

Análise Mensal

Nº 21 - Setembro de 2013

Indicadores de Solvência Fiscal: o difícil dilema de se desvincular da política monetária

O Crescimento de Deméter e o de Prometeu

Análise Mensal

Nº 21 - Setembro de 2013

EDITORES

João Basílio Pereima Neto
Fernando Motta Correia
Alexandre Alves Porsse

COORDENAÇÃO EXECUTIVA

Luiz Carlos Ribeiro Neduziak

EQUIPE TÉCNICA

Felipe Gomes Madruga
Joaquim Israel Ribas Pereira
André Duarte de Novais
Pedro Américo Vieira
Fernanda Hauptmann de Almeida

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

REITOR

Zaki Akel Sobrinho

DIRETOR DO SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS

Ana Paula Cherobim

CHEFE DO DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

João Basílio Pereima Neto

COORDENADOR DO PROGRAMA DE PÓS- GRADUAÇÃO EM DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (PPGDE/UFPR)

Fernando Motta Correia



Esta e outras edições da **Análise Mensal** estão disponíveis para
download em: <http://www.economiaetecnologia.ufpr.br>



Revista ECONOMIA & TECNOLOGIA

ISSN 2238-4715 [impresso]
ISSN 2238-1988 [on-line]

APRESENTAÇÃO

A **Análise Mensal** é uma publicação realizada pela equipe técnica da Revista Economia & Tecnologia (RET), é divulgada toda última semana de cada mês e está disponível para download no endereço: <http://www.economiaetecnologia.ufpr.br>.

O objetivo da **Análise Mensal** é tratar de dois temas relevantes de conjuntura macroeconômica que estejam em evidência nas agendas nacionais e internacionais. Todo o conteúdo é debatido e escrito coletivamente pela equipe técnica da RET, sendo que as opiniões emitidas são de responsabilidade dos Editores.

O primeiro artigo desta edição da Análise Mensal demonstra a divergência entre os indicadores de solvência utilizados pelo FMI e aqueles adotados pelas autoridades brasileiras. O artigo argumenta que, basear-se apenas na Dívida Líquida do Setor Público como critério de avaliação da saúde fiscal brasileira pode não somente esconder uma deterioração fiscal do governo brasileiro, principalmente quando comparada a outros países, como também esconder os efeitos da política monetária sobre a política fiscal.

O segundo artigo, por sua vez, aborda a taxa de crescimento verificada nesses meses de 2013, crescimento esse fortemente baseado no excepcional desempenho da agricultura. Contudo, o artigo busca chamar a atenção para o risco da dependência excessiva do setor agrícola, que apesar de estar ajudando positivamente em um momento de déficit externo, não é capaz de impulsionar o crescimento de longo prazo. Para isso, devem-se fazer investimentos afim de transformar a sociedade brasileira em uma sociedade do conhecimento.

Boa Leitura!

