

# Fatores macroeconômicos e microeconômicos por detrás da semiestagnação da economia brasileira

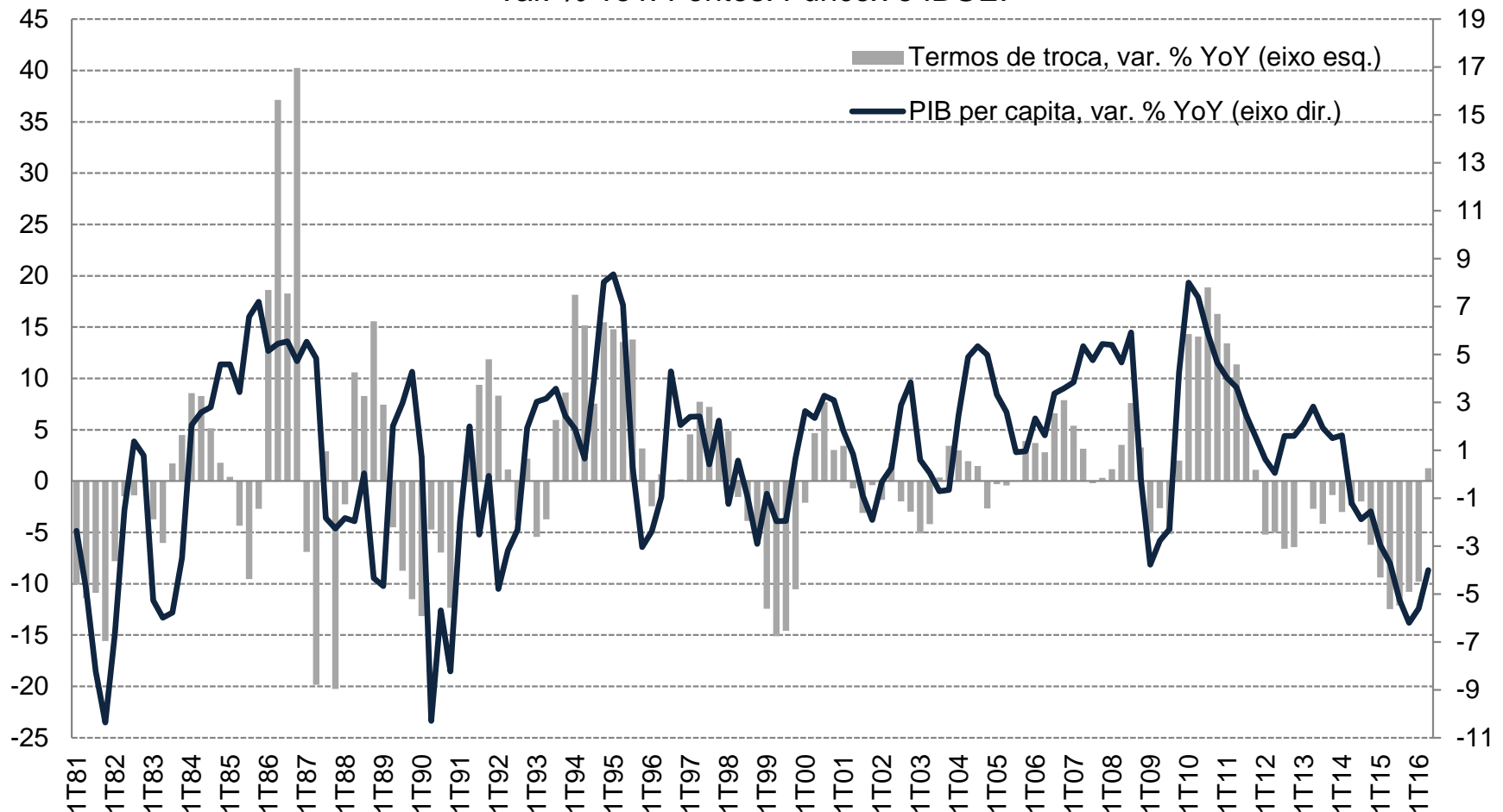
Bráulio Borges, economista-sênior da LCA e pesquisador-associado do IBRE/FGV

*Setembro 2016*

# Fato estilizado: elevada correlação entre variações do PIB *per capita* brasileiro e variações de nossos termos de troca

- Correlação contemporânea de quase 50% em 1981-2016, elevando-se a 70% em 1999-2016 (período de regime de câmbio flutuante).

**Brasil: PIB *per capita* vs Termos de troca**  
Var. % YoY. Fontes: Funcex e IBGE.



## Quais os canais de transmissão? (I)

- Correlação entre oscilações dos termos de troca e variação em volume das exportações de bens e serviços é baixa; ademais, peso das exportações no PIB brasileiro é modesto (12%);
- Oscilações de termos de troca se transmitem para o PIB principalmente por meio de efeitos sobre demanda interna (Consumo das Famílias e FBCF respondem por cerca de 80% do PIB brasileiro).

