



“Primavera brasileira”: antecipação do fim de um ciclo

Helder Lara Ferreira-Filho

Doutorando em Economia

Universidade de Brasília

E-mail: helder.laferf@gmail.com

Jefferson S. Fraga

Doutor em Economia

Universidade Federal de Minas Gerais

E-mail: jsfraga@yahoo.com.br

Resumo: O trabalho contribui com o debate sobre a crise vivenciada pela economia brasileira desde meados de 2014 ao investigar sua relação com a “Primavera Brasileira” e demonstrar questões estruturais que poderiam fazer o crescimento da economia brasileira desacelerar a qualquer momento. Argumenta-se que a “Primavera Brasileira” antecipou essa desaceleração. O pessimismo gerado na população e nos agentes privados contribuiu para o ciclo de baixa à la Minsky, desestimulando as decisões de investir. O Teste de Quebra Estrutural conduzido dá suporte a essa hipótese. Por fim, defende-se a necessidade de um espaço fiscal para alguma expansão dos investimentos públicos.

Palavras-chave: Primavera Brasileira; Competitividade; Balanços financeiros.

Abstract: *The paper contributes to the debate on the crisis experienced by the Brazilian economy since the middle of 2014 by investigating its relationship with the Brazilian Spring and demonstrating structural issues that could decelerate Brazilian’s economic growth at any time. It is argued that the Brazilian Spring anticipated this slowdown. The pessimism generated in the population and the private agents contributed to the downward cycle à la Minsky, discouraging investment decisions. The Structural Break Test conducted supports this hypothesis. Finally, it is claimed the need for a fiscal space for some expansion of public investments.*

Key words: *Brazilian Spring; Competitiveness; Financial Balances.*

JEL Code: E12, E32, O11

1. INTRODUÇÃO

A partir de meados de 2011, movimentos populares se espalharam pelo mundo. Inicialmente, em países como Tunísia e Líbia, as manifestações ficaram conhecidas como “Primavera Árabe”. Depois disso, houve atividades semelhantes na Europa (na Espanha, na Grécia e nos subúrbios de Londres) e até mesmo nos Estados Unidos (mobilizações em frente à Bolsa de Valores de Nova Iorque que, por isso, se chamaram “*Occupy Wall Street*”). Os motivos são diversos, entretanto, dentre eles se destacam a crise econômica vivida desde 2008, o desemprego e, especialmente, a desigualdade social – 99% da população relativamente ao 1% mais rico (HARVEY et al., 2012).

Seguindo a tendência, houve levantes populares de grandes proporções a partir de junho de 2013, com múltiplas demandas por parte dos protestantes de distintos perfis ideológicos – houve pedidos como a não elevação da tarifa de ônibus, a realização da reforma política, a melhoria da qualidade dos serviços públicos e até mesmo a volta dos militares ao poder. Comumente, essas insurreições passaram a ser citadas como a “Primavera Brasileira”.

Poucos trimestres depois desse evento, o Brasil entraria numa das maiores crises de sua história. No bojo desta discussão, este artigo busca questionar, ao menos em parte, a explicação dominante acerca da crise vivenciada pelo país desde meados de 2014. Dentre outras coisas, argumenta-se que a Primavera Brasileira nada mais fez do que antecipar o fim de um ciclo de crescimento com bases insustentáveis. Dito de outra forma, além de equívocos na condução da política econômica no período mais recente, questões estruturais já demonstravam a insustentabilidade do crescimento por muito mais tempo, mas esse período foi encurtado também pela Primavera Brasileira.

Este artigo está organizado como segue. Na seção 2, realiza-se uma breve contextualização da crise brasileira, suas supostas causas e classificam-se os principais determinantes da perda de competitividade da economia brasileira, os quais levaram a perda de complexidade. Na seção 3, apresentam-se evidências e fatos estilizados os quais explicam por que o ciclo de crescimento entre 2004-2013 não persistiria e apresenta a Primavera Brasileira e seus impactos. Por fim, as considerações finais.

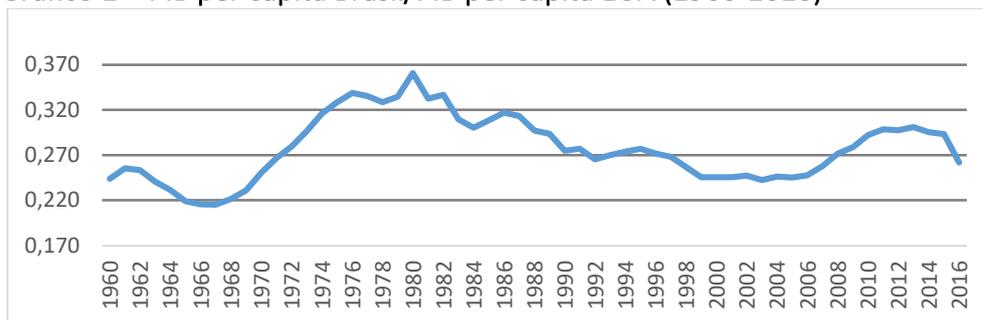
2. O “QUASE CONSENSO”, A CRISE BRASILEIRA E SUAS CAUSAS ESTRUTURAIIS

Há uma explicação dominante ou um “quase consenso” com relação à crise vivenciada pelo país desde meados de 2014, quando houve crescimento perto de zero, sendo que, em 2015, a queda do PIB alcançou 3,8%, número semelhante ao ocorrido em 2016. Nessa perspectiva, Lisboa e Pessoa (2016) sumarizam os supostos erros de política econômica do governo a partir de 2009 em 12 pontos, a saber: (i) administração cambial, ao invés de livre flutuação; (ii) recorrentes artifícios contábeis, com redução do superávit primário; (iii) redução forçada da taxa de juros de curto prazo (que teria gerado maior inflação, menor crescimento e maior taxa de juros de longo prazo); (iv) controle de preços; (v) expansão do crédito subsidiado do BNDES; (vi) redução da abertura da economia ao comércio internacional; (vii) adoção de políticas discricionárias, como desonerações a certos setores, ao invés de políticas horizontais; (viii) aumento da intervenção pública e do papel da Petrobras no setor petrolífero; (ix) intervenção no setor elétrico; (x) uso dos bancos públicos para reduzir o spread bancário; (xi) resistência à iniciativa privada na oferta de serviços e infraestrutura em geral; (xii) utilização indiscriminada da política de conteúdo nacional, sem a análise do custo de oportunidade dos recursos públicos.

Em resumo, a baixa capacidade de coordenação das políticas econômicas adotadas, combinada com a deterioração fiscal e a elevação da dívida bruta teriam causado a perda de confiança dos agentes econômicos, maior incerteza, redução (e má alocação) dos investimentos e, em última instância, a paralisação da economia. A questão é saber se realmente a crise brasileira está relacionada apenas a esses pontos e, caso contrário, quais os principais fatores (inclusive estruturais) explicariam melhor a crise brasileira.

Vale destacar que, enquanto nas décadas de 1960 e de 1970 o país cresceu, em média, respectivamente, 6,2% e 8,6% ao ano, nas décadas de 1980, de 1990 e de 2000, o crescimento médio anual foi de 1,6%, 2,6% e 3,7% – e entre 2011 e 2015, apenas 1% a.a. (IPEADATA, 2019). Isso posto, parece haver algo mais estrutural por trás da redução da taxa de crescimento da economia desde 1980, como pode ser visto no Gráfico 1.

