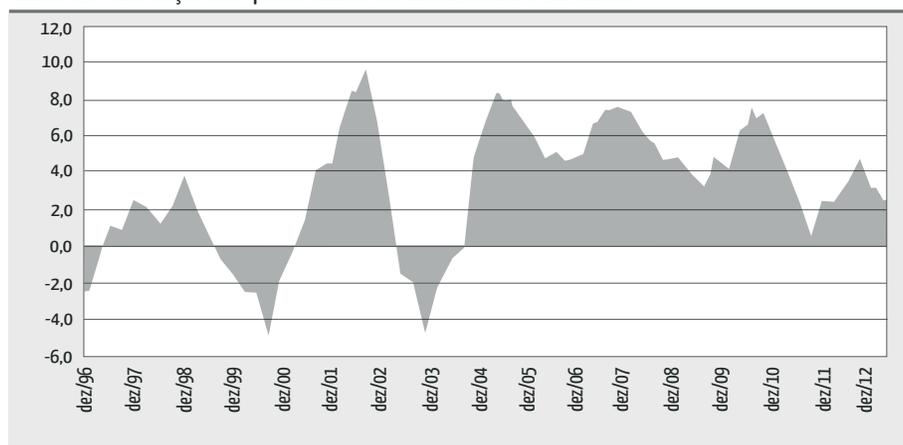
30. Para as vinculações constitucionais ver os artigos 198 e 212 da Constituição Federal. Os arranjos federativos são o FUNDEB (lei 11.494/2007) e o disposto na Lei Complementar 141/2012.

31. De acordo com os dados das bases “Consolidações das Contas Públicas” e “Balanço do Setor Público Nacional” da Secretaria do Tesouro Nacional do Ministério da Fazenda. Mudanças na metodologia de cálculo destas variáveis fazem com que 2005 seja um ano de referência mais adequado do que anos anteriores.

32. Após ter crescido fortemente entre 2000 e 2007, período no qual foram criadas cerca de 800 mil novas ocupações na área.

**Gráfico 16**

Taxas reais (deflator do PIB) de crescimento do consumo do governo acumulado nos últimos quatro trimestres em relação aos quatro trimestres imediatamente anteriores



Fonte: IBGE: Contas Nacionais Trimestrais.

**Tabela 10**

Composição das despesas com salários de servidores públicos por esfera de governo

Ano	Participação no agregado das despesas com salários de funcionários ativos			Taxa de crescimento real em relação ao ano anterior (IPCA)		
	União	Estados	Municípios	União	Estados	Municípios
2008	28.81	40.19	31.00	ND	ND	ND
2009	29.70	38.88	31.42	10.73	3.91	8.87
2010	29.02	39.54	31.44	3.46	7.70	5.98
2011	28.04	40.55	31.41	-1.02	5.06	2.35
2012	26.85	41.50	31.65	-0.67	6.12	4.49

Fontes: Senado Federal: SigaBrasil. Secretaria do Tesouro Nacional: Execução Orçamentária dos Estados e Finanças do Brasil. Elaboração do autor.

#### 4.4. A dinâmica das transferências de assistência e previdência social (TAPS) no período 2004-2012

As TAPS responderam em 2012 por quase 16% do PIB (Tabela 11), sendo, portanto, o segundo grupo de despesas públicas mais importante do ponto de vista dos recursos envolvidos. Essas despesas não envolvem compras de bens e produtos pelos governos, mas repasses de recursos públicos para (fundamentalmente) pessoas e (em escala muito menor) para instituições privadas sem fins lucrativos. Mais concretamente, as TAPS podem ser divididas

em seis grupos, a saber: (i) os pagamentos de benefícios do Regime Geral da Previdência Social (RGPS); (ii) os pagamentos de benefícios de prestação continuada (BPCs) da Lei Orgânica da Assistência Social (LOAS); (iii) os pagamentos de aposentadorias e pensões dos regimes próprios de previdência social dos servidores públicos da União, dos governos estaduais e das prefeituras; (iv) os benefícios do abono salarial e do seguro-desemprego financiados pelo Fundo de Amparo ao Trabalhador (FAT); (v) os benefícios do Programa Bolsa Família (PBF); e (vi) as transferências públicas nos três níveis de governo feitos a instituições privadas sem fins lucrativos.

222

É difícil exagerar a importância macroeconômica e política das TAPS no Brasil atual. Os números falam por si. Atualmente, os benefícios pagos pelo RGPS ultrapassam 26 milhões, enquanto 4 milhões de pessoas recebem benefícios da LOAS<sup>33</sup>. Quase 14 milhões de famílias (e mais de 40 milhões de pessoas) são assistidas pelo Programa Bolsa Família (PBF)<sup>34</sup>. Perto de 35 milhões de saques de contas do Fundo de Garantia do Tempo de Serviço (FGTS) são feitos a cada ano<sup>35</sup>. Mais de 21 milhões de brasileiros recebem o abono salarial e quase 8,5 milhões recebem seguro-desemprego<sup>36</sup>, e há no país, ainda, cerca de 3,5 milhões de servidores públicos aposentados ou instituidores de pensão, dos quais, um milhão pertencentes a União e o restante dos governos subnacionais<sup>37</sup>. Não surpreende, assim, que as TAPS tenham sido diretamente responsáveis – junto com o aumento do salário-mínimo e à dinâmica relacionada do mercado de trabalho – pela queda na desigualdade de renda verificada no país na última década (Soares, 2006).

Por outro lado, o crescimento contínuo das TAPS em níveis mais elevados que a carga tributária e do que o consumo do governo nos últimos anos (gráfico 17) tem implicado forte e crescente pressão sobre os orçamentos públicos, notadamente o federal (responsável pelo RGPS, PBF, abono salarial e seguro-desemprego, além do RPPS dos servidores federais).

Percebe-se, na Tabela 11, que as despesas com os regimes próprios de previdência social e as “outras TAPS” (fundamentalmente transferências a ins-

33. De acordo com dados do Boletim Estatístico da Previdência Social de julho de 2013 publicado pelo Ministério da Previdência Social.

34. De acordo com dados dos Relatórios de Informações Sociais do Ministério do Desenvolvimento Social e Combate à Fome.

35. De acordo com o relatório de gestão do FGTS relativo ao ano de 2012.

36. De acordo com o Relatório de Gestão do Fundo de Amparo ao Trabalhador relativo ao ano de 2012.

37. De acordo com o quantitativo dos servidores dos Regimes Próprios de Previdência Social publicado pelo Ministério da Previdência Social.

Tabela 11

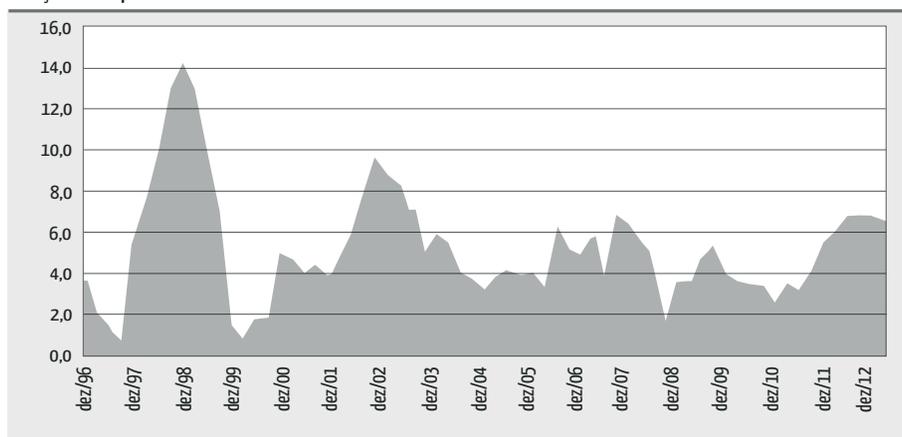
Evolução do tamanho e da composição das TAPS desde 1995  
1995 - 2013 (em %)