### Matriz de correlações cruzadas entre as taxas de variação YoY (1997-2016)

	Consumo das Famílias	Formação Bruta de Capital Fixo	Exportações de bens e serviços	Termos de troca
Consumo das Famílias	1.00	0.79	-0.03	0.59
Formação Bruta de Capital Fixo	0.79	1.00	0.21	0.74
Exportações de bens e serviços	-0.03	0.21	1.00	0.20
Termos de troca	<b>0.59</b>	<b>0.74</b>	<b>0.20</b>	1.00

## Quais os canais de transmissão? (II)

- Quais os canais de transmissão de elevações dos termos de troca? (o mesmo vale para quedas, mas com sinal oposto):
  - Efeito renda (setor exportador);
  - Valorização cambial (seja em regime fixo ou, sobretudo, flutuante):
    - barateia os investimentos em maquinário (metade é importado);
    - barateira os bens de consumo durável;
    - permite manter inflação baixa, abrindo espaço para pol. monetária mais relaxada;
    - gera abertura comercial mais acelerada (“na marra”), permitindo, dentre outras coisas, ganhos mais expressivos de produtividade;
  - *Booms* de crédito: elevada correlação entre alta dos preços de *commodities* e ciclos de fluxos de capitais para economias emergentes (Reinhart, Reinhart & Trebesch, 2016);
  - Política fiscal pró-cíclica: forte elevação das receitas governamentais nos períodos de *boom* geralmente é acompanhada de forte elevação das despesas primárias.

## Qual o problema disso?

- A combinação dos fatores acima gera crescimento expressivo durante o período do *boom* de termos de troca, mas geralmente traz um grande choque negativo no estouro, ao combinar:
  - Crises de balanço de pagamentos, com necessidade de expressivo realinhamento cambial em um curto espaço de tempo;
  - Forte aceleração da inflação (em grande medida por conta do câmbio), o que acaba fazendo com que a política monetária tenha que atuar pró-ciclicamente;
  - Crises fiscais (queda abrupta das receitas recorrentes, com despesas relativamente rígidas), reforçando caráter pró-cíclico da política fiscal;
  - Perda de participação da indústria (durante o período de valorização cambial);
  - Estouro de bolhas de preços de ativos;
  - Forte desaceleração do crescimento econômico corrente, afetando também o potencial de crescimento (pela severidade das crises e pela elevada volatilidade do crescimento, inibindo investimentos);
  - Crises políticas, a depender da severidade da crise econômica (com ambas se retroalimentando).

# Colapso dos termos de troca no momento atual é ainda maior do que sugerem os dados efetivamente observados

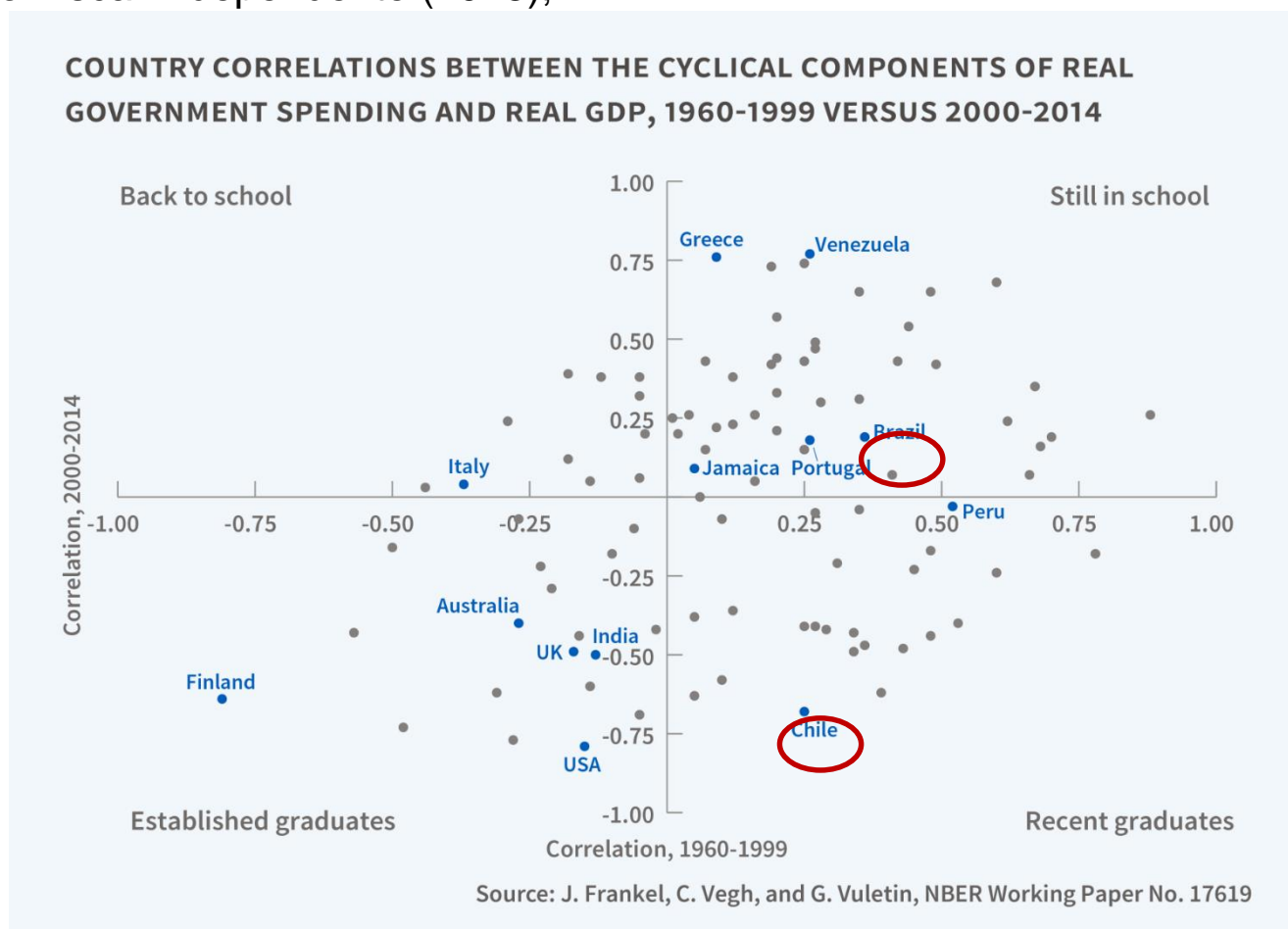
- Embora os dados de termos de troca apontem que o período 2012-2016 representou o pior colapso desde o início dos anos 80 (em duração e intensidade), a queda efetiva dos termos de troca brasileiros no momento atual foi ainda maior, pois havia ampla expectativa de que Brasil se tornasse um exportador líquido de petróleo e derivados até o final desta década (deixando de ser um importador líquido):
  - Com cotação do petróleo em US\$ 100/barril (até meados de 2014), pré-sal era altamente viável, já que *breakeven* operacional está em torno de US\$ 50. Hoje...
- Arezki, Ramey & Sheng, FMI, 2015 (WP 15/209): evidência de antecipação de vários efeitos macroeconômicos em função da descoberta de megacampos de petróleo:
  - Investimentos se elevam (até mesmo para viabilizar a exploração);
  - Consumo também é impactado positivamente (efeito indireto, via investimentos);
  - Déficit em conta corrente se eleva.