Gráfico 1 – PIB per capita Brasil/PIB per capita EUA (1960-2016)



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Maddison Historical Statistics.

Nota: Em dólares correntes.

Até 1980, parecia que a economia brasileira estava em processo incipiente de convergência com os Estados Unidos, no entanto, esse processo se encerrou a partir da década de 1980, período em que o país ficou preso na chamada “Armadilha de Renda Média”¹. Somente de 2004 até 2013 parecia haver novamente alguma convergência, com o ápice em 2013 (com cerca de 30% do PIB per capita americano), mas que foi interrompido pela crise de 2014.

Na década de 2000, o crescimento esteve em patamares mais elevados. Entretanto, havia condições iniciais favoráveis para tal ciclo virtuoso, quais sejam, o preço das commodities em níveis historicamente elevados, o excedente de mão de obra que poderia ser rapidamente absorvida, o baixo nível de crédito como proporção do produto (com grande espaço para elevação) e a ainda reduzida escala de programas sociais que fortalecem o mercado interno (SOUZA, 2015). Tudo isso escondeu problemas de natureza mais estruturais que se aprofundavam paralelamente ao incremento do otimismo acerca da economia brasileira, especialmente após o crescimento de quase 8% em 2010. Após essa data ocorreu uma grande reversão, com intensificação da fragilização da indústria de transformação, da balança comercial e do crescimento econômico.

Assim, veremos adiante alguns dos principais determinantes da crise vivenciada pelo Brasil no triênio entre 2014 e 2016, que seriam fatores de caráter mais estrutural: (i) a perda de complexidade da economia nacional ao longo das últimas décadas, tanto em termos absolutos quanto relativos, e que tende a prejudicar a taxa de crescimento do

¹ Ver *World Bank* (2012), em que apenas 13 de 101 economias de renda média passaram a renda alta entre 1960 e 2008. Para mais detalhes, ver, por exemplo, Eichengreen et al. (2013).

país; (ii) a elevação do grau de alavancagem do setor privado, principalmente a partir de 2006, o que não é sustentável a longo prazo. Finalmente, destaca-se que a dinâmica fiscal apresentava um problema fundamental na variação das receitas e despesas.

2.1 A regressão estrutural da economia brasileira

A abordagem da complexidade leva em consideração a importância da industrialização para o desenvolvimento econômico de um país ou de uma região. A industrialização cria externalidades que levam à aceleração do crescimento econômico (HIDALGO et al., 2007) e os exportadores de bens intensivos em tecnologia tendem a se desenvolver mais, uma vez que possuem, em geral, melhores recursos técnicos e habilidades, o que implicam em mais rápida absorção de novas tecnologias (LALL et al., 2006). Na verdade, ocorre que os países que se especializam em bens com maior produtividade tendem a crescer mais rapidamente (HAUSMANN et al., 2007).

Nesse contexto, Hidalgo et al. (2007) apresentam a noção de que se dois bens necessitam de determinado nível semelhante de infraestrutura, de instituições, de tecnologia (ou outros atributos e capacitações), esses tendem a ser produzidos conjuntamente, enquanto os que se diferenciam nos requisitos, sua produção conjunta é menos provável. Sendo assim, forma-se o Espaço do Produto, que representa os produtos exportados interligados de acordo com as capacitações requeridas por cada um e as probabilidades de serem produzidos conjuntamente pelo mesmo país ou região.

Hidalgo e Hausmann (2009) verificam que existe uma relação – quando se controla pela renda inicial – entre o crescimento de um país e seu nível de complexidade. Este, por sua vez, pode ser verificado analisando as exportações do país, que seriam consequências de determinada estrutura produtiva do país. Os autores medem, através do Método das Reflexões, a complexidade do produto e também da economia como um todo. Para verificar isso, é observada a pauta de exportações de um país, sendo observados dois critérios, a diversificação e a ubiquidade. O primeiro critério leva em consideração a quantidade de bens que detêm Vantagem Comparativa Revelada². Já o

² O *Revealed Comparative Advantage* (RCA), desenvolvido em Balassa (1965), é um índice que compara as exportações da região de interesse em relação a uma área de referência, por exemplo, o mundo. Sendo assim, o RCA de determinado bem para o Brasil é construído a partir da divisão entre: i) as exportações do

segundo critério observa o número de países que exporta determinado bem. O país, portanto, será mais complexo quando tem uma pauta de exportação mais diversificada, enquanto o produto será mais complexo caso não haja tantos países o exportando³.

A equação de diversificação, em que “c” é o país, “p” o produto e $M_{cp} = 1$, se o país “c” exporta o produto “p” com vantagem comparativa revelada ($RCA > 1$), ou: $M_{cp} = 0$, caso contrário ($RCA < 1$):

$$K_{c,0} = \sum_{p=1}^{N_p} M_{cp} \quad (1)$$

E a equação de ubiquidade:

$$K_{p,0} = \sum_{c=1}^{N_c} M_{cp} \quad (2)$$

A partir disso, calcula-se conjuntamente e iterativamente o valor médio da medida mostrada acima. As iterações seguintes tornam as medidas de complexidade melhores, ao integrar as iterações anteriores. E isso ocorre a seguir, equações (3) e (4), sendo “n” o número de iterações:

$$K_{c,n} = \frac{1}{K_{c,0}} \sum_{p=1}^{N_p} M_{cp} K_{p,n-1} \quad (3)$$

$$K_{p,n} = \frac{1}{K_{p,0}} \sum_{c=1}^{N_c} M_{cp} K_{c,n-1} \quad (4)$$

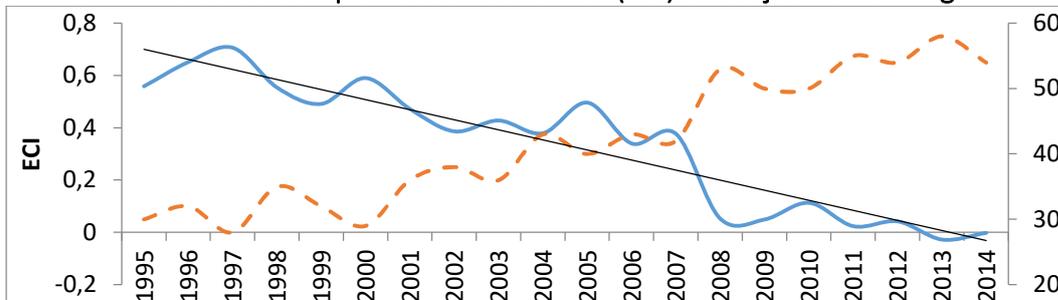
bem pelo Brasil em relação ao total das exportações do Brasil; e ii) as exportações do bem no mundo em relação ao total das exportações mundiais. Se for um exportador eficaz $RCA > 1$, caso contrário, $RCA < 1$.

³ Existem bens que são escassos por questões naturais, como é o caso do diamante. Para que os produtores deste bem não tenham sua complexidade econômica superestimada, há o conceito de diversificação. Assim, por exemplo, Serra Leoa, cuja pauta exportadora é pouco diversificada, apesar de exportar um bem não ubíquo, possui baixa complexidade econômica. E o contrário também pode ocorrer: determinado país pode ter uma pauta exportadora diversificada, mas com produtos bastante ubíquos, mas terá baixa complexidade econômica.