Ano	Abono e SD	RGPS	RGPS Estados	RGPS Municípios	RGPS União	FGTS	PBF	LOAS	Outras	Total
1995	0,47	4,40	1,77	0,36	2,08	1,27	0,00	0,25	0,22	10,83
1996	0,45	4,70	1,82	0,34	1,96	1,32	0,00	0,23	0,17	11,01
1997	0,42	4,85	1,75	0,35	1,95	1,45	0,00	0,24	0,19	11,21
1998	0,47	5,29	2,24	0,39	2,12	1,76	0,00	0,27	0,22	12,77
1999	0,42	5,37	2,21	0,37	2,16	1,65	0,00	0,27	0,46	12,93
2000	0,40	5,45	2,25	0,43	2,11	1,46	0,00	0,30	0,63	13,01
2001	0,45	5,66	2,20	0,45	2,25	1,44	0,00	0,33	0,57	13,36
2002	0,48	5,85	2,09	0,36	2,14	1,78	0,01	0,34	1,20	14,24
2003	0,50	6,20	1,98	0,35	2,18	1,89	0,06	0,36	1,28	14,81
2004	0,49	6,48	1,87	0,35	2,06	1,61	0,23	0,39	1,04	14,51
2005	0,53	6,80	1,86	0,33	1,98	1,43	0,30	0,43	0,96	14,61
2006	0,63	6,99	1,91	0,29	1,96	1,39	0,31	0,49	0,79	14,77
2007	0,67	6,96	1,83	0,37	1,96	1,51	0,33	0,53	0,71	14,87
2008	0,68	6,58	1,78	0,37	1,97	1,45	0,35	0,53	0,68	14,39
2009	0,84	6,94	1,81	0,40	2,11	1,50	0,36	0,58	0,63	15,18
2010	0,77	6,76	1,74	0,39	1,94	1,34	0,36	0,59	0,70	14,60
2011	0,82	6,79	1,79	0,40	1,91	1,41	0,40	0,60	0,67	14,79
2012	0,91	7,19	1,95	0,45	1,87	1,48	0,47	0,66	0,67	15,65

Fonte: IBGE: contas nacionais anuais e Ipea: Coordenação de Finanças Públicas, a partir do trabalho de Dos Santos, Gouveia et al. (2013).

Gráfico 17

Taxas reais (deflator do PIB) de crescimento das TAPS acumulada nos últimos quatro trimestres em relação aos quatro trimestres imediatamente anteriores



Fonte: IBGE: Contas Nacionais Anuais e Ipea: Diretoria de Estudos e Pesquisas Macroeconômicas. Coordenação de Finanças Públicas, a partir do trabalho de Dos Santos, Gouveia et al. (2013).

tituições privadas sem fins lucrativos) estão essencialmente estáveis ou caindo em relação ao PIB, enquanto os gastos com o grupo formado por RGPS, LOAS, Abono e Seguro-Desemprego todos cresceram em relação ao PIB. Parece, de fato, fazer sentido olhar separadamente esses dois grupos de despesas. Além disso, o PBF e o FGTS também são idiossincráticos o suficiente para merecerem análises individualizadas.

Sobre a evolução das despesas com os regimes próprios de previdência social dos funcionários públicos há relativamente pouco a dizer além de que reflete fundamentalmente o ritmo das aposentadorias e a dinâmica salarial dos servidores públicos ativos. Uma vez que a aposentadoria com vencimentos integrais é uma prática comum no serviço público brasileiro, a contenção dos salários dos servidores públicos ativos – como a que tem, por exemplo, caracterizado a administração pública federal desde 2011 (Tabela 10) – tem o duplo efeito no Brasil de conter o consumo do governo e as TAPS. Registre-se, entretanto, que a criação da Fundação de Previdência Complementar do Servidor Público Federal (FUNPRESP) pela lei 12.618/2012 – que extingue a aposentadoria integral para os novos funcionários públicos federais – aponta um caminho natural a ser seguido pelos governos subnacionais. E que, desde que a obrigatoriedade da contribuição previdenciária para os servidores públicos aposentados e seus pensionistas foi instituída em 2004, no primeiro governo Lula, os servidores públicos elegíveis têm um forte incentivo a postergarem suas aposentadorias, uma vez que a continuidade no trabalho os desobriga do pagamento da contribuição previdenciária

Sobre o FGTS cumpre notar apenas que se trata de um fundo formalmente de propriedade dos trabalhadores brasileiros – e não do setor público, que apenas o administra. Daí que os saques do FGTS não são financiados pelo orçamento público e, portanto, não entram no cálculo do *superávit* primário do setor público. O que importa para o governo é o equilíbrio atuarial do FGTS, dado também pelo ritmo de crescimento das contribuições para o fundo – que tem sido muito bom, refletindo a dinâmica virtuosa do mercado de trabalho discutida na seção 2 – e pela rentabilidade de suas aplicações no longo prazo.

O PBF também é um caso à parte. Primeiramente, como notam Soares e Sátyro (2009, p. 11) porque “(...) não é um direito. (...) Ao contrário de uma aposentadoria, um seguro-desemprego ou o pagamento de um título da dívida pública, o Bolsa Família é um programa de orçamento definido. Uma vez esgotada a dotação orçamentária, ninguém mais pode passar a receber o benefício, pelo menos até que haja crédito suplementar”. Em segundo lugar, porque não “(...) há qualquer regra de indexação formal para os benefícios do Bolsa Família, mas quando os valores foram corrigidos, (...) o foram de acordo

com o Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC) do IBGE(...)" (ibid, p. 13). E em terceiro lugar, porque o crescimento do PBF tem sido afetado por aumentos nas metas de famílias a serem atingidas – que passaram de 3,6 milhões em janeiro de 2004 (ibid, p. 20) para 13,7 milhões atualmente. Em suma, a evolução dos gastos com o PBF teve uma lógica inteiramente diferente dos gastos com as demais TAPS.

Por fim, as despesas com o abono salarial, o seguro desemprego e os benefícios do RGPS e da LOAS são todas fortemente impactadas pelo valor do salário-mínimo real – que, como já se disse, cresceu 62% em termos reais desde 2004. O impacto é menos forte no caso do RGPS, porque apenas 16 dos 26 milhões de beneficiados do RGPS recebem o salário-mínimo e os benefícios dos outros 10 milhões tem sido reajustados apenas pela inflação passada. Isto explica, aliás, porque os gastos públicos com os benefícios do RGPS permaneceram estáveis entre 2005 e 2011, quando medidos em porcentagem do PIB – subindo em 2012 essencialmente por conta do fraco desempenho da atividade econômica nesse ano. Por outro lado, 99% dos 4 milhões de beneficiários da LOAS e 100% dos 21 milhões de beneficiários do abono salarial recebem exatamente um salário-mínimo. Não surpreendentemente, essas despesas praticamente dobraram em relação ao PIB desde 2004. O mesmo aconteceu com as despesas com os pagamentos do seguro-desemprego – em alguma medida porque o benefício mínimo neste caso também é igual ao salário-mínimo, mas principalmente porque a redução no desemprego verificada nos últimos anos não foi acompanhada de reduções proporcionais na rotatividade do mercado de trabalho brasileiro.

Em suma, a dinâmica das TAPS no período 2004-2012 impressiona menos por seu crescimento – de 0,8 p.p. do PIB no período – do que pelas mudanças na sua composição. Em particular, as TAPS que afetam mais de perto a qualidade de vida dos brasileiros menos favorecidos – a saber, o abono salarial, o seguro desemprego e os benefícios do RGPS, da LOAS, e do PBF – somadas cresceram 2,1 p.p. no período, contra uma queda de 1,3 p.p. das demais TAPS. E por um motivo simples. Com a exceção do PBF (um caso à parte, como já se disse), as TAPS que mais cresceram são aquelas com benefícios indexados total ou parcialmente ao salário-mínimo – cuja política de valorização foi um dos pilares centrais da estratégia de crescimento com distribuição de renda colocada em prática desde o governo Lula.

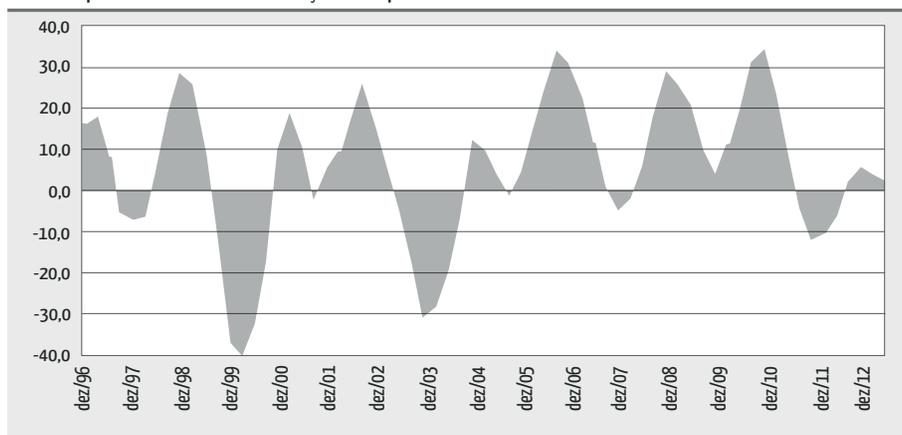
Seja como for, o fato é que as TAPS vêm crescendo na faixa dos 6% ao ano em termos reais nos últimos dois anos, quase o dobro, portanto, das despesas de consumo do governo e cerca de cinco vezes mais rápido do que a CTB após as desonerações tributárias do biênio 2011-2012.