# Maldição dos recursos naturais (*Resource curse*)

- Toda a história contada nos *slides* anteriores se encaixa muito bem no arcabouço teórico de “maldição dos recursos naturais” (Frankel 2010, NBER 15836):
  - Doença holandesa (já que ciclos de fluxos de capitais geralmente “permitem” que, durante os *booms*, a taxa de câmbio se situe abaixo do equilíbrio por períodos relativamente longos);
  - *Rent-seeking* (vide caso recente do petrolão);
  - Má gestão/alocação de recursos (vide planos de investimentos da Petrobras; história do trem-bala; padrão de gastos nos estados e municípios que recebem *royalties*; perda de participação da indústria em detrimento dos serviços etc.);
  - Bolhas de preços de ativos (ações e imóveis), cujo estouro pode gerar sequelas reais relevantes (e até mesmo crises sistêmicas);
  - Instituições fracas / baixa propensão a reformas estruturais nos *booms*;
  - Guerra civil.

# Como lidar com isso? (I)

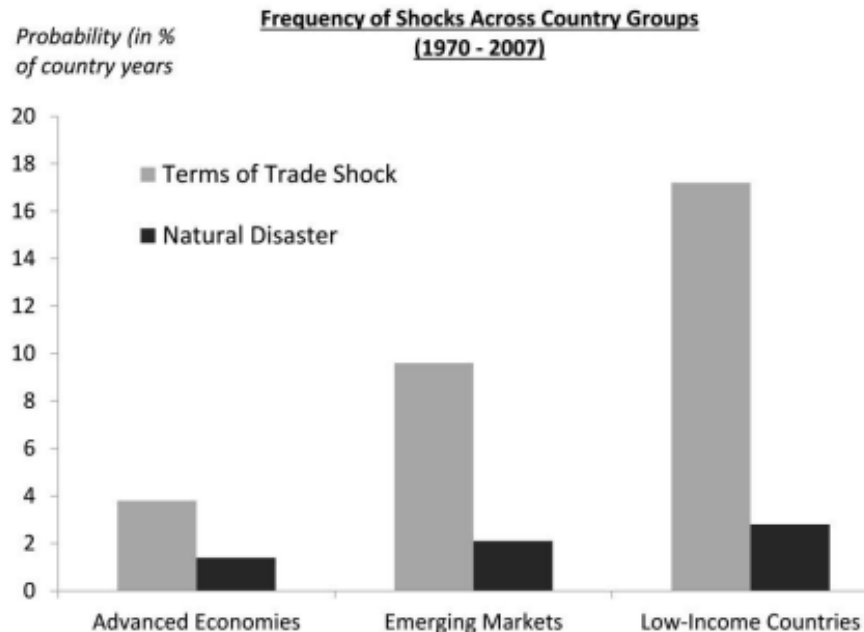
- Chile é um bom exemplo a ser seguido na política fiscal: a partir de 2001, adotou metas de resultado fiscal ajustado pelo ciclo econômico; ademais, projeções de arrecadação do governo passaram a ser feitas por especialistas externos; mais recentemente, criou Instituição Fiscal Independente (2013);