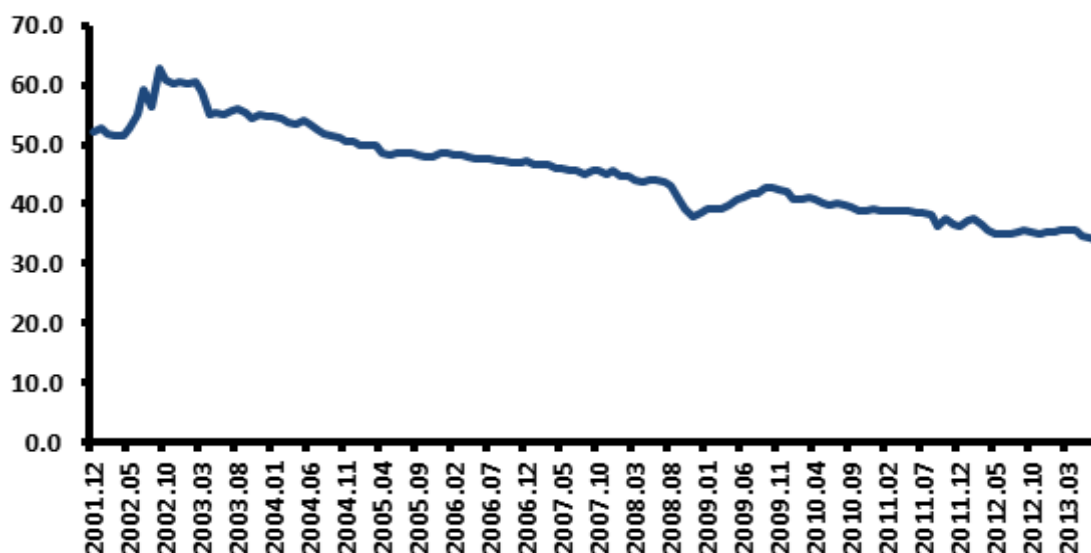
João Basilio Pereima
Editor-Chefe (E-mail: ret@ufpr.br)



Indicadores de Solvência Fiscal: o difícil dilema de se desvincular da política monetária

O comportamento da dívida pública brasileira sempre promoveu grandes discussões acerca dos seus impactos nas contas do governo e, de certa forma, em que medida a capacidade de gerenciamento da dívida pública isola o risco de inadimplência a que estão suscetíveis economias emergentes, como é o caso do Brasil. Um indicador de solvência fiscal amplamente utilizado no Brasil é a dívida líquida (não financeira) que exhibe os débitos e créditos do setor público. De acordo com o gráfico 1, o movimento da Dívida Líquida como proporção do PIB parece indicar um cenário favorável de credibilidade, uma vez que, desde o início dos anos 2000, sua tendência é decrescente, atingindo um valor de 34,1% em julho de 2013, segundo dados do Banco Central do Brasil.

Gráfico 1: Dívida Líquida do Setor Público (até Julho de 2013)



Fonte: BCB

Movimento divergente ocorre com a Dívida Bruta do Governo Geral, que vem apresentando um movimento ascendente. A tabela 1 apresenta os valores para os 2 últimos anos consolidados. Percebe-se que a Dívida Bruta aumentou cerca de 4,5% do PIB entre 2011 e 2012. Nesse ano de 2013, para dados até

maio, o valor já chega a 59,6% do PIB.

Tabela 1: Dívida Bruta e Líquida no Brasil (2011 – 2012)

	2011	2012
Dívida Bruta	54,2	58,7
Dívida Líquida	37,1	35,9

Fonte: BCB

A Dívida Líquida do Governo Geral é o balanço entre o total de créditos e débitos dos governos federal, estadual e municipal. A diferença entre os dois conceitos (Dívida Bruta e Líquida) é dada pelos Créditos do Governo Geral, o saldo dos Títulos livres na Carteira do BCB e o saldo de equalização cambial (resultado financeiro das operações com reservas cambiais e das operações com derivativos cambiais).

Desde 2007, a metodologia contábil da dívida brasileira vem separando os elementos fiscais e monetários que entram no cômputo da dívida bruta. Embora tal esforço seja elogiado e ratificado por várias agências de classificação de risco de crédito, pela tentativa de ampliar o grau de transparência das contas públicas, o Fundo Monetário Internacional (FMI) utiliza a Dívida Bruta para fins de comparação com os diversos países. O fato é que existem diversas metodologias de relacionamento entre Tesouro e Banco Central, porém o FMI não trata as especificidades presentes em cada país. Desse modo, a variável utilizada para fins de comparação internacional é o conceito com a abrangência de Governo Geral, que no caso do Brasil, inclui a carteira do Banco Central na estatística.