#### 4.4. A dinâmica da FBCF da administração pública (APU) no período 2004-2012

A ascensão e a queda da FBCF, da administração pública e das despesas de investimento das empresas estatais federais, medidas a preços constantes (Gráfico 13), foram apontadas na terceira seção deste texto como determinantes importantes, respectivamente, da aceleração da economia no quinquênio 2006-2010 e da desaceleração verificada no triênio 2011-2013. O crescimento da FBCF da APU após o lançamento da PAC em 2006 já foi discutido anteriormente. O Gráfico 18 e a Tabela 12 esclarecem o tamanho e a composição da desaceleração de 2011.

**Gráfico 18**

Taxas reais (deflator da FBCF) de crescimento da FBCF das administrações públicas acumulada nos últimos quatro trimestres em relação aos quatro trimestres imediatamente anteriores



Fonte: Ipea: Diretoria de Estudos e Pesquisas Macroeconômicas. Coordenação de Finanças Públicas. Baseado em Dos Santos et al. (2012).

Ressalte-se, inicialmente, que a desaceleração da FBCF da APU se deu logo no início de 2011 (Gráfico 18) precedendo, assim, tanto a desaceleração do nível de atividade quanto o ciclo de desonerações tributárias discutido anteriormente. E que, a despeito da pequena recuperação verificada a partir de 2012, a FBCF da APU do segundo trimestre de 2013 – o último número disponível quando da conclusão deste texto – ainda era 6,7% inferior em termos reais ao valor verificado no segundo trimestre de 2010.

Tratando-se 2011 de um ano pós-eleitoral, alguma desaceleração era previsível. Com efeito, parece razoável supor que os planos de investimento

dos governos sejam condicionados pelas prioridades adotadas nas políticas públicas e que a operacionalização dessas prioridades tome, pelo menos, boa parte do primeiro ano de governo. Nesse caso, a definição de quais investimentos precisos podem – teoricamente, pelo menos – ser feitos em quais prazos ocorreria entre o segundo e o terceiro anos do governo e o restante do mandato seria dedicado a concluir a maior parcela possível desses investimentos. Conquanto admitidamente estilizada, esta história se adequa bem aos dados da FBCF de estados e municípios (Tabela 12). No caso da União federal, o ano pós-eleitoral de 2007 é uma exceção explicada, possivelmente, pela reeleição do presidente Lula.

**Tabela 12**

**Taxas de crescimento reais anuais (deflator da FBCF) da FBCF das administrações públicas desagregada por ente federado e das despesas de investimento das empresas estatais federais 2003 - 2012 (em %)**

Ano	Taxa de crescimento anuais				Participação na FBCF-APU total			
	União	Estados	Municípios	FBCF-APU total	Memo: despesas de investimento das estatais federais	União	Estados	Municípios
2003	-55.36	-29.90	-18.48	-30.23	0.06	13.11	36.89	50.00
2004	13.33	13.32	11.19	12.25	-4.31	13.23	37.24	49.53
2005	62.31	17.96	-22.37	3.85	4.88	20.68	42.30	37.02
2006	23.55	19.47	48.78	31.17	3.35	19.48	38.53	41.99
2007	18.74	-25.92	5.64	-3.97	19.79	24.09	29.72	46.19
2008	8.54	44.03	32.89	30.33	32.75	20.06	32.84	47.10
2009	34.23	26.04	-27.30	2.56	28.35	26.25	40.36	33.38
2010	49.57	26.91	30.69	34.12	18.24	29.28	38.19	32.53
2011	-17.68	-27.43	13.06	-11.41	-5.87	27.20	31.28	41.51
2012	-4.76	3.39	14.28	5.70	17.59	24.51	30.60	44.89

Fonte: Ipea: Diretoria de Estudos e Pesquisas Macroeconômicas. Coordenação de Finanças Públicas. Baseado em Dos Santos et alii (2012).  
Elaboração do autor.

O que efetivamente chama a atenção nos números da FBCF da APU desde 2011, portanto, não é propriamente a contração de 2011 (ainda que esta tenha sido bem maior do que a de 2007), mas a fraqueza da recuperação verificada em 2012 e nos primeiros trimestres de 2013 – notadamente nos casos da União e dos estados.

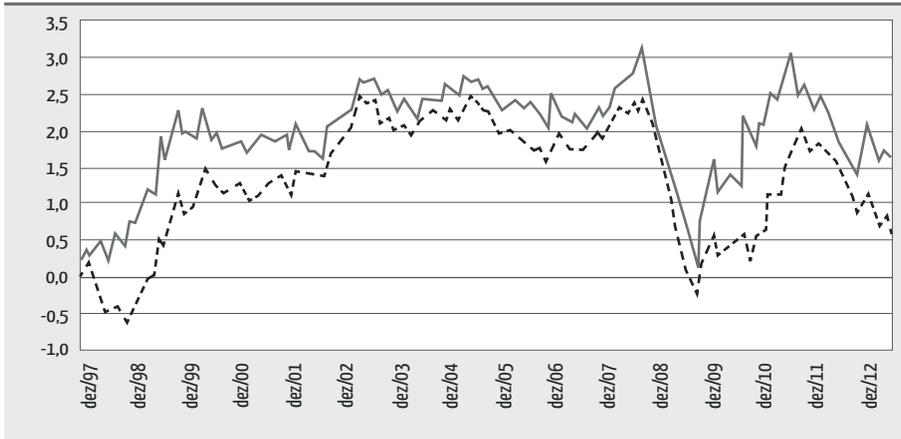
É possível que uma parte desse fenômeno possa ser explicada por causa de problemas na execução de projetos específicos. Mas é improvável que

toda a conta do mau desempenho dos investimentos públicos, tanto da União quanto dos estados, se deva apenas a atrasos no cronograma de execução das metas físicas de projetos já definidos. Os atrasos que ocorreram nas hidrelétricas e refinarias previstas no PAC 2, por exemplo, não impediram que as despesas de investimento das empresas estatais federais (Petrobras e Eletrobras, basicamente, cujas despesas estão fora da meta do *superávit* primário) aumentassem 17,6% em termos reais em 2012 (Tabela 12). Muito mais plausível é a hipótese de que a FBCF da APU tenha caído devido à contração fiscal associada à tentativa da política econômica de mudar o binômio taxa de câmbio-juros da economia a partir de 2011.

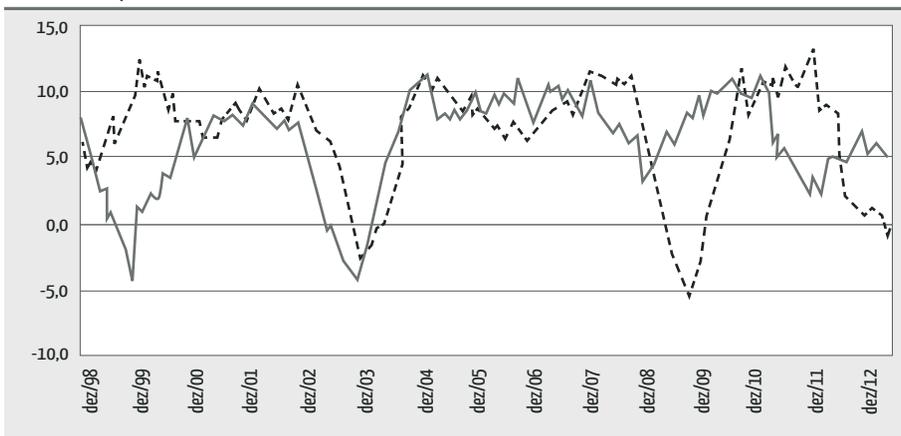
Com efeito, nem sempre se faz justiça ao endurecimento da política fiscal em 2011 e início de 2012 – que é bastante mais visível quando se desconsideram as receitas extraordinárias associadas à capitalização da Petrobras em setembro de 2010 (Gráfico 19). Faz-se ainda menos justiça, ademais, ao enorme esforço de contenção das despesas contingenciáveis da União federal mesmo após o terceiro trimestre de 2012 (Tabela 10, Gráfico 20), em meio a taxas de crescimento reais das TAPS federais na casa dos 8% ao ano e a quedas generalizadas e, em alguma medida, autoimpostas, da arrecadação tributária (por causa das desonerações discutidas na subseção 4.2). Ambos os fenômenos implicaram claras diminuições no espaço fiscal disponível para a FBCF federal que, por sua vez, parecem explicações naturais para o mau desempenho desta variável desde 2011<sup>38</sup> (Gráfico 19 e 20).