## Como lidar com isso? (II)

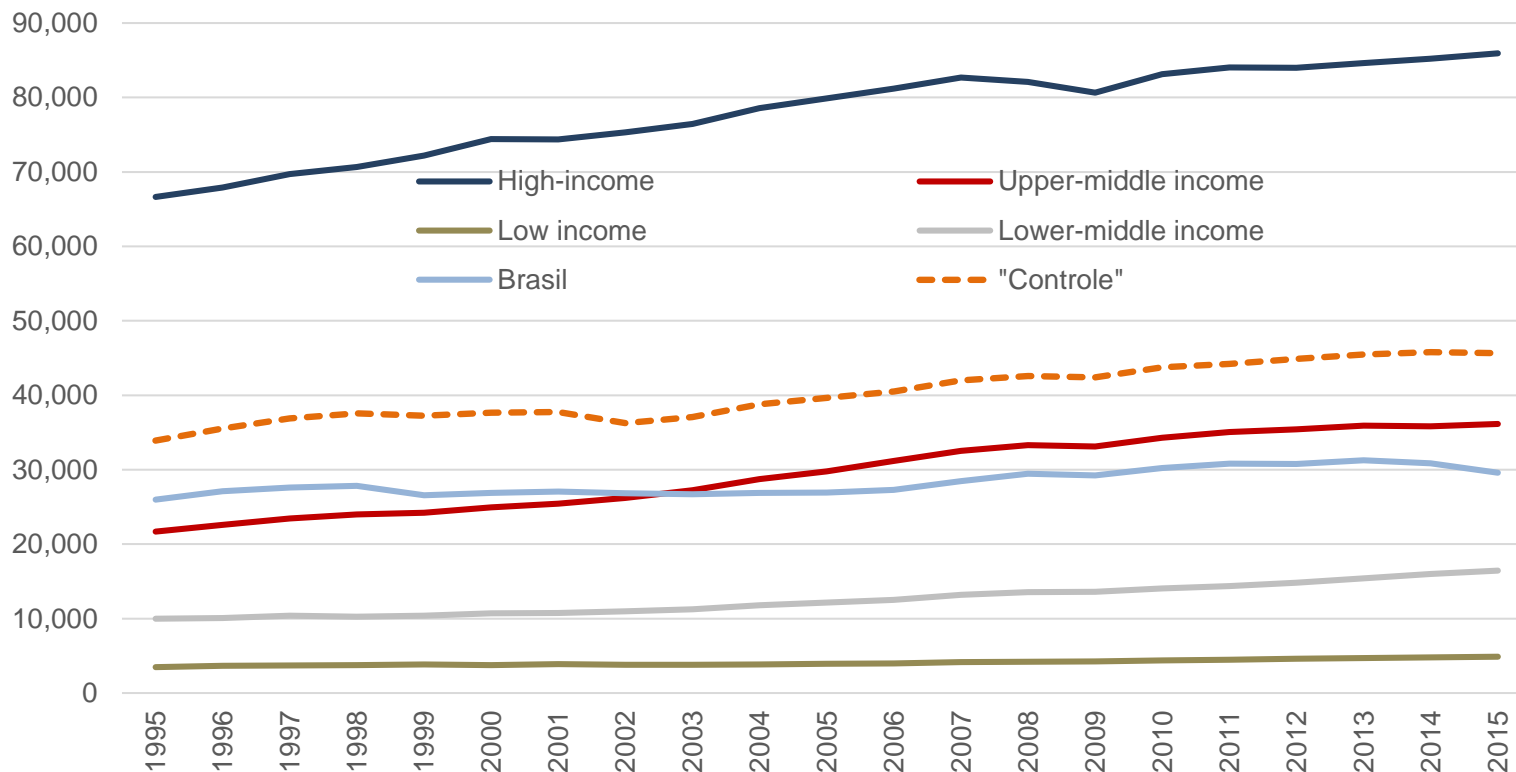
- Outras possibilidades não excludentes:
  - Controles seletivos de capitais (proposta que passou a ser defendida pelo FMI nos pós-crise), preferencialmente por meio de “estabilizadores automáticos”;
  - Colchão de capital anticíclico (em implementação, no âmbito de Basiléia 3);
  - Regime de metas de PIB nominal, ao invés de metas de inflação: Bhandari & Frankel 2015 (NBER 20898) apontam que um regime de metas de PIB nominal é superior ao regime de metas de inflação em países com maior suscetibilidade a choques.