Percebe-se que há uma diferença quanto ao tipo de indicador de solvência fiscal utilizado pelo Brasil e o que é utilizado por organismos internacionais, como o FMI. Tal distorção merece atenção, haja vista que tal indicador de solvência (Dívida Bruta como proporção do PIB) está se aproximando dos valores de países que vêm enfrentando dificuldades decorrentes da crise financeira que se iniciou em 2008. De acordo com a Tabela 2, observa-se a evolução da Dívida Bruta como proporção do PIB para alguns países selecionados. Percebe-se que o valor da Dívida Bruta brasileira já se aproxima dos níveis aproximados para alguns países afetados com grande intensidade pela crise de 2008.

Porém, o Brasil tem a quarta maior dívida entre os países emergentes, segundo o FMI. Perde apenas para Egito, Jordânia e Hungria. Entre os BRICS (Brasil, Rússia, Índia e África do Sul), o Brasil destaca-se. A dívida bruta da Rússia é de 10,9% do PIB, a da China é de 22,8% do PIB, a da África do Sul é de 42,3% do PIB e a da Índia é de 66,8% do PIB.

A divergência entre os indicadores de solvência do FMI e os apresentados pelo governo brasileiro afetam o país devido a tendência de crescimento da Dívida Bruta no Brasil .

Tabela 2: Dívida Bruta (% PIB) – Países Selecionados 2006 - 2012

	2006	2007	2008	2009	2010	2011	2012
Portugal	63,9	68,3	71,6	83	92,9	106	121,9
Irlanda	24,7	24,9	44,4	65,2	94,9	109,3	118,8
Itália	106,6	103,6	106,3	116,1	119	121,1	128,1
Grécia	106,1	105,4	110,7	127,1	142,8	165,6	168
Espanha	39,6	36,1	39,8	53,3	60,1	75,3	87,9

Fonte: Banco Mundial

Embora a crise não tenha afetado a economia brasileira na mesma intensidade como se verificou para esse grupo de países, a divergência entre os indicadores de solvência do FMI e os apresentados pelo governo brasileiro afetam o país devido a tendência de crescimento da Dívida Bruta no Brasil e o seu valor próximo a países que tiveram perda de credibilidade junto as agências de risco.

Importante observar que o aumento significativo da dívida bruta está associado às manobras de intervenções do Banco Central no mercado de câmbio. Parcela significativa da dívida bruta equivale à aquisição de reservas internacionais. Essa informação *a priori* não parece denotar tanta preocupação, uma vez que um volume maior de reservas internacionais pode indicar o fortalecimento da economia brasileira para enfrentar a volatilidade da taxa de câmbio. Porém, alguns esclarecimentos devem ser colocados quando o Banco Central compra moeda estrangeira (dólar) para compor as reservas: o Banco Central compra os dólares usando Reais. Mais unidades de moeda nacional (Reais) no mercado se refletem numa inflação maior. Para extrair esse excesso de moeda nacional de circulação, o Banco Central troca a moeda por títulos públicos, com o comprometimento de desfazer a troca no futuro (processo conhecido como operação compromissada). Os dólares retirados do mercado são usados para comprar títulos públicos do governo americano, por exemplo, que pagam juros baixos e formam as reservas. Os títulos brasileiros vão pagar juros bem maiores. O diferencial das taxas de juros pesa nas contas públicas de modo que temos a acumulação de ativos com baixo rendimento (as reservas) e passivos que são bem onerosos (operações compromissadas).