As razões da desaceleração dos investimentos dos estados são menos claras, entretanto. É fato que as desonerações tributárias – decididas pela União – e a própria desaceleração do nível de atividade diminuíram as receitas das partilhas federativas dos estados (vinculadas que são à arrecadação conjunta do IR e do IPI). Também é verdade que a FBCF dos estados são, em parte, financiadas por transferências de capital da União e estas diminuíram fortemente (chegando a ficar negativas) no biênio 2011-2012. Mas ambos os fenômenos afetam igualmente os municípios – cuja FBCF parece ter sido menos impactada do que a dos estados (ainda que talvez por conta do calendário eleitoral diferenciado dos municípios). Além disto, os gastos dos estados com salários dos funcionários ativos tem crescido 5,5% ao ano em termos reais (Tabela 10), bem mais do que os dos municípios e (principalmente) da União federal – e, por fim, o *superávit* primário dos estados quase tanto quanto o da União e bem mais que o dos municípios desde 2012 (Gráfico 21).

38. A despeito do fato das despesas do PAC terem sido alçadas à categoria de não contingenciáveis em 2009. Isto ocorre porque a FBCF da União consiste em grande medida de despesas que não estão previstas no PAC.

**Gráfico 19****Superávit primário da União acumulado em 12 meses (em % do PIB acumulado)**

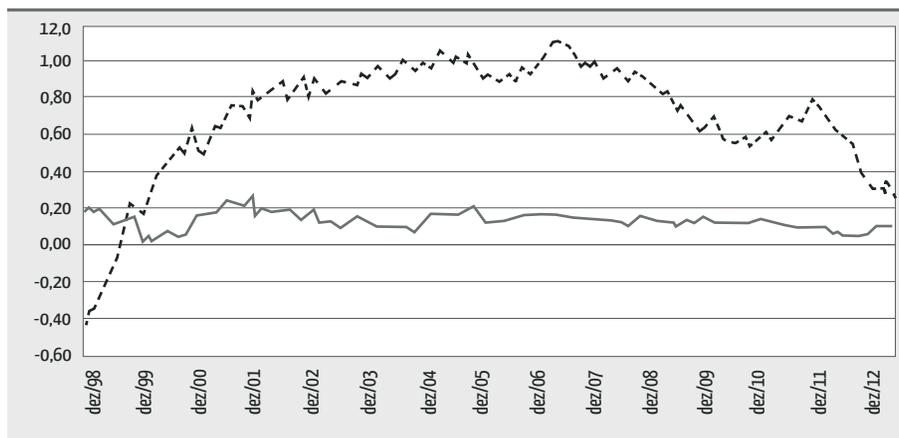
Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração do autor.

**Gráfico 20****Taxas de crescimento reais (IPCA) das receitas e das despesas primárias da União (exclusive dividendos, concessões, Fundo Soberano e capitalização da Petrobras) acumuladas nos últimos 12 meses e comparadas com os valores dos 12 meses imediatamente anteriores**

Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração do autor.

Gráfico 21

Superávit primário de estados e municípios (e respectivas empresas estatais) anualizado em % do PIB anualizado



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração do autor.

#### 4.5. A dinâmica do endividamento público e do pagamento de juros aos credores do governo<sup>39</sup>

Os dois conceitos mais utilizados de endividamento público são as chamadas “Dívida Líquida do Setor Público” (DLSP) e “Dívida Bruta do Governo Geral” (DBGG) calculadas pelo Banco Central do Brasil. A DBGG distingue-se da DLSP por dois motivos básicos. Em primeiro lugar, a DBGG é calculada para o governo geral – que inclui as administrações diretas federal, estaduais e municipais, as administrações indiretas e o sistema público de previdência social (INSS) – enquanto que a DLSP abarca o setor público como um todo – que inclui, além do governo geral, o Banco Central (BCB) e as empresas estatais não financeiras (exceto Petrobras e Eletrobras). Em segundo lugar, a DBGG considera apenas os passivos financeiros do governo geral, enquanto a dívida líquida subtrai da dívida bruta os ativos financeiros do setor público. Daí que a DLSP é bem menor do que a DBGG. Daí também que é perfeitamente possível para o governo reduzir a DLSP mantendo constante ou aumentando a DBGG. Por exemplo, a DLSP fica constante quando o Tesouro Nacional faz empréstimos ao

39. Esta seção se baseia fortemente em Schetini (2012).

BNDDES, financiados por meio de emissão de dívida mobiliária federal – posto que o novo ativo financeiro do governo (empréstimo a instituições financeiras oficiais) tem como contrapartida um novo passivo (títulos do Tesouro em mercado) do mesmo tamanho. Mas este novo passivo faz aumentar a DBGG.

Note-se, ademais, que são divulgadas atualmente duas séries para a DBGG. Na série calculada pela metodologia antiga, todos os títulos do Tesouro Nacional mantidos na carteira do Banco Central (BCB) entram no cálculo da DBGG, e os títulos que o próprio BCB emitia para fins de política monetária não são considerados. Ocorre que a partir de 2002, por causa da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF), o BCB passou a realizar operações de mercado aberto utilizando exclusivamente títulos do Tesouro Nacional, gerando, portanto, uma descontinuidade na série. Já a série calculada pela metodologia nova não considera o estoque de títulos do Tesouro na carteira do BCB, apenas as “operações compromissadas” (a serem explicadas mais à frente) feitas com títulos do Tesouro – sendo, portanto, a mais apropriada para avaliar o endividamento público, apesar da autoridade monetária não integrar o conceito de governo geral.

Ressalte-se que a LRF acabou com o direito do BCB de emitir títulos e estipulou um prazo de dois anos, a partir de maio de 2000, para que a nova sistemática fosse implementada. Daí que os títulos que o próprio BCB emitia antes de 2002 para serem usados na operacionalização da política monetária foram sendo gradualmente retirados do mercado ao longo da última década. E que o BCB passou a operar exclusivamente com os títulos federais que mantém em sua carteira – preferencialmente via as chamadas “operações compromissadas”, que constituem operações de crédito em que o colateral é um título público e que aparecem como parte do passivo não monetário do Banco. Faz-se, atualmente, desde operações compromissadas de curtíssimo prazo (um dia útil – *overnight*) até operações de médio prazo (seis meses).

A Tabela 13 evidencia a relação entre a evolução da DBGG e da DLSP desde 2006 (posição de dezembro), período para o qual o Banco Central divulgou dados da DBGG na nova metodologia. Para os nossos propósitos imediatos cumpre ressaltar que a DBGG subiu 2,7 p.p. do PIB entre dezembro de 2006 e agosto de 2013, enquanto que a DLSP caiu 13,5 p.p. do PIB. Essas dinâmicas distintas estão, em grande medida, associadas ao aumento de cerca de 8,0 p.p. do PIB dos créditos da União federal junto ao BNDDES (resultado de seguidas capitalizações do banco feitas principalmente a partir de 2008). Com efeito, os recursos para as referidas capitalizações vieram, em grande medida, do aumento do endividamento público (i.e. do aumento da DBGG). Por outro lado, essas operações têm como contrapartida a aquisição de ativos públicos (i.e. de créditos junto ao BNDDES), de modo que não afetam a DLSP.

