

## 2015: O NOVO 2003?

Carlos Pinkusfeld Bastos e  
Fernando Maccari Lara

A “hipótese” da contração fiscal expansionista já teve dias melhores. Longe vai a década de 1990, quando o ajuste fiscal dos EUA parecia, aos descuidados, reforçar o mito neoliberal (ver Serrano e Braga 2006). Hoje as desastrosas consequências do ajuste implementado pela União Europeia para países como Grécia, Espanha, Portugal parecem demonstrar o impacto contracionista de políticas fiscais ... contracionistas.

Mesmo admitindo que no curto prazo tais políticas “possam” ser contracionistas, os economistas ortodoxos aferram-se à receita como a única alternativa para obter melhores resultados no médio e longo prazos. Afinal, não fossem as distorções resultantes da ação política, haveria uma tendência automática ao pleno emprego, com os juros e os salários tendendo às suas taxas “naturais”.

Já os economistas heterodoxos, que utilizam o princípio da demanda efetiva para a determinação do produto no curto e no longo prazos, têm a oportunidade de encontrar na execução de políticas contracionistas a confirmação de suas teorias: elas reduzem o crescimento e podem levar à recessão. Curiosamente, este ponto de vista é pouco explorado no debate brasileiro. As políticas ortodoxas de ajuste encontram apoio mesmo em setores do governo supostamente mais heterodoxos/desenvolvimentistas, assim como entre comentadores “críticos” (ver Zero, 2015) simpáticos ao governo.

Aparentemente, o que sustenta a necessidade do ajuste para eles é o suposto sucesso dessa estratégia quando adotada em 2003 pelo presidente Lula.

Para verificar se não estão incorrendo em ilusão de ótica, é preciso, então:

(a) relembrar as condições vigentes em 2003 e analisar se a situação é semelhante em 2015;

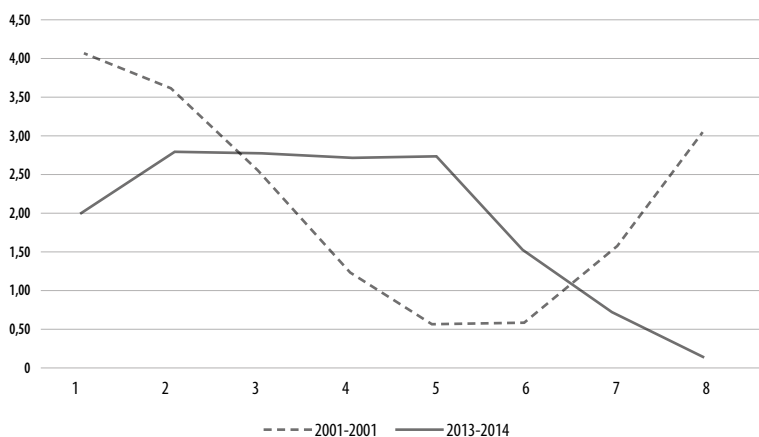
(b) verificar se a recuperação a partir de 2004 teve algo a ver com o ajuste fiscal;

(c) investigar se as condições para uma recuperação estão colocadas no horizonte próximo.

Sobre o primeiro ponto, interessa saber se as condições prévias ao ajuste de 2015 são semelhantes às condições de 2003. Essa semelhança não existe, quando se considera o crescimento do produto pois, no ano de 2002, a economia brasileira cresceu 2,66%, ao passo que em 2014 o crescimento foi virtualmente nulo. O gráfico abaixo mostra uma diferença importante também com respeito ao *timing* do ciclo econômico em cada caso.

O ajuste de 2003 foi realizado após dois trimestres de clara recuperação do crescimento, na segunda metade de 2002. O ajuste

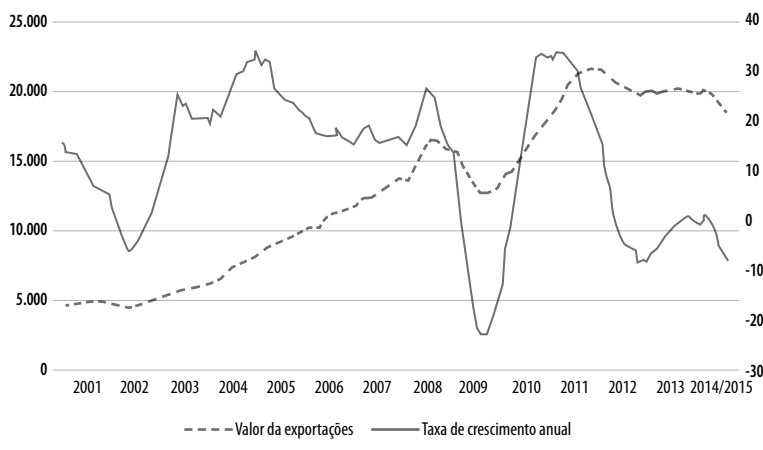
**Gráfico 1 - Taxa anual de crescimento do PIB (periodicidade trimestral) - em %**



de 2015 ocorre em sequência a um processo de rápida desaceleração do crescimento. Assim, enquanto a política contracionista de 2003 arrefeceu um processo de recuperação em curso, uma política semelhante adotada hoje tende a intensificar a desaceleração, resultando muito provavelmente em queda do PIB nos próximos trimestres.