# E na microeconomia/lado da oferta?

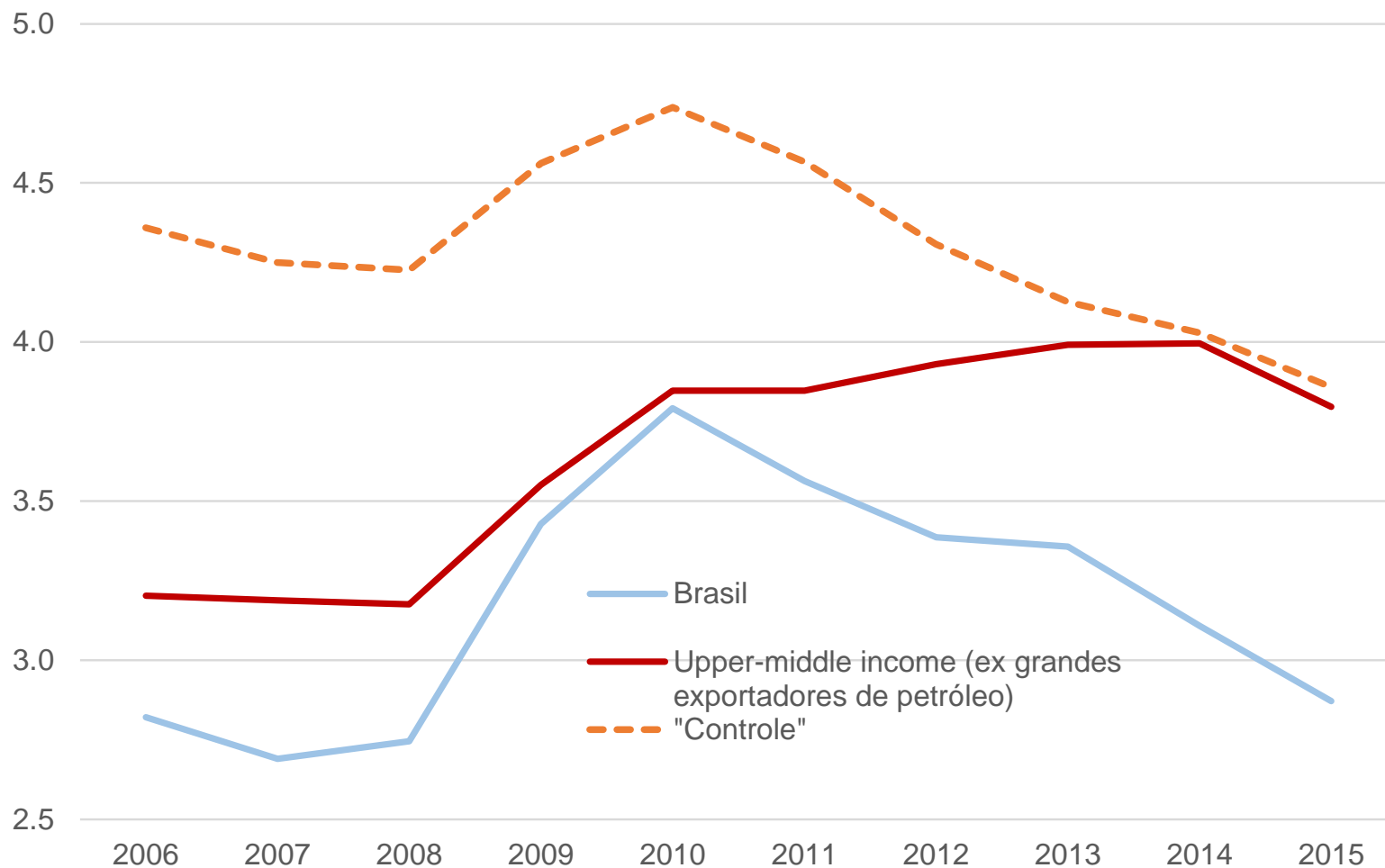
- Produtividade do trabalho brasileira é baixa, mesmo comparando com “comparáveis”, e se descolou para pior nas últimas décadas

**Produtividade do trabalho (por pessoa ocupada)**  
Exclui países nos quais a renda do petróleo equivaleu a 5% ou mais do PIB na média 2005-2014.  
Em US\$ de 2015 (PPP de 2011). Média simples por grupo.  
Fonte: The Conference Board.