Tabela 13

Tamanho e composição da DBGG e da DLSP desde 2006  
2006 - 2013 (em % do PIB)

Ano	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012	2013 <sup>(1)</sup>
Dívida líquida do setor público (A= B+K+L)	47,3	45,5	38,5	42,1	39,1	36,4	35,2	33,8
Dívida líquida do governo geral (B=C+F+I+J)	46,1	44,4	38,8	42,5	39,7	37,1	35,9	34,7
Dívida bruta do governo geral (C=D+E)	56,4	58,0	57,4	60,9	53,4	54,2	58,7	59,1
Dívida interna (D)	50,1	53,6	52,6	57,5	50,5	51,5	55,8	56,0
Dívida mobiliária do Tesouro Nacional	45,2	45,1	41,1	42,7	42,2	42,7	43,3	40,5
Operações compromissadas do Bacen	3,3	7,0	10,7	14,0	7,7	8,3	11,9	14,7
Dívida bancária governos estaduais	0,3	0,2	0,2	0,4	0,5	0,5	0,8	1,0
Dívida Interna - Outras	1,4	1,2	0,6	0,4	0,1	0,0	-0,2	-0,2
Dívida externa (E)	6,4	4,4	4,8	3,4	2,9	2,6	2,9	3,2
Governo federal	5,7	3,9	4,2	2,9	2,3	1,9	2,0	2,0
Governos estaduais	0,5	0,4	0,5	0,4	0,5	0,6	0,8	1,0
Governos municipais	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Créditos do governo geral (F=G+H)	-19,6	-20,0	-18,6	-25,6	-26,0	-27,2	-31,7	-28,4
Disponibilidades do gov. federal no Bacen	-9,5	-10,4	-8,4	-12,5	-10,7	-11,5	-14,1	-10,6
Aplicações na rede bancária (estadual)	-0,6	-0,8	-0,9	-0,9	-0,9	-1,0	-1,1	-1,2
Créditos junto ao BNDES	-0,4	-0,2	-1,2	-4,0	-6,3	-7,3	-8,4	-8,3
Recursos do FAT na rede bancária	-5,2	-4,8	-4,5	-4,3	-3,9	-3,8	-3,9	-3,9
Outros créditos	-3,9	-3,8	-3,6	-3,9	-4,1	-3,6	-4,1	-4,4
Títulos livres na carteira do Bacen (I)	9,3	6,4	5,6	5,7	11,0	9,9	8,7	5,0
Equalização Cambial (J)	0,0	0,0	-5,7	1,6	1,3	0,3	0,2	-1,0
Dívida líquida do Banco Central (K)	0,4	0,3	-1,1	-1,2	-1,2	-1,3	-1,4	-1,6
Dívida líquida das empresas estatais (L)	0,9	0,8	0,8	0,7	0,6	0,6	0,6	0,7

Fonte: Banco Central do Brasil. Elaboração do autor.

Nota: 1) Em 2013 considerar até agosto.

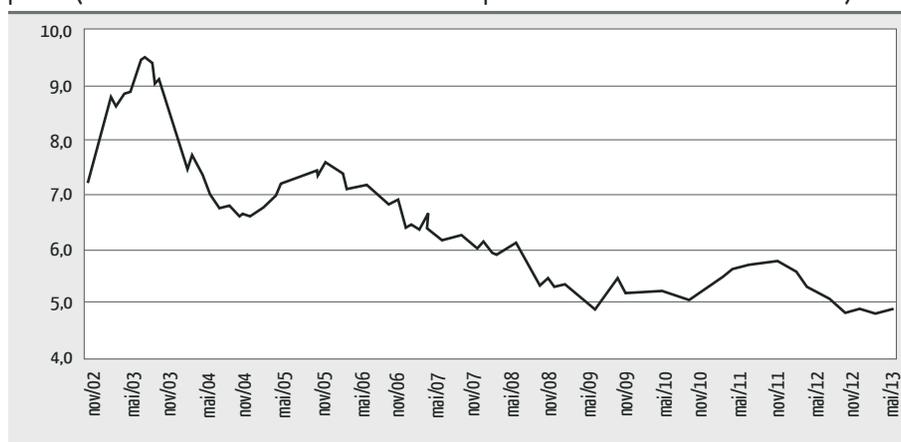
Mas operações compromissadas são feitas por muitos motivos, e não é correto colocar toda a culpa do crescimento da DBGG nas capitalizações do BNDES. Ainda que uma discussão da operacionalização e dos motivos da política monetária no período 2004-2012 esteja fora do escopo deste texto, parece razoável supor que a acumulação de reservas cambiais também tenha tido um papel determinante no crescimento das operações compromissadas no período em questão<sup>40</sup>. De todo modo, a redução da dívida mobiliária do Tesouro Nacional de 4,7 p.p. do PIB verificada entre 2006 e 2003 sugere que as necessidades de caixa do Tesouro não foram determinantes fundamentais do aumento da DBGG.

40. Pelo menos até setembro de 2012 quando as reservas atingiram o recorde histórico de US\$ 378,7 bilhões, contra os US\$ 49,3 bilhões verificados em dezembro de 2003.

Registre-se, por fim, que as reduções das taxas reais de juros (Gráfico 5) e da dívida interna da União (Tabela 13) permitiram uma saudável redução nas despesas de juros pagos pelo setor público aos credores da dívida pública para valores inferiores a 5% do PIB ao ano (Gráfico 22) – ainda bastante elevados para o tamanho da nossa DLSP<sup>41</sup>, mas já bem distantes dos quase 9% do PIB gastos no imediato pós-crise cambial de 2002-2003.

### Gráfico 22

Evolução das despesas do setor público consolidado com o pagamentos (líquidos) de juros sobre a dívida pública (acumuladas nos últimos 12 meses e divididas pelo PIB acumulado nos últimos 12 meses)



Fonte: Banco Central do Brasil.

#### 4.6. Como avaliar a dinâmica das finanças públicas no período 2004-2012?

Parece possível falar de pelo menos quatro regimes de política fiscal no período 2004-2012. A forte austeridade fiscal e a desdolarização da dívida pública foram as principais marcas do período 2004-2008 – quando o *superávit* primário do setor público (SPSP) se manteve na casa dos 3,6% do PIB ao ano em média, a dívida líquida do setor público (DLSP) caiu de 54,8% para 43,7% do PIB e a dívida mobiliária federal indexada ao dólar caiu a praticamente zero. No biênio 2009-2010 a política fiscal foi significativa relaxada (gráficos

41. Em grande medida porque os juros recebidos pelo setor público em seus ativos – notadamente reservas internacionais e créditos ao BNDES – são bem menores do que os pagos pelo setor público em seus passivos (que dependem mais proximamente da evolução da taxa SELIC).

19 e 21), como parte da bem-sucedida estratégia anticíclica em resposta à crise de 2009. Seguiu-se um forte (e subestimado) aperto no ano de 2011, que durou essencialmente até o primeiro semestre de 2012. Por fim, desde o segundo semestre de 2012 o governo aparentemente se conformou em manter a política fiscal com um viés moderadamente expansionista (gráficos 19-21). Ainda assim, a DLSP fechou agosto de 2013 em 33,8% do PIB – o menor nível desde a crise cambial de 1999.

Mas um *superávit* primário de R\$ 5,00 pode ser obtido tanto com receitas primárias de R\$ 10,00 e gastos primários de R\$ 5,00 quanto com receitas primárias de R\$ 1000,00 e gastos primários de R\$ 995,00 – e isto faz diferença. Por exemplo, tanto as receitas tributárias quanto as despesas primárias cresceram rapidamente no período 2004-2008. Os *superávits* primários foram bastante elevados nesses anos apenas porque as receitas cresceram mais do que os gastos. O baixo crescimento da CTB desde o segundo semestre de 2012 (Gráfico 14), por sua vez, implica baixos *superávits* primários mesmo com as despesas primárias (federais, principalmente) crescendo bem menos rapidamente que no período 2004-2010 (Gráfico 20).

Isto importa porque há limites relativamente bem definidos para os cortes de gastos que podem ser feitos nas três esferas de governo. Não se pode, por exemplo, deixar de aplicar os mínimos constitucionais nas áreas de saúde e educação pública, deixar de pagar os funcionários públicos ativos e praticamente todas as TAPS (à exceção de algumas das transferências a instituições privadas sem fins lucrativos), deixar de destinar recursos à manutenção das cortes, assembleias, polícias, quartéis, e demais repartições públicas etc. Daí que, como já se disse, tentativas de ajustes fiscais pela via da redução das despesas, em geral, implicam forte perda de dinamismo da FBCF da APU – exemplo clássico de despesa “contingenciável”. Não surpreende, assim, o desempenho tão ruim desta última variável nos biênios 2003-2004 e 2011-2012.