Sobre este impacto, que fique bem claro: as políticas fiscais e monetárias contracionistas adotadas em 2003 foram bastante eficientes, ou seja, bastante contracionistas. A taxa de crescimento do PIB em 2003 foi menos da metade da registrada no ano anterior. Houve redução dos gastos de consumo em quase 1% e redução do investimento em cerca de 4,5%, resultando em contribuição negativa da demanda doméstica para o crescimento. Cabe, então, perguntar como, diante da retração tanto do consumo quanto do investimento, foi possível alcançar o modesto crescimento de 1,16% em 2003? O gráfico abaixo é bastante esclarecedor.

**Gráfico 2 - Comportamento das exportações 2003 - 2014**



O valor das exportações chega a diminuir em alguns meses de 2002, mas, a partir de meados deste ano, já apresenta uma trajetória de recuperação. O movimento acelera ao longo de 2003 e a taxa de crescimento médio anual alcança impressionantes 25%, estabilizan-

do-se em torno dos 20% ao ano. Em 2004 houve nova aceleração do crescimento das exportações e as taxas de crescimento alcançaram em média cerca de 30% ao ano.

Em resumo, essa performance bastante positiva das exportações conseguiu contrarrestar, ao menos em parte, o impacto das medidas contracionistas sobre a demanda doméstica em 2003. Esta história é bastante conhecida, mas parece ter sido esquecida por aqueles que defendem o ajuste fiscal de 2015. O crescimento pequeno e positivo do PIB em 2003 foi obtido *apesar* das medidas contracionistas, em função da contribuição positiva do setor externo.

Ao analisar os anos subsequentes nos quais fica configurado um ciclo expansivo com duração e intensidade não registrados no Brasil pelo menos desde os anos 1980, já não se pode atribuir protagonismo ao setor externo. A recuperação da demanda doméstica ao longo de 2004 é o fator preponderante para explicar o crescimento de 5,7%. Apesar da continuidade do excelente desempenho das exportações, a contribuição do setor externo é progressivamente menor, tornando-se negativa a partir de meados de 2006, em função do expressivo crescimento do coeficiente de importações ao longo do referido ciclo expansivo. Assim, creditar o bom desempenho dos anos de 2004 a 2010 exclusivamente à situação externa é tão equivocado quanto defender que a contração fiscal de 2003 teve impacto sobre a aceleração do crescimento subsequente.

Antes de passar à identificação dos elementos da demanda doméstica que determinaram esta performance de crescimento, parece importante desfazer mais alguns mal-entendidos quanto à dimensão e duração do “ajuste fiscal” de 2003. Ao assumir o governo naquele ano, o Presidente Lula prometeu elevar o superávit primário e de fato cumpriu seu compromisso. O instrumento para chegar a esse resultado foi o corte de gastos públicos que, naquele ano retraiam-se em 3,75%. Dos componentes do gasto, o mais sacrificado foi o investimento público, que foi cerca de 60% menor do que no ano anterior (ver Bastos et al, 2015).

No ano de 2004 o superávit primário elevou-se novamente, porém desta vez o crescimento da demanda doméstica conduziu

o PIB a um expressivo aumento de 5,7%. Estariam assim corretos os adeptos da contração fiscal expansionista? A recuperação da demanda doméstica em 2004 seria uma consequência do aumento da “confiança” de que o governo seria responsável com as contas públicas? Não, de modo algum. Na verdade, esta combinação de resultados apenas comprova, uma vez mais, que o resultado fiscal *ex post* é um péssimo indicador do impacto das ações de política fiscal sobre o nível de atividade.

Ocorre que a evolução das receitas do setor público depende do desempenho do conjunto da economia, ou seja, as receitas crescem<sup>1</sup> com o aumento do produto. Este aspecto é fundamental para compreender como o superávit primário pode ter crescido em 2004, ainda que o gasto direto do governo tenha crescido, em termos reais, 6,6%! Em resumo, mesmo com um gasto bem maior em relação ao ano anterior, o setor público pôde obter um superávit primário também maior, em função do crescimento mais que proporcional das receitas.

Ademais a política fiscal, ainda que não tenha sido espetacularmente expansionista, passou a oferecer ao conjunto da economia um impulso não só positivo como crescente entre 2004 e 2009, e ainda positivo até 2010. Ou seja, a despeito da manutenção de superávits primários expressivos, a demanda agregada foi estimulada, positiva e crescentemente, pela política fiscal nesse período. É verdade que o superávit foi inclusive, várias vezes, superior ao necessário para estabilizar a relação dívida PIB, supostamente a razão para sua existência (ver Bastos et al, 2015). Assim, ainda que a contribuição expansionista do setor público possa ter sido inferior à que teria sido permitida pelos próprios parâmetros conservadores do tripé macroeconômico, o sinal foi positivo ao longo de todo o período 2004-2010.