# O que explica isso? (I)

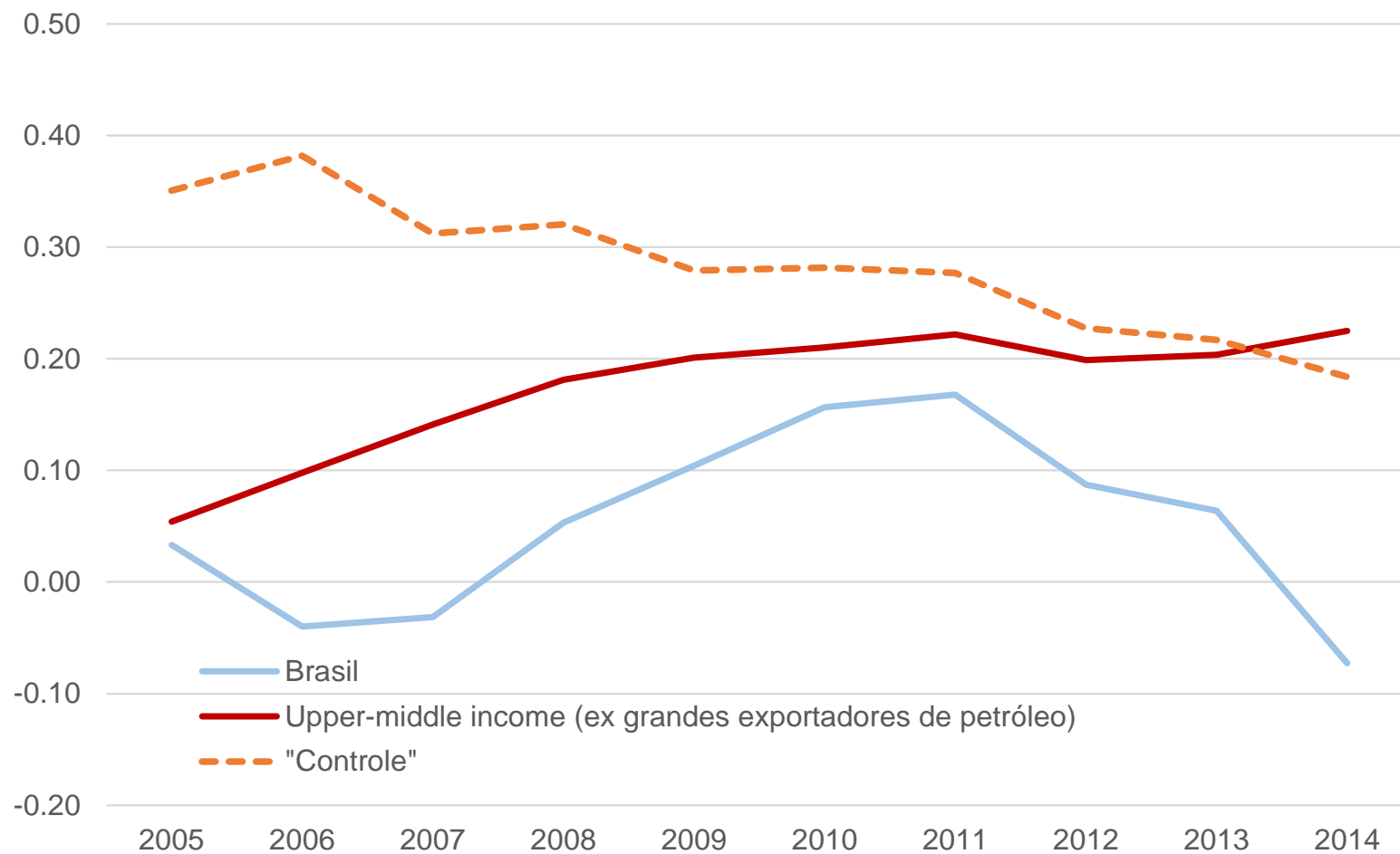
Índice de qualidade da infraestrutura geral  
Entre 1 (pior) e 7 (melhor). Fonte: WEF.



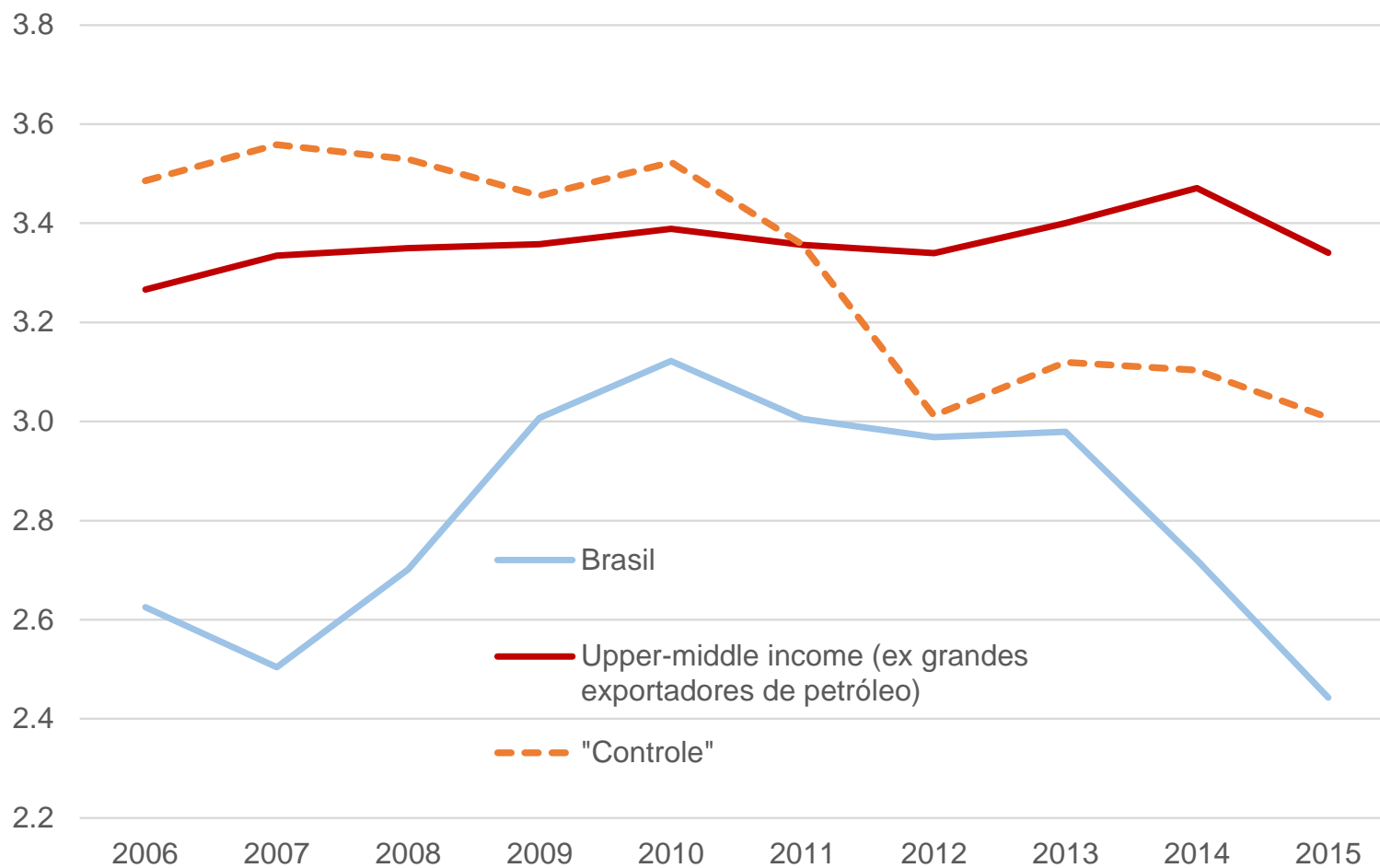
# O que explica isso? (II)