De todo modo, um resumo da dinâmica das finanças públicas no período 2004-2012 deve destacar, ainda, (i) o crescimento e a mudança na composição das TAPS em favor daquelas vinculadas ao salário-mínimo (Tabela 11); (ii) o crescimento das despesas públicas (e do emprego público) nas áreas de saúde e educação, “protegidas” do ponto de vista orçamentário por mínimos constitucionais; (iii) a contenção do consumo do governo em áreas outras que não saúde e educação públicas; (iv) a diminuição das despesas públicas com o pagamento (líquido) de juros ao setor privado, acompanhando a diminuição da taxa básica real de juros da economia (gráficos 5 e 22); (v) a forte redução no crescimento da arrecadação tributária após as rodadas de desonerações feitas em 2012 e 2013 (Gráfico 14); (vi) a manutenção da dívida pública bruta

em patamares relativamente altos, à fim de financiar a acumulação de pouco menos de US\$ 330 bilhões em reservas internacionais e capitalizações da ordem de R\$ 430 bilhões nos bancos públicos, notadamente o BNDES; e (vii) a aparente mudança no patamar do *superávit* primário dos estados, a despeito da dívida destes últimos com a União ser ainda bastante significativa.

As finanças públicas, em suma, simultaneamente se moldaram às necessidades da estratégia de crescimento com distribuição de renda colocada em prática desde 2004 (por exemplo, com os aumentos das TAPS e da FBCF da APU seguindo a política de valorização do salário-mínimo e o lançamento do PAC, e com o aumento do endividamento bruto para financiar as capitalizações do BNDES e a acumulação de reservas) e se beneficiaram dos resultados práticos desta estratégia (por exemplo, com o crescimento endógeno da CTB após 2004, a despeito da extinção da CPMF). Isto não quer dizer, entretanto, que não haja ainda problemas a serem equacionados, alguns dos quais discutidos na seção a seguir.

## 5. À GUIA DE CONCLUSÃO: UM JOVEM PROJETO DE WELFARE-STATE TROPICAL, TARDIO E DE RENDA MÉDIA

O caminho percorrido até aqui não foi curto. Tratou-se nas seções anteriores, em resumo, de vários aspectos principais da macroeconomia do maior processo de inclusão social do qual se tem notícia na história brasileira.

Argumentou-se que o referido processo foi – e continua sendo – perfeitamente compatível com a manutenção do crescimento econômico do país e, em particular, com o aumento da taxa de investimentos da economia. O motivo, amplamente conhecido desde Keynes (1964), é que aumentos do consumo das famílias não apenas não competem com, mas ao contrário induzem, aumentos no investimento privado (inclusive na indústria) em economias abaixo do pleno emprego. Não surpreende, portanto, que o investimento tenha crescido bem mais rapidamente do que o consumo ao longo de praticamente todo o período coberto por este texto (seções 2 e 3) – mesmo tendo sido complementado por níveis ainda baixos, e nos últimos anos decrescentes, de investimento público.

Argumentou-se, ademais, que a dinâmica das finanças públicas em anos recentes é simultaneamente causa e consequência do processo de crescimento com distribuição de renda experimentado pela economia desde 2004. O crescimento da carga tributária bruta, por exemplo, é perfeitamente compreensível à luz do crescimento do emprego formal associado às mudanças distributivas e no padrão de consumo verificadas no período em questão. Tampouco surpreende que boa parte dos recursos tributários adicionais tenha sido gasta

com mais aumentos nas transferências públicas às famílias mais necessitadas do país e na oferta de serviços públicos de saúde e educação (seção 4). Não são, afinal, essencialmente estes os compromissos do Estado brasileiros com seus cidadãos firmados na Constituição federal de 1988?

De outro modo, o Estado brasileiro tem continuamente se organizado nos últimos 25 anos para aumentar o acesso da população a serviços públicos – notadamente saúde, educação, assistência e previdência social – de qualidade. Mínimos constitucionais, mecanismos de coordenação federativa, cadastros únicos, mecanismos de avaliação continuada, redes de atendimento etc. foram sendo montados e aperfeiçoados nos últimos anos, com enorme esforço, precisamente com esse objetivo. A ideia de um Estado que gradualmente demanda menos recursos da sociedade parece, portanto, fora de lugar no Brasil atual. Primeiro porque, diante dos avanços recentes, o pacto social previsto na Constituição de 1988 parece mais forte e viável do que nunca. Segundo porque, mesmo assim, ainda há reconhecidamente um enorme caminho a percorrer na melhoria da extensão e da qualidade dos serviços públicos no país e na melhoria da distribuição de renda. E terceiro porque a experiência do biênio 2011-2012 deixou claro o impacto recessivo das contrações fiscais requeridas para “abrir espaço” para o setor privado.

Tomadas em conjunto, essas ideias implicam que reversões radicais na rota do crescimento inclusivo que nos levou até aqui são simultaneamente inviáveis do ponto de vista político-eleitoral e contraproducentes do ponto de vista econômico. O Brasil, em suma, já se tornou, e parece destinado a continuar a se desenvolver como, um *welfare state tropical*, tardio e de renda média.

Note-se, entretanto, que afirmar isto não implica dizer que tudo são rosas no atual modelo brasileiro. Muito ao contrário.

Não parece fazer sentido, por exemplo, incluir a FBCF das administrações públicas na meta do *superávit* primário<sup>42</sup> – especialmente tendo em vista a centralidade do Estado brasileiro na coordenação das expectativas dos agentes privados. E, embora a definição de metas fiscais explícitas como mecanismo balizador das expectativas dos agentes econômicos seja justificável, não parece fazer sentido também trabalhar com metas anuais – forçando o governo a ter que fazer “contas de chegada” ou responder à ferro e fogo a todo

42. Essa não é, aliás, uma constatação nova, nem heterodoxa, nem apenas teórica. Blanchard e Giavazzi (2008), por exemplo, defendem o mesmo ponto a partir de uma argumentação essencialmente ortodoxa. A importância da FBCF da APU também foi reconhecida pela *Golden rule* adotada pelo governo trabalhista britânico de Gordon Brown no final dos anos 1990 (Emmerson, Keynes e Tetlow, 2013, p.92).

e qualquer conjunto de eventuais choques negativos para cumprir a meta<sup>43</sup>. Por fim, e felizmente, a exclusão em 2009 da Petrobras do cálculo do *superávit* primário já demonstrou que aperfeiçoamentos nas metas fiscais brasileiras são perfeitamente possíveis. Há, em suma, muitos bons argumentos a favor e essencialmente nenhum bom argumento contra aperfeiçoamentos adicionais no sistema de metas fiscais brasileiros – de modo que é justo antecipar que estes deverão ocorrer no futuro próximo.

Reconheça-se, entretanto, que a timidez do desempenho recente da FBCF da APU não foi apenas culpa da estreiteza do espaço fiscal atualmente disponível para estes gastos. É urgente também ampliar a capacidade operacional do Estado brasileiro para planejar e executar planos de investimento. Sem negar que as parcerias público-privadas propostas pelo atual governo possam atuar como mecanismos efetivos de coordenação do investimento privado pelo setor público, cumpre frisar que o potencial transformador dessas parcerias deve ser bastante ampliado por aumentos concomitantes na FBCF da APU, notadamente em projetos sem viabilidade econômica privada imediata.

Aperfeiçoamentos também parecem possíveis na atual política de desonerações tributárias do governo. Conquanto desonerações tributárias sejam instrumentos legítimos de políticas de desenvolvimento produtivo, também é verdade que os eventuais benefícios dessas desonerações pelo lado da oferta devem ser melhor monitorados pelo governo e comparados aos eventuais prejuízos causados pelo lado da demanda. Mais concretamente, desonerações tributárias que impliquem fortes reduções na FBCF da APU podem perfeitamente acabar tendo um resultado líquido negativo sobre a FBCF da economia como um todo – aliás, parece ter sido o caso no biênio 2011-2012.

Por fim, há que se reconhecer a necessidade de aumentos, tanto nos gastos *per capita* quanto nos níveis de produtividade do Estado brasileiro na provisão de serviços públicos clássicos – incluindo educação e saúde, mas também transportes e segurança públicos, qualidade de vida nas cidades etc<sup>44</sup>. Com a exceção das áreas de saúde e educação – cujos recursos têm sido garantidos pelos mínimos constitucionais vigentes – os gastos públicos com a

43. Outra percepção evidente no sistema britânico atual, que prevê que o “resultado fiscal estrutural corrente” (i.e. exclusiva a FBCF da APU) deve estar em equilíbrio “no final do horizonte móvel de previsão de 5 anos” (Emmerson, Keynes e Tetlow, 2013, p.91).