As equações acima sofrem iterações até não se captar mais informações com uma iteração a mais. Para cada país ou região, as iterações ($k_{c,0}$, $k_{c,2}$, $k_{c,4}, \dots$) são medidas de diversificação e ($k_{c,1}$, $k_{c,3}$, $k_{c,5}$, ...) medidas de ubiquidade das exportações. De maneira similar, para cada produto as iterações ($k_{p,0}$, $k_{p,2}$, $k_{p,4}, \dots$) têm relação com a ubiquidade do produto e de produtos relacionados, e ($k_{p,1}$, $k_{p,3}$, $k_{p,5}, \dots$) têm relação com a diversificação dos países que exportam o produto. Portanto, com o número de iterações crescente, os indicadores convergem para uma média.

Nesse sentido, é possível verificar o nível de complexidade da economia brasileira ao longo dos anos, ao que se pode perceber, tem regredido quase de forma contínua desde o início da série.

Gráfico 2 – Índice de Complexidade Econômica (ECI) e Posição no Ranking



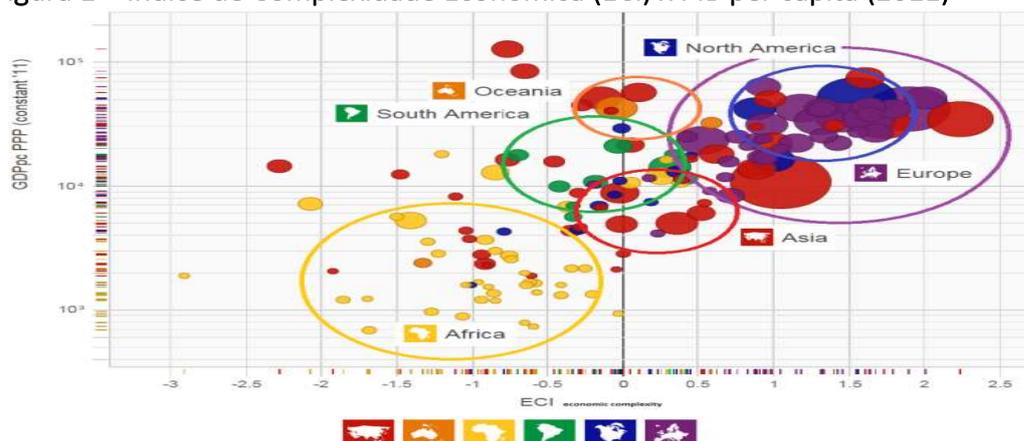
Fonte: Elaboração própria com base em Hausmann et al. (2015).

Nota: ECI (eixo esquerdo) e posição no ranking entre países (tracejada, eixo direito).

No Gráfico 2, o crescimento esperado, dada a complexidade brasileira, era menor do que o ocorrido. Observa-se que a economia brasileira tem se tornado menos complexa há muito tempo, em termos absolutos e também relativos. Ao analisar a década de 2000, desde 2006 tem havido regressão não-linear na complexidade econômica do país – com grande declínio a partir da crise global dos anos 2007-2008.

Em uma perspectiva relativa, a Figura 1 demonstra a correlação entre complexidade econômica e PIB per capita, sendo que o Brasil (e outros países da América do Sul), quando comparado a outras economias maduras ou em rápido crescimento, tem ficado para trás.

Figura 1 – Índice de Complexidade Econômica (ECI) x PIB per capita (2011)



Fonte: Hausmann et al. (2016).

Nota: PIB per capita (*Purchase Power Parity*, PPP, com preços constantes de 2011) e ECI de uma série de países.

Vale dizer que a perda de complexidade absoluta e relativa da economia brasileira pode ser ilustrada pelo declínio observado na indústria, setor especial por apresentar retornos crescentes de escala, passando por uma regressão relacionada à sua perda de competitividade (ALENCAR et al., 2018 e FERREIRA FILHO et al., 2017). Com base nessas evidências, acredita-se que o crescimento esperado brasileiro era menor do que o ocorrido efetivamente, principalmente no período entre 2004-2013 – ou seja, eram indicativos de que esse ciclo seria insustentável.

2.2 O desequilíbrio dos balanços financeiros na economia brasileira

A abordagem dos estoques e fluxos consistentes busca relacionar variáveis reais e financeiras (BURGESS et al., 2016). Foi desenvolvida nos anos 1980 e 1990, por Tobin e por Godley, este em conjunto com outros autores⁴. A teoria dos balanços financeiros tem como ponto de partida uma identidade contábil, em que a economia se divide em três setores, o privado (famílias, corporações financeiras e não-financeiras), o governamental (federal e locais) e o externo (relações com o resto do mundo):

$$(S - I) + (T - G) - CA = 0 \quad (5)$$

Onde:

S = poupança bruta do setor privado,

⁴ Ver, por exemplo, Godley; Lavoie (2012) para maiores detalhes.

I = investimento bruto (fixo, estoques e outros bens de valor),

T = tributos (excetuando-se os subsídios e outras transferências líquidas do governo para outros),

G = dispêndio do governo;

CA = saldo em Conta Corrente.

Assim, há a impossibilidade de superávit nas três poupanças simultaneamente – a privada ($S - I$), a governamental ($T - G$) e a externa ($- CA$). (BERNARDO e WILDAUER, 2016).

A partir disso, é possível verificar a posição de cada setor no que se refere aos ativos líquidos e à acumulação de passivos, se de forma insustentável. Ou seja, esse instrumental de Godley aponta claramente para a fragilidade financeira da economia no nível macroeconômico. Por exemplo, resultados negativos em Conta Corrente tendem a ser perigosos, notadamente se os déficits ultrapassam a marca de 4% do PIB (CAVALLO et al., 2016). Em geral, esses episódios terminam de forma abrupta, com a redução dos déficits a partir de rápidas desvalorizações cambiais em termos reais, além da desaceleração de investimentos e do produto (eventos chamados de *sudden stops*⁵). Claramente, a sustentabilidade, ou não, de déficits persistentes nos três setores depende de vários fatores.⁶ Nessa perspectiva, rearranjando (5), tem-se que $CA = Sp + Sg$. Considerando que o saldo em CA seja positivo ou negativo (desconsiderando a possibilidade teórica de ser nulo), e um valor fixo (tanto positivo ou negativo, por simplificação), a Tabela 1 demonstra todas as combinações possíveis.

Tabela 1 – Combinações entre os Balanços

Poupança Privada (Sp)	Poupança Governamental (Sg)	Conta Corrente (CA)
+	+	+
-	++	+
++	-	+
-	-	-
--	+	-
+	--	-

Fonte: Elaboração própria.

Nota: Um “+” (“-“) se refere a levemente positivo (negativo); dois “+ +” (“- -“) a fortemente positivo (fortemente negativo).

⁵ Sobre os *sudden stops*, ver Calvo et al. (2014).