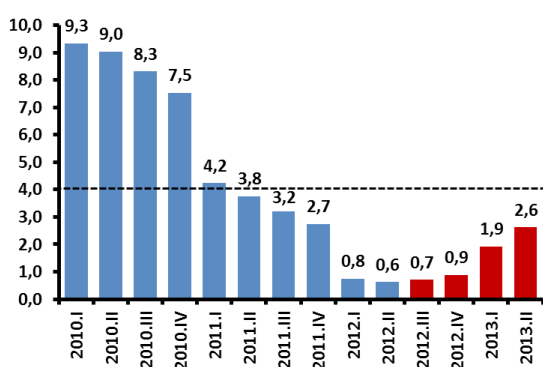
Portanto, parece claro que os movimentos dos indicadores fiscais não se desvinculam de forma tão simples da política monetária. As recorrentes intervenções do Banco Central no mercado de câmbio precisam ser mais refletidas diante dos eventuais custos que sempre assombram a economia brasileira. Importante destacar que não é de hoje que a dívida vem sendo o “saco de pancadas” da política monetária; entre 1994 e 1999, nunca é demais lembrar, a dívida brasileira praticamente dobrou em função da estratégia de política monetária desencadeada pelo Plano Real. Hoje, o que se observa é uma espécie de esqueleto cambial que se reflete num aumento preocupante da Dívida Bruta brasileira.



O Crescimento de Deméter e o de Prometeu

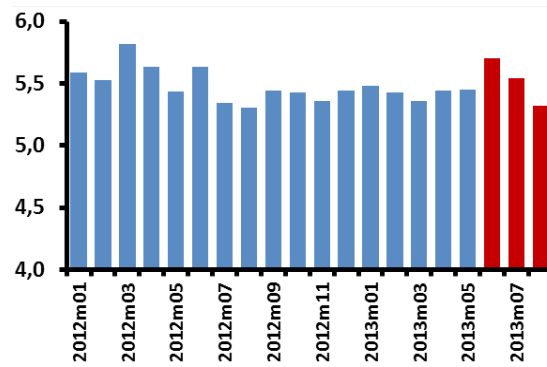
Após um imprevisível colapso do crescimento em 2011 e 2012 quando a economia brasileira cresceu 2,7% a.a. e 0,9% a.a., respectivamente, o desempenho parece dar sinais de reversão em 2012, com uma taxa de crescimento acumulada nos dois primeiros trimestres de 2,6% em comparação com o mesmo período do ano anterior. A recente recuperação do crescimento tem sido acompanhada de uma queda da taxa de desemprego nas regiões metropolitanas para 5,3% nos últimos 3 meses (gráfico 2). Tal ritmo tem reacendido a esperança e suscitado uma alegria eleitoreira no governo que aposta e se regozija com a volta do crescimento. Esses resultados de curto prazo vão na direção contrária à avaliação dominante no “mercado”, cujas expectativas de crescimento são de 2,40% a.a. e 2,22% a.a. em 2013 e 2014, respectivamente¹. Embora a taxa de crescimento esteja aumentando desde o último trimestre de 2012 (gráfico 1), pairam dúvidas sobre a robustez da recuperação. E, em nossa avaliação, essas dúvidas tem fundamento. O crescimento que se ensaia pode não passar de mais um “fogo de grimpá”, como se diz no Sul. Vejamos.

Gráfico 1 – Taxa real de crescimento do PIB (em relação ao mesmo período anterior)



Fonte: IBGE-Contas Nacionais

Gráfico 2 – Taxa mensais de desemprego nas regiões metropolitanas (desaz.)



Fonte: IBGE-PME

O primeiro fator a minar a robustez do crescimento pode ser constatado pela decomposição setorial da variação do PIB, como mostrado no gráfico 3. A recuperação da economia brasileira foi impulsionada predominantemente

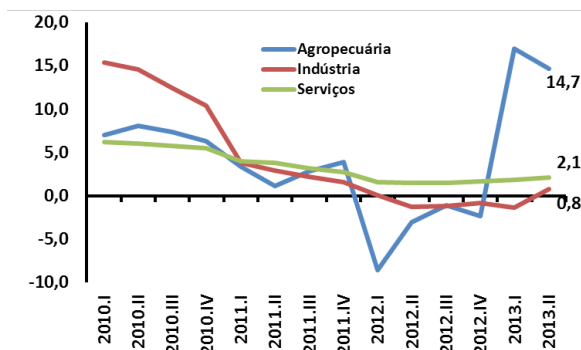
1 Bacen, Boletim Focus de 20/09/2013.