44. Os gastos públicos brasileiros *per capita*, por exemplo, em educação e saúde públicas, são bem menores que os verificados nos países desenvolvidos. Daí que mesmo que fosse possível aumentar rapidamente a produtividade do setor público brasileiro, ainda seria verdade que os brasileiros dispõem em média de um terço do que o governo japonês gasta com a saúde de cada habitante daquele país.

provisão de serviços têm crescido bem menos que as transferências públicas de renda às famílias na última década. Em parte, isto foi uma decorrência natural da necessidade de recompor o salário-mínimo – o piso de vários dos benefícios que compõem as referidas transferências. Mas, à medida que o salário-mínimo se aproxima do salário médio da economia, será natural que suas taxas de crescimento sejam repactuadas, o que – junto com reformas pontuais em alguns excessos mais óbvios do RGPS<sup>45</sup> e a despeito do aumento no ritmo de envelhecimento da população – deve ajudar a estabilizar, ou mesmo reduzir um pouco, os gastos com as TAPS como proporção do PIB, abrindo assim espaço para as necessárias elevações no consumo do governo e na FBCF da APU.

238

Em suma, a agenda mais provável é a de pequenas correções de rumo em um processo histórico de inclusão social e mudança estrutural da sociedade brasileira essencialmente irreversível no curto prazo<sup>46</sup>. Não parece exagerado afirmar que quem quer que venha a ser o novo presidente da República terá que dar respostas a demandas já essencialmente conhecidas da sociedade, por mais renda e emprego e melhores serviços públicos e qualidade de vida nas grandes cidades brasileiras – em um contexto onde os ganhos de produtividade possíveis na provisão desses serviços no curtíssimo prazo são poucos e o aperfeiçoamento das institucionalidades ora vigentes, a melhor maneira de consegui-los mais à frente. Se isto for verdade, essa pessoa terá enormes incentivos para a contribuir para o processo de construção institucional e aumento da produtividades do *welfare state tropical* amadurecido na última década.

45. Por exemplo, a generosidade excessiva do regime atual de concessão de pensões por morte.

46. Relembre-se que a manutenção da política de valorização do salário-mínimo em termos reais foi defendida fortemente por ambos os candidatos que chegaram ao segundo turno das eleições presidenciais de 2010 – que chegaram mesmo a disputar quem o aumentaria mais rapidamente.

## REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ARAÚJO, V. L.; e CINTRA, M. A. M. O papel dos bancos públicos federais na economia brasileira. *Texto para Discussão* n. 1604. Brasília: Ipea, 2011.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Relatório de Inclusão Financeira*. n. 2. Brasília: Banco Central do Brasil, 2011a.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. *Boletim do Banco Central do Brasil – Relatório Anual 2010*. Brasília: Banco Central do Brasil, 2011b.
- BRASIL. Ministério do Planejamento Orçamento e Gestão. *Plano Plurianual 2004-2007: Mensagem Presidencial*. Brasília-DF, 2003.
- BLANCHARD, O.; GIAVAZZI, F. Improving the SGP through a proper accounting of public investment. In: PERRY, G.; SERVEN, L; e SUESCUN, R. (eds.). *Fiscal policy, stabilization, and growth*. Washington: The World Bank, 259-272
- DOS SANTOS, C. H.; e 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.
- DOS SANTOS, C. H.; ORAIR, R.; GOBETTI, S.; FERREIRA, A.; ROCHA, W.; SILVA, H.; BRITTO, J. M. Estimativas mensais da formação bruta de capital fixo pública no Brasil 2002-2010. *Economia Aplicada*, v. 16, n. 3, 2012, p. 445-473, 2012.
- DOS SANTOS, C. H.; e TEIXEIRA, T. H. Revisitando a dinâmica trimestral do consumo das famílias. Em Ipea, *Carta da Conjuntura* n.17. Dezembro. Rio de Janeiro: Ipea, 2012.
- DOS SANTOS, C. H., GOUVEA, R. R.; LEAL, E. M.; LEÃO, I. D. S. Estimativas trimestrais das transferências públicas de assistência e previdência no Brasil no período 1995-2012. *Texto para Discussão*. Brasília: Ipea, 2013.
- DOS SANTOS, C. H.; MODENESI, A. M.; SQUEFFE, G.; VASCONCELOS, L.; MORA, M.; FERNANDES, T.; MORAES, T.; SUMMA, R.; e BRAGA, J. *Revisitando a dinâmica trimestral do investimento no Brasil: 1996-2012. Texto para Discussão*. Brasília: Ipea, 2013.
- EMMERSON, C.; KEYNES, S.; e TETLOW, G. Fiscal targets. In: EMMERSON, C.; JOHNSON, P.; e MILLER, H. (eds.). *The IFS green budget*. Londres: Institute for Fiscal Studies, 2013.
- GANGOPADHYAY, K.; e HATCHONDO, J. C. The behavior of household and business investment over the business cycle. *Economic Quarterly*, vol. 95, n. 3. Summer. 269–288, 2009.

- IBGE. *Sistema de Contas Nacionais Brasil*. Série Relatórios Metodológicos n. 24. IBGE, Coordenação de Contas Nacionais. Rio de Janeiro: IBGE, 2004.
- IBGE. *Finanças públicas do Brasil 2002-2003*. Coordenação de Contas Nacionais. Rio de Janeiro: IBGE, 2006.
- IBGE. *Sistema de Contas Nacionais Brasil: Segunda Edição*. Série Relatórios Metodológicos n. 24. IBGE, Coordenação de Contas Nacionais. Rio de Janeiro: IBGE, 2008a.
- IBGE. *Contas Nacionais Trimestrais: Segunda Edição*. Série Relatórios Metodológicos n. 28. IBGE, Coordenação de Contas Nacionais. Rio de Janeiro: IBGE, 2008b.
- IBGE. *Implantação da Série do SCN – referência 2010*. Nota Metodológica n. 1. Coordenação de Contas Nacionais. Rio de Janeiro: IBGE, 2013.
- IPEA. *Duas décadas de desigualdade e pobreza no Brasil medidas pela PNAD/IBGE*. Comunicado do Ipea n.159. Brasília: Ipea, 2013a.
- IPEA. *Um retrato de duas décadas do mercado de trabalho brasileiro utilizando a PNAD*. Comunicado do Ipea n.160. Brasília: Ipea, 2013b.
- KEYNES, J. M. *The general theory of employment, interest, and money*. Nova York: Harcourt-Brace, 1964.
- MIGUEZ, T.; FREITAS, F. N. P.; SQUEFF, G.; VASCONCELLOS, L.; e MORAES, T. *Uma proposta metodológica para a estimação da matriz de absorção de investimentos (MAI) para o período 2000-2009*. Texto para Discussão no prelo. Brasília: Ipea, 2013.
- MINELLA, A.; SOUZA-SOBRINHO, N. Canais monetários no Brasil sob a ótica de um modelo semiestrutural. In: Banco Central do Brasil. Dez anos de metas para a inflação – 1999-2009. Brasília: Banco Central do Brasil, 2011.
- NOGUEIRA, N. G. *O equilíbrio financeiro e atuarial dos RPPS: De princípio constitucional a política de Estado*. Coleção Previdência Social, Volume 34. Brasília: Secretaria de Políticas de Previdência Social. Ministério da Previdência e Assistência Social, 2012.
- ORAIR, R. O.; DOS SANTOS, C. H.; SILVA, W. J.; BRITTO, J. M. M; FERREIRA, A. S.; SILVA, H. L.; ROCHA, W. S. Uma metodologia de construção de séries de alta frequência das finanças municipais no Brasil com aplicação para o IPTU e o ISS: 2004-2010. *Pesquisa e planejamento econômico*, Rio de Janeiro, v. 41, n. 3, 2011.