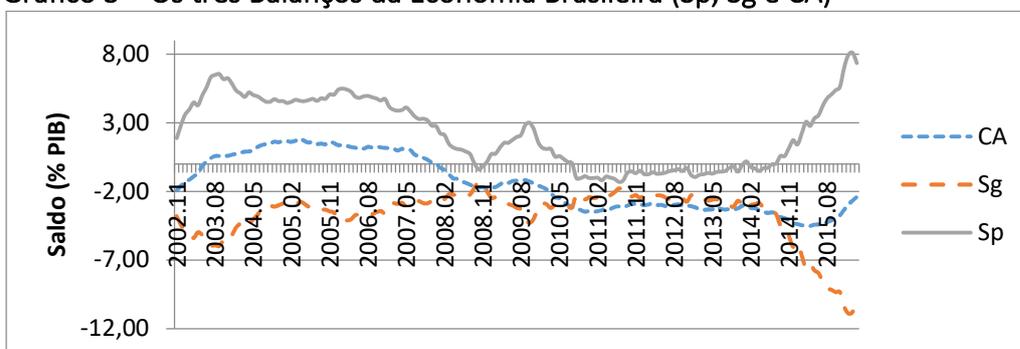
⁶ Ainda no caso da Conta Corrente, os Estados Unidos convivem com déficits recorrentes por décadas, diversas vezes ultrapassando os 4% do PIB. No entanto, vale lembrar a posição dominante do dólar na economia mundial, o que torna esse país uma exceção (MCKINNON, 2013).

Em suma, a primeira (leves superávits governamentais e privados) e a terceira (forte superávit privado e leve déficit fiscal) combinações parecem as posições mais sustentáveis para o crescimento de longo prazo. Isto porque posições muito frágeis em algum dos balanços tendem a se tornar, em algum momento, fatores de estresse. Vale lembrar, entretanto, que déficits governamentais excessivos (normalmente o maior foco de análise por parte dos analistas de mercado) por vezes são necessários para reparar (contrabalançar) problemas nos balanços do setor privado (KOO, 2015) – principalmente quando ocorrem déficits na CA.

Minsky (1986) aponta que períodos de expansão da atividade influenciam positivamente os investimentos, ao passarem a impressão de que serão perenes, o que faz com que haja também incremento na renda. Nesse ambiente, a tolerância ao risco dos agentes econômicos se eleva naturalmente, o que acaba por aumentar sua fragilidade, dada sua maior alavancagem. Esse processo continua enquanto há crescimento do crédito e dos investimentos, com a visão otimista sobre as perspectivas da economia, mas a instabilidade sistêmica cresce gradualmente. No entanto, se há alguma mudança nesse cenário (e nas expectativas positivas), pode haver retração no crédito e nos investimentos, o que resultaria na redução dos lucros e da renda, e novamente dos investimentos – gerando, assim, um ciclo negativo. Sendo assim, vale verificar a situação dos balanços na economia brasileira.

Desde meados de 2006, a poupança privada tem se reduzido de forma não-linear (Gráfico 3). Excetuando-se a breve e pequena recuperação em parte de 2009 e 2010, a Sp continuou em níveis essencialmente baixos e, a partir de algum momento em 2010, adentrou terreno negativo.

Gráfico 3 – Os três Balanços da Economia Brasileira (Sp, Sg e CA)



Fonte: Elaboração própria com dados do BCB.

Dessa maneira, a alavancagem do setor privado estava crescendo ao longo dos anos e, paralelamente, a fragilidade da economia como um todo. Assim, qualquer reversão de expectativas poderia desencadear problemas para o crescimento brasileiro. Portanto, também por essa ótica dos balanços, a situação do país não era sustentável. Entretanto, ainda havia outro problema estrutural ligado à sustentabilidade fiscal que estava pronto para ser revelado a qualquer momento.

2.3 A crise fiscal contratada

As despesas primárias do governo federal vêm se elevando em termos reais há décadas acima do crescimento do produto, dada a exacerbada rigidez do orçamento⁷. A princípio, essa situação não é sustentável, pois as receitas tendem a acompanhar o ritmo de expansão do produto no médio e longo prazos. Contudo, essa questão foi postergada por diversos motivos, entre eles a elevação da carga tributária entre 1996 e 2005 (de 26,1% para 33,6% do PIB⁸), a aceleração da taxa de formalização da economia (com consequentes elevações de receitas tributárias) e o *boom* de *commodities* (que permite a elevação das importações sem provocar maiores desequilíbrios na Balança Comercial; e que também resulta em maiores receitas tributárias). Tudo isso permitiu que o crescimento das receitas também fosse superior ao do produto, o que possibilitou a manutenção de certo equilíbrio fiscal até 2014.

No entanto, com a quase estabilização da carga tributária, tal como ocorreu de 2006 em diante, além da desaceleração da formalização da economia e do fim do ciclo favorável às *commodities*, o crescimento das receitas tributárias estaria mais próximo ao comportamento do produto. Desse modo, partindo da premissa de que as despesas continuariam crescendo numa velocidade maior que a do PIB, eventualmente o resultado primário se reduziria para um nível insuficiente para manter estável a dívida pública, o que causaria previsível instabilidade.

⁷ De fato, o segundo governo Fernando Henrique Cardoso (cerca de 5% a.a.), os dois governos Lula (cerca de 6% a.a. e 8% a.a.) e o primeiro governo Dilma (cerca de 5% a.a.) tiveram as despesas primárias do governo federal crescendo acima da variação do produto (GOBETTI; ORAIR, 2015).

⁸ Ministério do Planejamento, Orçamento e Gestão (2015).

Efetivamente, a situação foi ainda pior por conta da severa crise econômica iniciada em meados de 2014 no país, o que impactou negativamente a evolução das receitas. Além disso, o governo optou por utilizar o espaço com a redução dos juros a partir de meados de 2012 (e, portanto, a redução do superávit primário necessário para estabilizar a dívida pública) para promover uma diminuição de impostos para o setor produtivo (principalmente automobilístico) e para os consumidores – ao invés de elevar o investimento público (OREIRO; D’AGOSTINI, 2016). Nesse contexto, houve contínuo aprofundamento da degradação da infraestrutura física da economia brasileira.

Portanto, com o baixo investimento em infraestrutura, sobretudo público, com os subsídios e as desonerações concedidos ao setor privado, na expectativa frustrada de que aumentasse seus investimentos (SERRANO; MELIN, 2015), houve acentuação na deterioração das contas públicas.

3 O CICLO FAVORÁVEL DE 2004-2013 E A “PRIMAVERA BRASILEIRA”

De forma resumida, a regressão da estrutura produtiva da economia brasileira – representada pela redução no ECI (FERREIRA FILHO et al., 2017) – e a queda da poupança privada a partir de 2006 já eram prenúncios de que o ciclo de crescimento entre 2004-2013 poderia persistir, mas não por muito tempo. Mas o que contribuiu para que houvesse esse crescimento não obstante os fatos apresentados? E o que teria auxiliado a desencadear o fim desse período favorável? Esta seção busca responder essas indagações.

3.1 Fundamentos e limitações do crescimento no período de 2004-2013

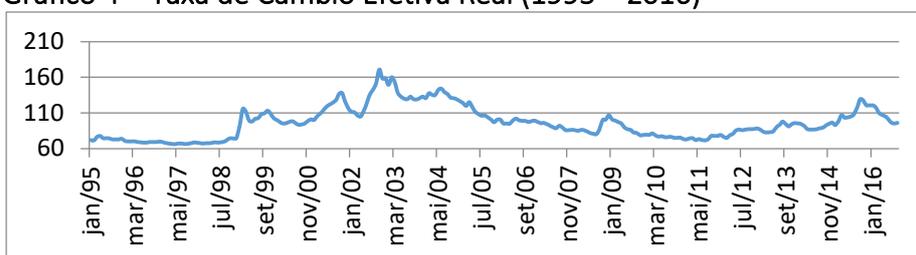
Observa-se entre 2004-2013 um clássico caso “*boom and bust*”⁹, começando com o crescimento dos preços das *commodities*. Esse movimento foi acompanhado de euforia mundial, dado o elevado crescimento econômico, o que provocou elevação da tolerância ao risco por parte dos investidores internacionais. Nesse contexto, com a consequente valorização cambial, a inflação tende a ser menor, os consumidores ganham poder de compra (também pela facilitação das importações) e o crédito se expande (com a

⁹ Ver Williamson (2005) para maiores detalhes.

provável redução dos juros resultante da valorização cambial e da queda da inflação, além do barateamento do endividamento externo).