pela agropecuária, que cresceu à incrível taxa de 14,7% no primeiro semestre de 2013 (gráfico 3). O resultado de 0,8% da indústria foi decepcionante e o do setor de serviços de 2,1% foi mediano. A concentração do crescimento na agropecuária em detrimento da indústria é problemática e reforça a tendência da transformação do Brasil numa imensa fazenda tropical desindustrializada, se isso perdurar. Sabidamente, a expansão agrícola é um processo pouco intensivo em capital, mesmo quando mecanizada, e menos intensiva ainda em trabalho. Portanto, o crescimento agrícola requer pouco investimento em formação bruta de capital fixo e demanda pouquíssima mão de obra. A renda gerada pelo setor tem baixo efeito multiplicador tanto do ponto de vista da renda, quanto da mão de obra. Garante uma renda ao setor externo, importante no atual momento de déficit gigantesco das transações correntes, mas apenas isso. A agricultura representa apenas 6% do valor agregado gerado pela economia, de forma que dos 2,6% de crescimento total, 0,9% em termos ponderado (ou 34% do total) é devido à agricultura. Decompondo o crescimento por setores conforme o peso de cada um (gráfico 4), serviços representa 58%, agricultura 34% e a indústria apenas 8% do total do crescimento de 2,6%. Definitivamente, não é um número para se brindar, uma vez que a indústria é um setor chave.

Além disso, e principalmente, a incrível expansão da agropecuária é resultado muito mais da benevolência de Deméter combinada com a força da moto serra do que aumento de produtividade. O alto crescimento não pode ser explicado pela produtividade agrícola, pois esta aumenta muito lentamente e está sujeita à restrição dos rendimentos decrescentes. Deméter, deusa grega da agricultura, garantiu temperatura favorável e chuvas na hora certa. A moto serra, por sua vez, garantiu expansão da fronteira agrícola que avança sobre a Amazônia, uma das últimas existentes no mundo hoje. O crescimento observado do PIB nesse primeiro semestre proveio de uma combinação elementar de mais água e terra. Nada mais. Segundo o mito, ainda, Deméter costuma se ausentar de tempos em tempos do zelo das plantações para cuidar de sua filha Perséfone, raptada e condenada ao Hades, ocasião em que a desgraça avassala o sistema produtivo. Nem mesmo quase 3.000 anos de avanço tecnológico desde Hesíodo é capaz de desmentir o mito, que já reconhecia a atividade agrícola como uma empreitada humana instável, controlada não pelos homens, mas por deuses ou outras variáveis exógenas.

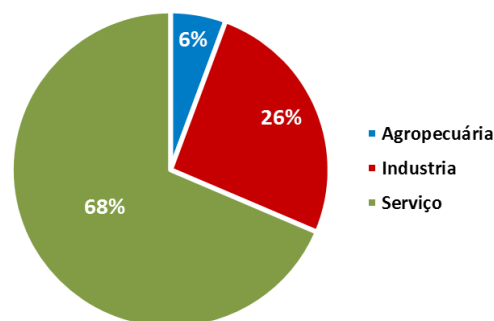
O que vai ser do crescimento de 2013 no segundo semestre, depois que a safra for colhida e a economia voltar a depender da indústria e do setor de serviços? O crescimento do PIB no segundo semestre tende a desacelerar. Não é sustentado pela expansão da indústria, nem pelo setor de serviços. Note-se que a indústria tem apresentado taxas negativas de crescimento ao longo de vários trimestres e só em 2013.II se tornou ligeiramente positiva crescendo 0,8% no primeiro semestre comparada com o mesmo período anterior. Cresce, portanto, num ritmo muito incipiente.

Gráfico 3 – Taxa real de crescimento do Valor Agregado por setor (trim. acum.)