- ORAIR, R. O.; GOBETTI, S. W.; LEAL, E. M.; SILVA, W. *Carga tributária brasileira – 2002-2012: Estimação e análise dos determinantes da evolução recente*. Texto para Discussão, n. 1875. Brasília: Ipea, 2013.
- SCHETTINI, B. P.; DOS SANTOS, C. H.; AMITRANO, C. R.; SQUEFF, G. C.; RIBEIRO, M. B.; GOUVEA, R. R.; ORAIR, R. O.; MARTINEZ, T. S. Novas evidências empíricas sobre a dinâmica trimestral do consumo das famílias brasileiras no período 1995-2009. *Economia e sociedade*, Vol. 21, n. 2, p. 607-641, 2011.
- SCHETTINI, B. P. *A dinâmica do endividamento público brasileiro: evolução recente e dilemas de política econômica*. Mimeo. Diretoria de Estudos e Pesquisas Macroeconômicas. Ipea, 2012.
- SECRETARIA DA RECEITA FEDERAL DO BRASIL. *Desonerações Instituídas em 2011*. Brasília: Secretaria da Receita Federal do Brasil, 2013a.
- SECRETARIA DA RECEITA FEDERAL DO BRASIL. *Desonerações Instituídas em 2012*. Brasília: Secretaria da Receita Federal do Brasil, 2013b.
- SOARES, S. Distribuição de renda no Brasil de 1976 a 2004, com ênfase no período 2001-2004. *Texto para Discussão* n. 1166. Brasília: Ipea, 2006.
- SOARES, S.; e SÁTYRO, N. O programa Bolsa Família: Desenho institucional, impactos e possibilidades futuras. *Texto para Discussão* n. 1424. Brasília: Ipea, 2009.



## SOBRE A ORGANIZADORA

**VANESSA PETRELLI CORRÊA** é graduada em Economia pela Universidade Federal do Paraná (1981), com mestrado em Economia pela Universidade de Brasília (1985), doutorado em Teoria Econômica pela Universidade Estadual de Campinas (1996) e desenvolveu estágio pós-doutoral junto à Universidade de Brasília (UnB). Atualmente é Secretária de Agropecuária e Abastecimento do Município de Uberlândia. Foi presidente interina do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada (Ipea), em 2012, e diretora de estudos e políticas macroeconômicas da mesma instituição no biênio 2011-2012. É professora associada da Universidade Federal de Uberlândia (UFU), onde exerceu os cargos de coordenadora do curso de graduação em Economia e do programa de pós-graduação em Economia. Foi pesquisadora visitante do Ipea e exerceu a coordenação de pesquisas financiadas por este último órgão, como também pela Fapemig e pelo BNDES.

## SOBRE OS AUTORES

**CLESIO LOURENÇO XAVIER** concluiu o doutorado em Economia pelo Instituto de Economia da Universidade Estadual de Campinas (Unicamp) em 2000. É pesquisador de produtividade em pesquisa (PQ) do CNPq. Professor associado da Universidade Federal de Uberlândia (UFU), onde foi coordenador do curso de graduação em Economia (2004-2006). Desde 2007 é diretor do Instituto de Economia da UFU. Atua na área de Economia, com ênfase em economia internacional, desenvolvimento econômico e organização industrial e estudos industriais.

**CLAUDIO ROBERTO AMITRANO** é doutor em Economia pela Unicamp, onde cursou mestrado e atuou como professor e pesquisador. Vencedor do Prêmio CAPES de melhor tese de doutorado em Economia (edição 2011), foi pesquisador do Cebrap e atualmente é técnico de planejamento e pesquisa da diretoria de estudos e políticas macroeconômicas do Ipea, diretoria onde exerceu o cargo de diretor adjunto.

**CLAUDIO HAMILTON DOS SANTOS** é bacharel (IE-UFRJ, 1993), mestre (IE-UFRJ, 1998) e doutor (New School for Social Research, 2003) em Economia. É técnico de planejamento e pesquisa do Ipea desde 1997. Foi coordenador de finanças públicas do Ipea e atualmente é diretor de Macroeconomia do mesmo órgão. É bolsista de produtividade em pesquisa 2 do CNPq. Suas áreas de pesquisa são teoria macroeconômica, macroeconomia aplicada, finanças públicas e contas nacionais.

**RICARDO DE FIGUEIREDO SUMMA** é graduado em Economia pela Universidade de São Paulo (2002), com mestrado em Economia da Indústria e da Tecnologia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (2005) e doutorado em Economia da Indústria e da Tecnologia pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (2010). Atualmente é professor adjunto da Universidade Federal do Rio de Janeiro, membro do grupo de economia política da UFRJ e bolsista do PNPDIpea. Atua principalmente nos seguintes temas: crescimento liderado pela demanda; Estado, moeda e financiamento; e desenvolvimento econômico comparado.

**JULIA DE MEDEIROS BRAGA** possui graduação (1997), mestrado (2001) e doutorado (2006) em Economia pelo Instituto de Economia (UFRJ). Trabalhou como assessora econômica no Ministério do Planejamento. Atualmente é professora adjunta do departamento de Economia da Universidade Federal Fluminense. É pesquisadora visitante do Ipea e participou do grupo de conjuntura da mesma instituição, tendo colaborado para a elaboração de diversas cartas de conjuntura do órgão.

**Coleção *Projetos para o Brasil* e suas respectivas coordenações:**

- ★ **A QUESTÃO FISCAL E O PAPEL DO ESTADO**  
Amir Khair
- ★ **BRASIL, CRISE INTERNACIONAL E PROJETOS DE SOCIEDADE**  
Wladimir Pomar
- ★ **POLÍTICA DE SEGURANÇA: OS DESAFIOS DE UMA REFORMA**  
Guaracy Mingardi
- ★ **CONSÓRCIOS PÚBLICOS E AS AGENDAS DO ESTADO BRASILEIRO**  
Marcela Cherubine e Vicente Trevas
- ★ **INFRAESTRUTURA, TRANSPORTES E MOBILIDADE TERRITORIAL**  
José Augusto Valente
- ★ **MODELOS E ALTERNATIVAS ENERGÉTICAS**  
Luiz Pinguelli Rosa
- ★ **PACTO FEDERATIVO, INTEGRAÇÃO NACIONAL E DESENVOLVIMENTO REGIONAL**  
Carlos Brandão e Hipólita Siqueira
- ★ **REGULAÇÃO DO TRABALHO E INSTITUIÇÕES PÚBLICAS**  
José Dari Krein, José Celso Cardoso Jr., Magda de Barros Biavaschi e Marilane O. Teixeira
- ★ **DESENVOLVIMENTO AGRÍCOLA E QUESTÃO AGRÁRIA**  
Carlos Guilherme A. Mielitz Netto
- ★ **COMUNICAÇÕES, DESENVOLVIMENTO, DEMOCRACIA**  
Desafios brasileiros no cenário da mundialização mediática  
Marcos Dantas

- ★ **POLÍTICA EDUCACIONAL, CIDADANIA E CONQUISTAS DEMOCRÁTICAS**  
Balço de uma década  
Pablo Gentili
- ★ **POLÍTICAS SOCIAIS, DESENVOLVIMENTO E CIDADANIA**  
Livro 1 - Economia, Distribuição da Renda e Mercado de Trabalho  
Livro 2 - Educação, Seguridade Social, Pobreza, Infraestrutura Urbana e Transição Demográfica  
Ana Fonseca e Eduardo Fagnani
- ★ **ESTRUTURA PRODUTIVA E COMPETITIVIDADE**  
Fernando Sarti
- ★ **CONTEXTO GLOBAL E O NOVO POSICIONAMENTO BRASILEIRO**  
Samuel Pinheiro Guimarães
- ★ **PADRÃO DE ACUMULAÇÃO E DESENVOLVIMENTO BRASILEIRO**  
Vanessa Petrelli Corrêa
- ★ **SUSTENTABILIDADE AMBIENTAL**  
Vicente Andreu
- ★ **EXPERIÊNCIA DEMOCRÁTICA, SISTEMA POLÍTICO E PARTICIPAÇÃO POPULAR**  
Leonardo Avritzer
- ★ **CIDADES BRASILEIRAS E A QUESTÃO URBANA**  
Nabil Bonduk e Rossella Rossetto

O livro *Padrão de acumulação e desenvolvimento brasileiro*,  
foi impresso pela Gráfica Santuário para a Fundação Perseu  
Abramo. A tiragem foi de 500 exemplares.

O texto foi composto em Berkley no corpo 11/13,2.

A capa foi impressa em papel Supremo 250g;  
o miolo foi impresso em papel Pólen Soft 80g.