Nesse cenário favorável interna e externamente, havia demanda inclusive pela produção manufatureira brasileira, além de suas *commodities*. Isso até 2007, em que se deflagra a crise mundial que afetou os países, em menor ou em maior grau. Entretanto, em paralelo a esse movimento, a partir de 2005/2006 se estabelecem dois fatos que seriam determinantes para a crise brasileira posterior. O primeiro se refere ao início de um longo processo de valorização da taxa de câmbio real efetiva (Gráfico 4) no país¹⁰.

Gráfico 4 – Taxa de Câmbio Efetiva Real (1995 – 2016)

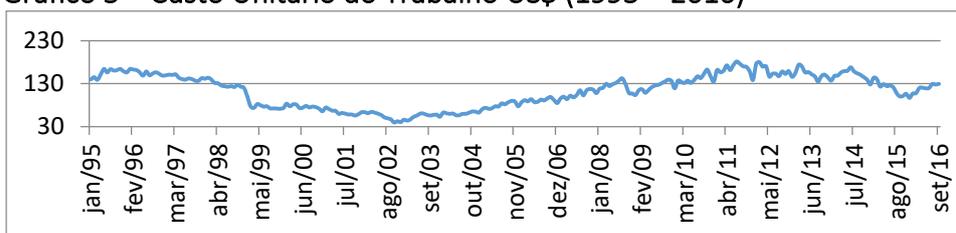


Fonte: BCB, 2016. Elaboração própria.

Nota: Índice (Junho 1994 = 100).

O segundo ponto se refere à política de valorização do salário mínimo que era vinculado à inflação (do ano anterior) e ao crescimento do PIB (de dois anos anteriores), desconsiderando a variação da produtividade.¹¹ O resultado desses dois pontos foi um rápido crescimento do custo unitário do trabalho (Gráfico 5).

Gráfico 5 – Custo Unitário do Trabalho US\$ (1995 – 2016)



Fonte: BCB, 2016. Elaboração própria.

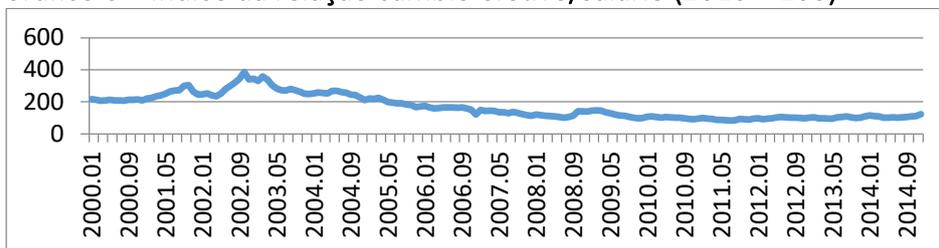
Nota: Índice (Junho 1994 = 100).

¹⁰ O que tende a ser negativo para o crescimento, notadamente para economias emergentes, como indica, por exemplo, Rodrik (2008).

¹¹ O salário mínimo que é, por sua vez, vinculado a uma série de outras despesas do governo, como benefícios previdenciários.

Os dois pontos, combinados, prejudicaram a relação câmbio efetivo/salário (Gráfico 6).

Gráfico 6 – Índice da relação câmbio efetivo/salário (2010 = 100)

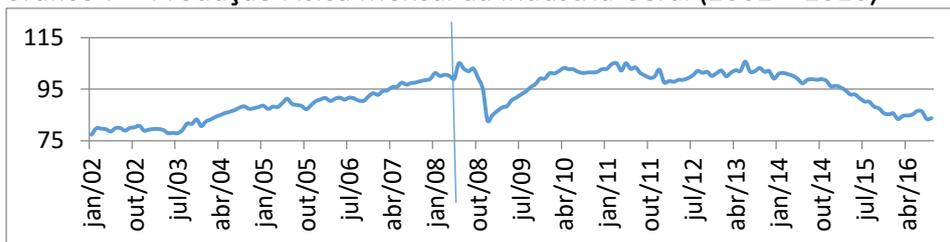


Fonte: Ipea, 2016. Elaboração própria.

Dito de outra maneira, a relação câmbio efetivo/salário foi impactada pelo crescimento dos salários reais acima dos ganhos de produtividade do trabalho, em que são duas as explicações mais frequentes para isso, quais sejam, (i) mudanças demográficas as quais reduziram a oferta de mão de obra e (ii) política de aumentos reais do salário mínimo); e com a apreciação do câmbio efetivo real. E isso acabou prejudicando a competitividade da indústria e, por conseguinte, as contas externas.

Assim, com a crise de 2007 e a consequente queda da demanda global, combinada com algumas medidas protecionistas, países menos competitivos perderam participação na produção e exportação de produtos mais sofisticados. Isso inclui o Brasil, que não cresceu sua produção industrial além do pico de meados de 2008 (Gráfico 7).

Gráfico 7 – Produção Física Mensal da Indústria Geral (2002 – 2016)



Fonte: IBGE, 2016. Elaboração própria.

Nota: Índice (2012 = 100).

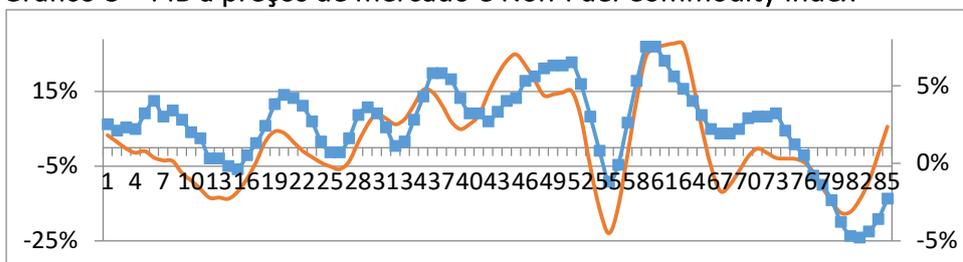
O pico de produção atingido em 2008 não foi ultrapassado justamente por conta da incapacidade dos industriais nacionais acessarem a demanda interna que ainda estava em expansão (OREIRO; D’AGOSTINI, 2016). Quem ocupou esse espaço, portanto, foram as importações, o que prejudicou o processo de causalção cumulativa – em que o crescimento da produção e exportação de bens industriais afetam positivamente o

produto e a demanda, gerando elevações da produtividade do setor industrial, com efeitos *spillover* nos outros setores da economia, o que possibilitaria nova rodada de crescimento da produção e das exportações (KALDOR, 1966).

Dessa forma, há a deterioração do CA¹², com seu saldo passando de 1,25% do PIB, em 2006, para quase -3,6% do PIB em 2013, o terceiro maior déficit mundial (REZENDE, 2016). E isso se traduz em redução do potencial de crescimento da economia brasileira¹³.