## Índice de qualidade regulatória

Entre -2,5 (muito ruim) e +2,5 (muito boa). Fonte: WGI/Banco Mundial.

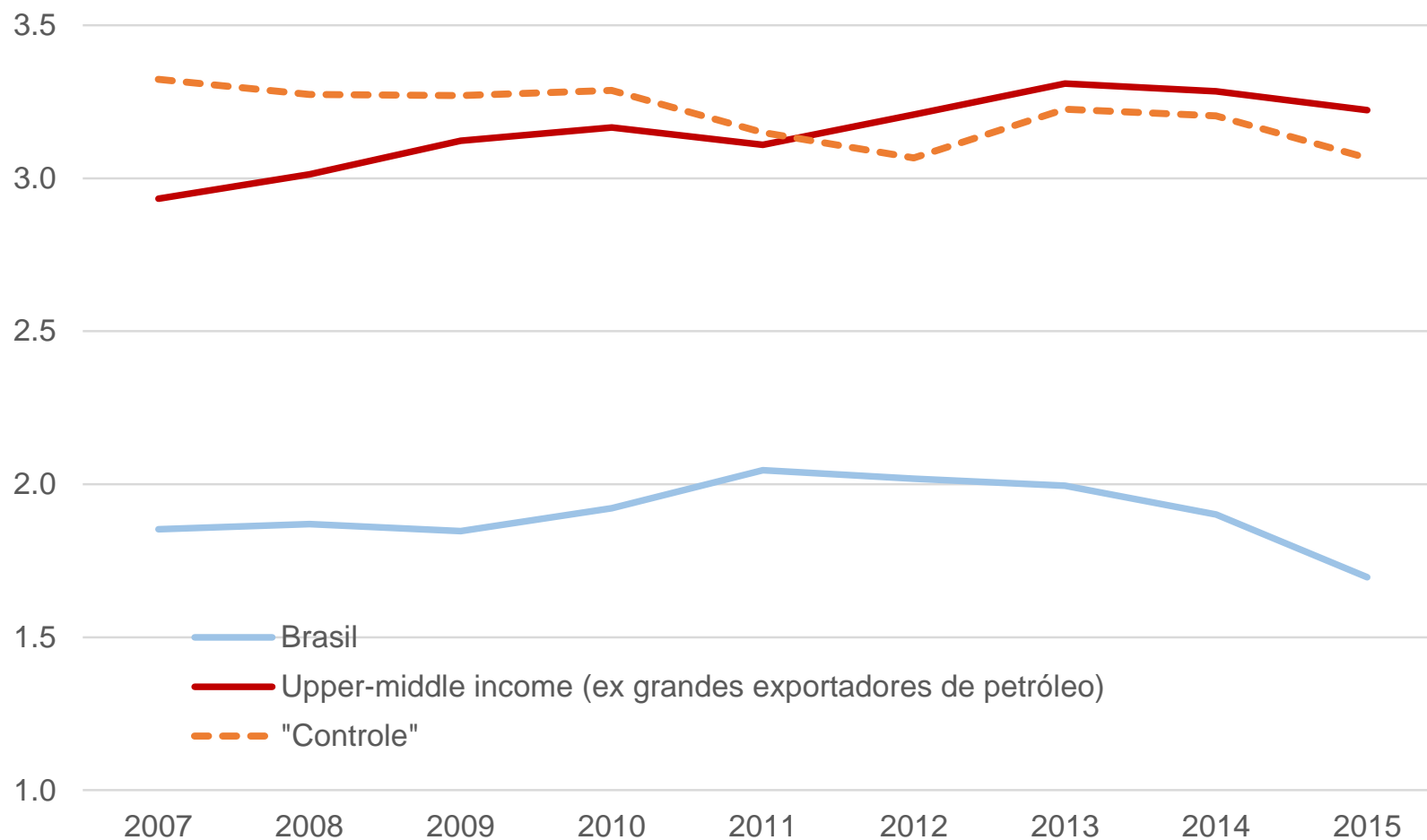


**Índice de qualidade do sistema educacional**  
Entre 1 (ruim) e 7 (muito bom). Fonte: WEF.



# O que explica isso? (IV)

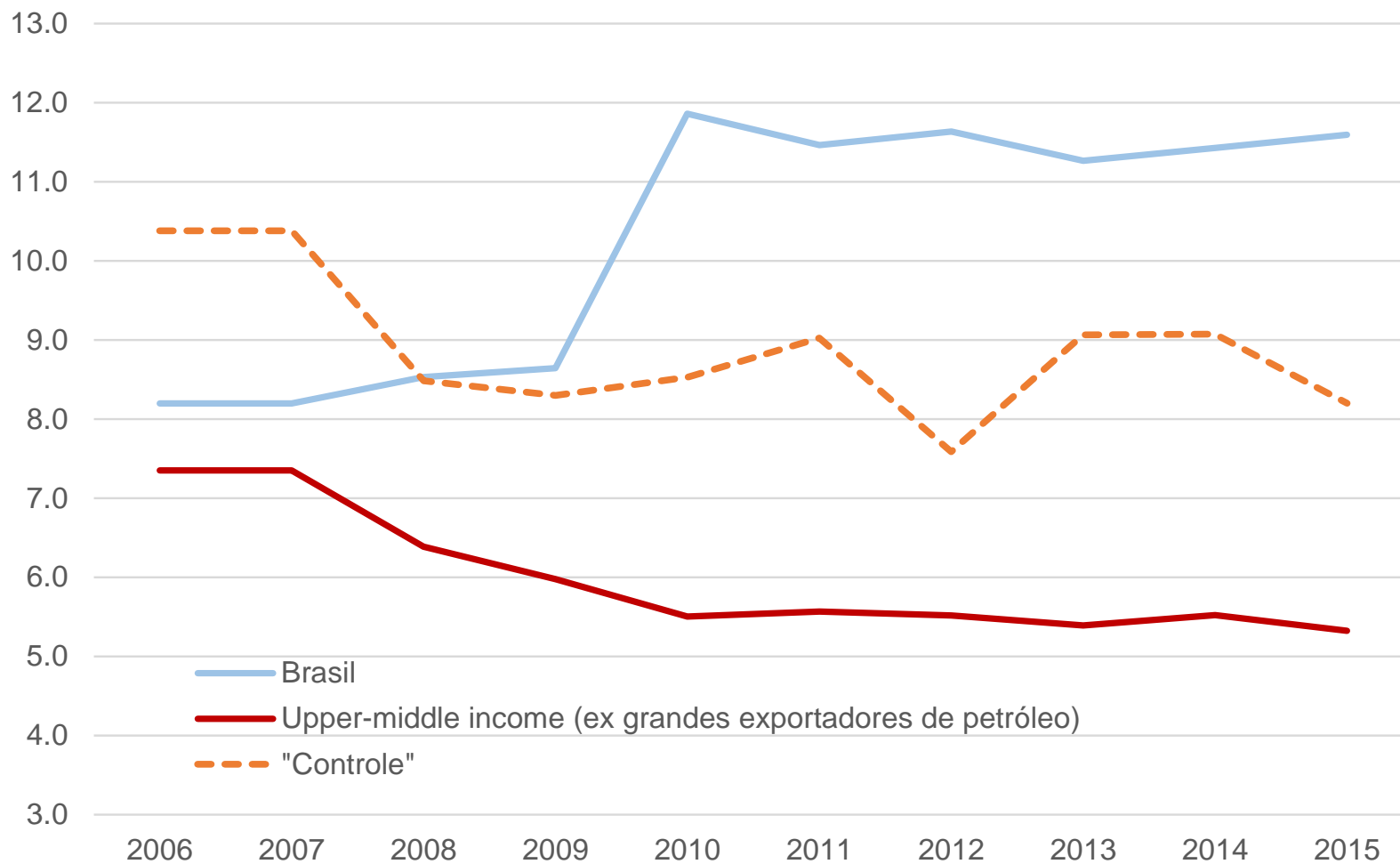
**Peso da regulamentação governamental**  
Entre 1 (muito alto) e 7 (muito baixo). Fonte: WEF.



# O que explica isso? (V)

## Tarifa mediana de importação de bens

Em %. Fonte: WEF.



# OBRIGADO!

[braulio.borges@lcaconsultores.com.br](mailto:braulio.borges@lcaconsultores.com.br)

[braulio.borges@fgv.br](mailto:braulio.borges@fgv.br)