Fonte: IBGE-Contas Nacionais Trimestrais

Gráfico 4 – Composição setorial do Valor Agregado



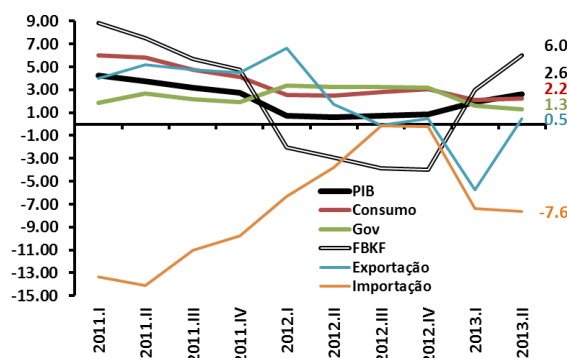
Fonte: IBGE-Contas Nacionais Trimestrais

O *segundo* fator que mina ou restringe o crescimento pode ser observado pela decomposição da demanda agregada (gráfico 5). Nesse aspecto, os dados do primeiro semestre mostram uma notícia boa e outras ruins. O aspecto positivo do crescimento é que a formação bruta de capital (FBKF) foi o componente que mais cresceu, com uma taxa de 6,0%. Dentre os componentes da demanda agregada, o investimento é a única variável que tem efeitos diretos sobre a ampliação da capacidade produtiva e sua expansão, portanto, é bem vinda. Ainda é cedo para afirmar que o Brasil iniciou um novo ciclo sustentado de investimento. A elevação do investimento em 6,0% no primeiro semestre pode ser apenas uma reação de curto prazo, uma vez que o investimento desacelerou ao longo de 2011 e teve variações negativas ao longo de 2012. A recuperação de 2013 pode apenas ser um ajuste cíclico, após um ano inteiro de queda. Não há nada no horizonte de curto e médio prazo que possa garantir uma taxa elevada de investimento, a não ser expectativas otimistas por parte do governo. As reformas estruturais simplesmente não acontecem e não se pode esperar que o mesmo ambiente de negócios que tem represado os investimentos passe a estimulá-lo sem que haja tais mudanças estruturais. Resumindo, a recuperação do investimento, mesmo que ainda incerta, é o lado bom da história do crescimento de 2,6%.

O lado ruim é ditado pelos demais componentes da demanda agregada. O segundo componente a puxar o crescimento foi o consumo das famílias, com crescimento de 2,2% no semestre. Muito já tem sido dito sobre o esgotamento do ciclo de crescimento puxado pela demanda. Uma economia próxima do pleno emprego não encontrará nas políticas de gerenciamento da demanda os estímulos que precisa para crescer. Tendo em vista o peso de 65% que o consumo das famílias tem no PIB, as restrições existentes sobre ele significam que a taxa de crescimento de 2,2% obtida no primeiro semestre, que ainda é baixa, diga-se de passagem, pode não ser sustentada ou mesmo superada no futuro.

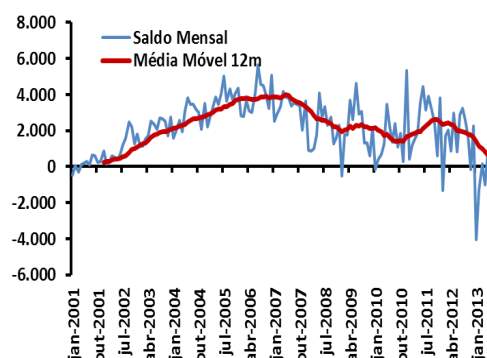
Mas o aspecto mais nefasto, sob a perspectiva da demanda, é a contribuição negativa do setor externo. O saldo negativo da balança comercial (menos US\$ 3,764bi no acumulado jan/ago) e serviços (menos US\$ 30,433bi) tem contribuído para diminuir o crescimento da economia, na medida em que tais resultados refletem orientação da demanda para fora, gerando crescimento no resto do mundo, não aqui.