A China, por meio de fortes estímulos, continuou crescendo a taxas elevadas ainda por alguns anos, o que sustentou a indústria de *commodities* e elevou o otimismo dos emergentes. Mas, com isso, formou-se uma grande capacidade produtiva na indústria de *commodities* que, combinada com a posterior desaceleração chinesa, reduziu o preço desses produtos a partir de 2012 paralelamente ao aumento da capacidade ociosa naquela indústria (BERNARDO; WILDAUER, 2016). O Brasil, cada vez mais dependente da produção de produtos menos sofisticados, não passaria incólume por este processo. O país tem tido resultados do PIB intimamente correlacionados às variações de preço das *commodities*, como se pode ver no Gráfico 8.

Gráfico 8 – PIB a preços de mercado e Non-Fuel Commodity Index



Fonte: FMI, 2016; IBGE, 2016. Elaboração própria.

Nota: PIB a preços de mercado (Acumulado, 4 trimestres, linha com marcador, eixo direito) e Non-Fuel Commodity Index (Acumulado, 4 trimestres, eixo esquerdo) 1996/I – 2017/I.

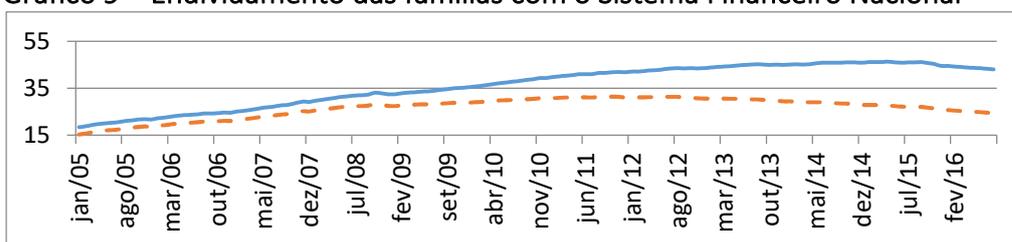
¹² Inclusive, o Investimento Estrangeiro Direto muitas vezes é visto como benéfico para o país, mas, em médio prazo, cria obrigações futuras, como repatriação de recursos de empresas transnacionais (KREGEL, 1996), que são exacerbadas em tempos de crise, o que amplia o efeito *sudden stop* de fluxos de capitais. Nesse período, o coeficiente de importação da economia brasileira saltou de 16,5% (média de 2008) para aproximadamente 21,2% (média 2015) (IPEADATA, 2017).

¹³ Como em Thirlwall (1979).

Como se vê no Gráfico 8, há grande correlação entre o preço das commodities e a variação do PIB brasileiro (índice de correlação de 76% entre as duas séries). A partir de meados de 2011, quando o preço das *commodities* alcançou variação negativa, ocorreram impactos negativos para a economia nacional. Obviamente, a correlação não indica necessariamente causalidade, mas, como a variação dos preços das *commodities* é um fenômeno exógeno, nesse caso a causalidade é dessa variação causar impactos no PIB nacional por diversos canais.

O outro motor da economia nesse ciclo, o crédito, também começava a se esgotar (Gráfico 9). Como se vê, o endividamento em relação à renda das famílias já começava a estacionar a partir de meados de 2013, sendo que a porção excluindo o crédito habitacional estava estagnada já a partir de meados de 2010. Adicionalmente, como destacado anteriormente, o crescimento das despesas havia sido sistematicamente superior ao crescimento do produto. Assim, na eventualidade de uma crise econômica, o país acabaria enfrentando também uma crise fiscal.

Gráfico 9 – Endividamento das famílias com o Sistema Financeiro Nacional



Fonte: BCB. Elaboração própria.

Nota: Endividamento das famílias com o Sistema Financeiro Nacional em relação à renda acumulada dos últimos doze meses (%) e também excluindo crédito habitacional (%), tracejada).

3.2 “Primavera Brasileira” como catalisadora da crise

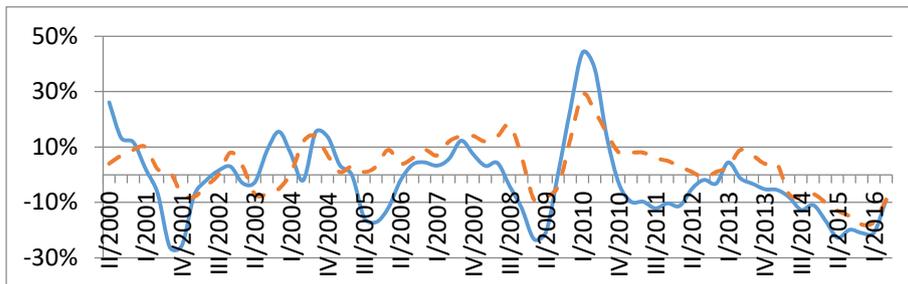
O Brasil vivenciou sua própria "Primavera". Os movimentos de junho de 2013, inicialmente surpreendentes e, para muitos, incompreensíveis, compreendia uma infinidade de reivindicações, das mais diferentes naturezas e posições ideológicas. Efetivamente, parece ter ocorrido uma espécie de autocrítica dos próprios cidadãos para com os problemas nacionais, um despertar para a realidade interna, repleta de

problemas¹⁴ que se refletem, em última análise, no subdesenvolvimento. Em síntese, as manifestações de 2013 anteciparam o fim de um ciclo que já dava sinais de ser insustentável.

Sob a perspectiva minksyana, em pouquíssimo tempo, os protestos retiraram o otimismo da sociedade como um todo, o transformando em impressionante pessimismo, prejudicando a confiança e revertendo as expectativas dos agentes privados e, conseqüentemente, o crescimento da economia. A Primavera Brasileira, portanto, parece ter sido o catalisador da espiral negativa à la Minsky, ou seja, a visão pessimista reduziria o crédito e os investimentos, com repercussão sobre os lucros e a renda, o que retroalimenta a queda dos investimentos¹⁵.

Isso pode ser observado com a contínua queda na Formação Bruta de Capital Fixo (FBKF, trimestre contra trimestre) desde o último trimestre de 2013 (Gráfico 10), justamente poucos meses após os movimentos populares. O Gráfico 10 demonstra, também, a correlação entre índices de confiança e os investimentos.

Gráfico 10 – FBKF e ICEI



Fonte: IBGE; CNI. Elaboração própria. Variação acumulada em quatro trimestres.

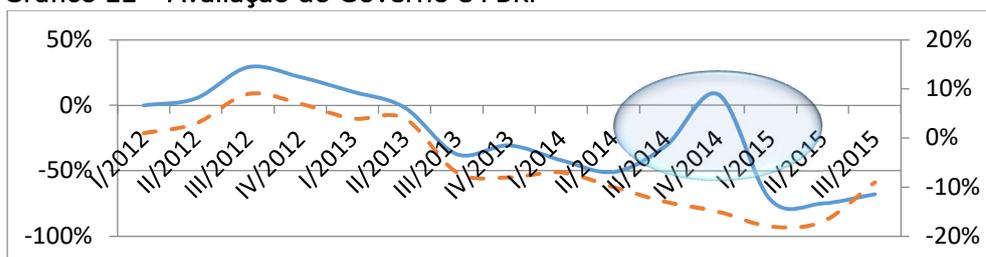
Nota: Variação da FBKF (%), tracejada) e Índice de Confiança do Empresário Industrial ICEI (%).

A confiança começou a se reduzir após Junho de 2013 e, logo na sequência, os investimentos seguiram tal tendência de queda (o índice de correlação é de 68% entre as duas séries). Este mal-estar generalizado obviamente atingiu os políticos, notadamente a presidente à época, como se verifica no Gráfico 11.

¹⁴ Ainda presentes naquele momento, apesar do ciclo virtuoso ao qual passava a economia brasileira.

¹⁵ A lucratividade era de 16,5% em 2010, se reduziu para 12,5% em 2011, depois para 7% em 2013, para 4,3% em 2014 (OREIRO, D'AGOSTINI, 2016), já na espiral negativa da crise brasileira, combinada com as quedas das commodities e, provavelmente tenha caído ainda mais em 2015.

Gráfico 11 – Avaliação do Governo e FBKF



Fonte: IBGE, 2016; CNI, 2016. Elaboração própria. Variação acumulada em quatro trimestres.

Nota: Variação da Avaliação do Governo em Ótimo/Bom (%) e FBKF (%), no período t+2, tracejada, eixo secundário).

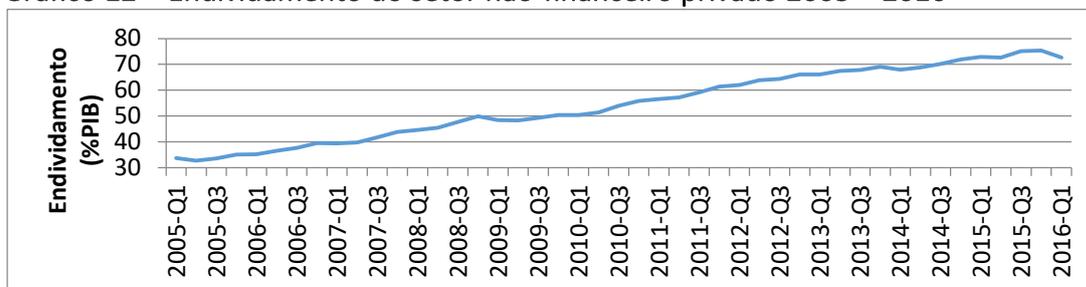
Com exceção do período de campanha eleitoral, em que a presidente conseguiu sua reeleição, também se verificou grande correlação entre a variação da FBKF (dois trimestres à frente) e a avaliação positiva da presidente. Inclusive, verifica-se uma queda fortíssima a partir do terceiro trimestre de 2013 da avaliação positiva do governo.

Em resumo, o crescimento da economia brasileira poderia desacelerar por questões estruturais a qualquer momento. No entanto, a “Primavera Brasileira” antecipou essa desaceleração, uma vez que no 2º trimestre de 2013 o país crescia cerca de 4% nos quatro trimestres acumulados (o maior valor desde o 2º trimestre de 2011) e, depois disso, passou a crescer cada vez menos – inclusive com queda do produto. A partir do terceiro trimestre de 2014, o Brasil entrou em recessão (considerando os dados com quatro trimestres acumulados do Banco Central para o IBC-Br).

A reação do governo, principalmente a partir de 2015, parece ter sido inadequada. O governo optou por tentar realizar um ajuste rápido (em oposição a uma opção mais gradualista) dos preços administrados e das despesas, na expectativa de sair mais rapidamente da crise com essas questões resolvidas. No entanto, ocorreu um brutal choque de custos na economia por conta dessa opção, estrangulando ainda mais os balanços já deteriorados das famílias e das firmas. O realinhamento abrupto dos preços administrados, da taxa de juros (Selic e também, em parte, a TJLP) e do câmbio significou, na prática, um aumento dos custos para as empresas (e mesmo para as famílias, com impactos negativos no consumo) relevante. Os resultados foram elevação da inflação, queda no produto e aumento do desemprego (SERRANO; MELIN, 2015).

Como se pode verificar no Gráfico 12, o endividamento do setor não-financeiro privado se elevou fortemente na última década, tendo mais que dobrado no período. Ao fazer isso, as firmas têm a expectativa de que os ativos gerem retorno que, inclusive, seja suficiente para cobrir as obrigações financeiras.

Gráfico 12 – Endividamento do setor não-financeiro privado 2005 – 2016



Fonte: BIS, 2016. Elaboração própria.

Parte do endividamento era em moeda estrangeira e a desvalorização radical do real fez com que as obrigações financeiras das empresas se elevassem (REZENDE, 2016). Inclusive, quando ocorre o *bust*, experiências históricas apontam para queda do produto de 5% a 10% do PIB, durante dois ou três anos (WILLIAMSON, 2005), exatamente o que tem ocorrido na situação brasileira entre 2014 e 2016.

O Brasil também acabou ingressando numa crise fiscal por conta da elevação das despesas (quase automática, devido às vinculações no orçamento) e da redução das receitas (por conta da queda do produto e das desonerações e subsídios concedidos). Isso acabou se tornando um fator alimentador para a própria crise econômica. Há de se acrescentar, também, as incertezas políticas e as investigações de corrupção que acrescentam instabilidade ao cenário, cooperando para certa paralisação dos investimentos (notadamente das estatais atingidas) e dos outros agentes econômicos, contribuindo negativamente para a atividade econômica no curto prazo.

Para finalizar, foi conduzido o Teste de Chow¹⁶ para duas variáveis (ECI e FBKF), para verificar se há quebra estrutural em dois pontos, no ano de 2007 (ano de início da

¹⁶ Para mais detalhes, ver Chow (1960). Em linhas gerais, há uma modelagem para toda base de dados. Divide-se a base de dados em dois grupos, a partir de um possível ponto de quebra estrutural. A hipótese nula é que os dois modelos (antes e depois desse ponto) geram coeficientes não distintos estatisticamente. Caso a hipótese nula seja rejeitada, há a quebra estrutural.

crise internacional, para a primeira variável) e no segundo trimestre de 2013 (início das manifestações populares, para a segunda variável).

Tabela 2 – Teste de Chow Economic Complexity Index (ECI, 1995 – 2014) E FBKF, 1996:1 – 2016:3, Índice: média de 1995 = 100)

Informações	Economic Complexity Index	Formação Bruta de Capital Fixo
nº Observações	20	83
p-valor	0,00	0,00
Hipótese Nula	Rejeita	Rejeita

Fonte: BCB, 2016. Elaboração própria.

A hipótese nula é rejeitada nos dois casos. Isso corrobora com a hipótese discutida no estudo de que a crise mundial teve um peso não desprezível na queda de sofisticação da economia brasileira, o que se tornou um problema para o contínuo crescimento econômico do país tempos depois. Além disso, também parecem ser relevantes as manifestações populares como um processo catalisador da queda dos investimentos e antecipação do fim de um ciclo que não era sustentável.

4 CONSIDERAÇÕES FINAIS

A crise atual parece ser uma questão mais relacionada a fatores estruturais do que conjunturais. Inicialmente foram apontados três pontos que demonstravam a insustentabilidade do ciclo de crescimento ocorrido particularmente entre 2004 e 2013 – a redução da sofisticação na produção e na exportação do país, o desequilíbrio dos balanços setoriais e a crise fiscal contratada. Em resumo, tratou-se de um período em que as condições externas favoráveis (*commodities* e crescimento mundial) favoreceram a valorização da moeda doméstica, o que acabou por provocar um ciclo do tipo “*boom and bust*”, à la Minsky, com expansão do crédito e do consumo.