Gráfico 5 – Crescimento do PIB por componente da demanda



Fonte: IBGE-Contas Nacionais Trimestrais

Gráfico 6 – Saldo Balança Comercial



Fonte: IBGE-Contas Nacionais Trimestrais

Além dos déficits estruturais em serviços, a queda do saldo da balança comercial (gráfico 6) revela uma face importante e preocupante do “modelo” de crescimento brasileiro (se é que existe um), que é o que poderíamos chamar de modelo de crescimento baseado em importações. Isso decorre da recorrente alegação de que um câmbio valorizado (agora não mais...) favorece a importação de tecnologia e bens de capital modernos, promovendo com isso aumento de produtividade. Isso seria parcialmente verdadeiro se as importações fossem de fato só de bens de capital, e mesmo assim não está garantido *a priori* que os equipamentos velhos sejam jogados fora. A restrição externa de curto prazo age antes que os efeitos de longo prazo da produtividade, causando crise periódica no balanço de pagamentos. O saldo líquido dessa história de comércio externo é que se importa de tudo e se exporta crescimento, uma vez que a demanda interna é atendida pela oferta externa, especialmente quando a queda dos investimentos não consegue ampliar a oferta interna, como tem acontecido com o Brasil. O que o mundo desenvolvido em crise precisa e mais deseja é encontrar um país disposto a ser o importador da vez. O “modelo” de crescimento baseado em importação é um fracasso só. Tem importação, mas não

O crescimento observado do PIB no primeiro semestre de 2013 proveio de uma combinação elementar de mais água e terra. Nada mais.

tem crescimento.

E como o governo, e mais que ele, a sociedade civil como todo, não tem sido capaz de articular uma rota de desenvolvimento que inclua crescimento econômico como estratégia meio, a taxa de crescimento do PIB brasileiro tende a seguir uma trajetória errática e volátil, em torno de um valor médio baixo, que parece não ultrapassar 2,0% ou 2,5% aproximadamente.

Além de uma possível ausência de Deméter e além das limitações da demanda, o crescimento ainda é restringido por um terceiro fator, do lado da oferta, já cansativamente enunciado: falta de infraestrutura, elevado custo logístico, carga tributária alta e complexa, corrupção, e inépcia governamental que dissipa energia e capital humano em um sistema político ultrapassado, onde executivo e legislativo passam a maior parte do dia negociando a política menor e ajustando cargos públicos, ao invés de gerenciar e resolver os problemas da imberbe sociedade civil mais ou menos organizada e nada representada.

O futuro promissor do Brasil não pode depender de uma economia agrícola. Deve depender principalmente de tecnologia e conhecimento. O Brasil precisa substituir o crescimento baseado em água e terra e importações de todo tipo, por outro baseado em geração de conhecimento e tecnologia, que são as variáveis que estão dirigindo o século XXI. Isso significa uma reengenharia das cidades, da infraestrutura, do Estado, da política e dos vícios da iniciativa privada dependente, todos necessários para aumentar eficiência, reduzir custos e agilizar processos decisórios. Precisa ainda de investimentos maciços em educação, tanto na base da pirâmide da educação, quanto na ponta mais avançada da pesquisa de vanguarda. Para tal, mais que uma política industrial é preciso subir mais na escada da ousadia e formular uma política de inovação integrada para os setores industriais, serviços, universidades e institutos de pesquisa, inclusive os novos, que ainda não surgiram. Na economia pós-industrial é o setor de serviços quem cria conhecimento. À indústria cabe o papel secundário de absorvê-lo.

O futuro promissor do Brasil deve depender não apenas da benevolência e presença de Deméter, mas da força e audácia de Prometeu. O país precisa ousar e “roubar” (evidentemente, não no sentido literal do verbo) o fogo do conhecimento dos Deuses.