A sobrevalorização cambial e a elevação do custo unitário de trabalho, além da alta taxa de juros em termos reais, contribuíram para a regressão da estrutura produtiva nacional. Isto, inclusive, deixou a economia brasileira mais exposta a movimentos nos preços de produtos menos sofisticados, notadamente as *commodities* – com particular deterioração nos últimos anos e com consequências sobre a atividade interna. Finalmente, indicou-se a possibilidade de que os movimentos populares de 2013,

conhecidos como “Primavera Brasileira”, anteciparam o fim do ciclo insustentável vivenciado entre 2004 e 2013. O pessimismo gerado na população e nos agentes econômicos parecem ter contribuído para o ciclo de baixa à la Minsky.

Por fim, no plano das políticas econômicas, a fim de promover de modo sustentado o investimento e a expansão da economia, sobretudo diante de um contexto de crise (perda de competitividade estrutural e substituição de importações às avessas), relaxar o lado fiscal no curto prazo em troca de reformas que garantam a sustentabilidade fiscal de longo prazo pode ser necessário.

REFERÊNCIAS BIBLIOGRÁFICAS

- ALENCAR, J. F. L.; FREITAS, E.; ROMERO, J. P.; BRITTO, G. COMPLEXIDADE ECONÔMICA E DESENVOLVIMENTO: Uma análise do caso latino-americano. *Novos estudos*. CEBRAP, v.37, n.2. S. P. 2018.
- BALASSA, B. Trade Liberalization and Revealed Comparative Advantage. *Manchester School of Economic and Social Studies*, 33, 99-123, 1965.
- BANCO CENTRAL DO BRASIL. Disponível em: < <https://www.bcb.gov.br/> > Acesso em: 6 de novembro de 2017.
- BERNADO, J.; WILDAUER, R. U.S. economy: flying with one engine. *Political Economy Research Group*, 2016.
- BURGESS, S.; BURROWS, O.; GODIN, A; KINSELLA, S.; MILLARD, S. *A dynamic model of financial balances for United Kingdom*. Bank of England: Staff Working Paper No. 614, 2016.
- CALVO, G.; IZQUIERDO, A.; MEJIA, L. *On the empirics of sudden stops: the relevance of Balance-Sheet Effects*. In: Proceedings, San Francisco: Federal Reserve Bank of San Francisco, 2014.
- CAVALLO, E.; EICHENGREEN, B.; PANIZZ, U. *Can countries rely on foreign saving for investment and economic development?*. Graduate Institute of International and Development Studies, Working Paper No. HEIDWP07, 2016.
- CONFEDERAÇÃO NACIONAL DA INDÚSTRIA - CNI. *Índice de Confiança do Empresário Industrial - ICEI*. Disponível em: <<https://www.portaldaindustria.com.br/>>. Acesso em 8 de julho 2016.
- EICHENGREEN, B.; PARK, D.; SHIN, K. *Growth slowdowns redux: new evidence on the middle-income trap*. NBER, Working Paper w18673, 2013.
- FERREIRA FILHO, H.; FRAGA, S. J.; CABIDO, B. A evolução da pauta exportadora do Brasil e de Minas Gerais sob a abordagem da complexidade entre 2000 e 2013. *Revista Econômica do Nordeste*, v. 48, n.1, p. 63-79, 2017.
- GOBETTI, S.; ORAIR, R. *Flexibilização fiscal: novas evidências e desafios*. Ipea: Texto para Discussão 2132, 2015.
- GODLEY, W.; LAVOIE, M. *Monetary economics: an integrated approach to credit, money, income, production and wealth*. Basingstoke: Palgrave Macmillan, 2012.

- HARVEY, D.; TELES, E.; SADER, E. *Occupy: movimentos de protesto que tomaras as ruas*. São Paulo: Boitempo Editorial, 2012.
- HAUSMANN, R.; HIDALGO, C.; BUSTOS, S.; COSCIA, M.; SIMOES, A.; YILDIRRIM, M. (2015). *The atlas of economic complexity*. Disponível em: <<https://atlas.media.mit.edu/en/>>. Acesso em: 21 de Novembro de 2016.
- HIDALGO, C.; KLINGER, B.; BARABAS, A. L.; HAUSMANN, R. The Product Space Conditions the Development of Nations. *Science*, 317, 482-7, 2007.
- HIDALGO, C.; HAUSMANN, R. The Building Blocks of Economic Complexity. *Proceedings of the National Academy of Sciences of the United States of America*, 106 (26), 10570-10575, 2009.
- IPEADATA. Disponível em: <<http://www.ipeadata.gov.br/Default.aspx>>. Acesso em: 25 de junho 2019.
- KALDOR, N. *Causes of the slow rate of economic growth of the United Kingdom: an inaugural lecture*. Cambridge: Cambridge University Press, 1966.
- KREGEL, J. The theory of value, expectations and Chapter 17 of the General Theory. In: *A Second Edition of the General Theory*, G.C. Harcourt and P. Riach. London: Routledge, 1996.
- LALL, S.; WEISS, J.; ZHANG, J. The ‘Sophistication’ of Exports: a New Trade Measure. *World Development*, 34, 222-237, 2006.
- MCKINNON, R. *The unloved dollar standard: from Bretton Woods to the Rise of China*. New York: Oxford University Press, 2013.
- MINISTÉRIO DO PLANEJAMENTO, ORÇAMENTO e GESTÃO. *Evolução recente da carga tributária federal*. Brasília/DF, 2015.
- MINSKY, H. *Stabilizing an unstable economy*. New Heaven: Yale Univesity Press, 1986.
- ORAIR, R.; SIQUEIRA, F.; GOBETTI, S. *Política fiscal e ciclo econômico: uma análise baseada em multiplicadores do gasto público*. XXI Prêmio Tesouro Nacional, 2016.
- OREIRO, J.; D’AGOSTINI, L. *Terms of trade, real exchange rate over-valuation and de-industrialization: theory and empirical evidence on Brazilian Case (2003-2015)*. UFRJ, Texto para Discussão 024, 2016.
- LISBOA, M. D. BARROS; PESSOA, S. *O funcionamento da economia segundo a direita e a esquerda*. SP: Folha de S. Paulo, 2016. Disponível em: <<http://www1.folha.uol.com.br/ilustrissima/2016/07/1792072-no-brasil-direita-e-esquerda-tem-objetivos-semelhantes.shtml>>. Acesso em 8 julho 2016.
- REZANDE, F. *Financial fragility, instability and the Brazilian crisis: a Keynes-Minsky-Godley Approach*. The Multidisciplinary Institute for Development and Strategy (MINDS), Discussion Paper No. 1, 2016.
- RODRIK, D. *The real exchange rate and economic growth*. Brookings Papers on Economic Activity, v.2, p. 365-412, 2008.
- SERRANO, F.; MELIN, L. *Political aspects of unemployment: Brazil’s neoliberal U-turn*. Grupo de Economia Política, UFRJ, 2015.
- SOUZA, F. Por que a indústria parou?. In: Barbosa, N.; Marconi, N.; Pinheiro, M.; Carvalho, L. (Orgs.) *Indústria e Desenvolvimento Produtivo no Brasil*. São Paulo: Ed. Elsevier, 1ª Ed., 2015.

- THIRLWALL, A. The balance of payments constraint as na explanation of international growth rate differences. *Banca Nazionale del Lavoro Quarterly Review*, 128(1), 45-53, 1979.
- WILLIAMSON, J. Curbing the boom-bust cycle: stabilizing capital flows to emerging markets. Institute for International Economics, *Policy Analyses in International Economics*, n.75, 2005.
- WORLD BANK. *China 2030: building a modern, harmonious, and creative high-income society*. Technical Report, 2012.