Esclarecido este ponto, podemos então voltar a examinar os elementos da demanda agregada domésticos que explicam a aceleração do crescimento no período entre 2004 e 2010. O consumo foi dentre os componentes da demanda doméstica aquele que manteve

---

1. Especificamente no caso brasileiro a carga tributária no período foi pró-cíclica. Ou seja, cresceu como proporção do PIB sem que se aumentassem alíquotas tributárias e sim em função de fatores relacionados ao próprio crescimento da economia como a maior formalização no mercado de trabalho. Ver Santos (2010).

a contribuição mais estável após uma recuperação bastante rápida em 2004. Para analisar seu comportamento, é preciso considerar que há uma parte induzida pelo crescimento da renda, especialmente salários, e outra parte autônoma, fortemente influenciada pelas condições de crédito.

Após uma queda significativa em 2003, o saldo das operações de crédito para pessoas físicas como proporção do PIB mantém praticamente o mesmo patamar em 2004 e recupera-se fortemente a partir de 2005. Considerando apenas a parcela do crédito para pessoas físicas, há uma nítida trajetória de crescimento já a partir de 2004. Comportamento semelhante pode ser observado para os salários, cujo valor real cai drasticamente em 2003, cresce moderadamente em 2004 e com mais força a partir de 2005. Nesse sentido deve-se destacar também a política de forte elevação do salário-mínimo que além dos efeitos diretos sobre aqueles trabalhadores que o recebem, tem um efeito muito importante sobre a estrutura salarial vigente e sobre o crescimento das transferências de previdência, cujo valor básico é indexado ao mínimo.

A constatação de que o comportamento do consumo foi decisivo para o ciclo de crescimento que começa em 2004 por vezes ofusca o fato, também fundamental, de que o investimento privado reagiu de forma bastante pujante. Ou seja: o chamado processo de indução do investimento pelo crescimento da demanda agregada funcionou da forma esperada, pelo menos após 2006.

Retomando as questões propostas ao início deste texto, pretendemos já ter deixado claro que o bom desempenho da economia a partir de 2004 não teve nenhuma relação com o ajuste fiscal. Pelo contrário, o ajuste de 2003 foi altamente prejudicial ao crescimento e o afrouxamento da política fiscal após 2004 passou a contribuir, ainda que não muito intensamente, ao crescimento. Passaremos agora a enfatizar porque o cenário de 2015 é pior do que o de 2003.

Ao contrário do que alguns defensores do ajuste fiscal costumam defender, a elevada inflação herdada do governo FHC não era fruto de excessivo crescimento, ou de excesso de demanda, conforme atestam os dados sobre o mercado de trabalho e o desempenho

geral da economia em 2002. Como é usual no caso brasileiro a rápida desvalorização cambial no segundo semestre de 2002 exerceu um forte impacto sobre a inflação. Diante disso, um caminho inverso foi perseguido pelo governo em 2003, tendo ocorrido uma rápida revalorização cambial a partir de março. Em termos nominais, o dólar estava já em junho de 2003 num valor 20% abaixo daquele que vigorava em março, tendo permanecido neste patamar ao longo do segundo semestre. Considerando os valores médios, a taxa de câmbio do segundo semestre de 2003 é cerca de 15% mais valorizada em termos nominais e cerca de 17% mais valorizada em termos reais, comparado ao segundo semestre de 2002.

Ao que parece, não está na pauta do governo atual uma trajetória de valorização da mesma intensidade. Há também diferenças importantes com respeito à situação externa. A trajetória da balança comercial não se mostra favorável e a economia brasileira tem registrado déficits significativos em transações correntes, mesmo em contexto de baixo crescimento. Tais déficits, inclusive, devem ser acompanhados com muita atenção e sua persistência de fato recomendaria cautela, caso a intenção do governo fosse executar uma política para retomar o crescimento. Ainda assim, dados positivos como o expressivo volume de reservas acumuladas, a grande participação de passivos em moeda doméstica nos estoques registrados na posição internacional de investimentos e o fato de que, ao menos até o final do primeiro mandato da Presidenta Dilma, não houve dificuldades para financiar os déficits em transações correntes com ingresso de capitais, também não autorizam justificar o ajuste fiscal prometido em função de dificuldades externas (ver Lara, 2014). Mas é muito duvidosa a hipótese de que um ajuste fiscal em si mesmo pode contribuir para melhores condições de inserção externa. Pouco se discute, por exemplo, a possibilidade de que ao induzir uma recessão, esta política possa acabar sendo um fator inibidor de para a atração de Investimento Direto Externo, dificultando o financiamento do déficit em transações correntes. Em suma, se por um lado não se pode caracterizar como uma crise cambial as condições vigentes na entrada de 2015, por outro também não seria

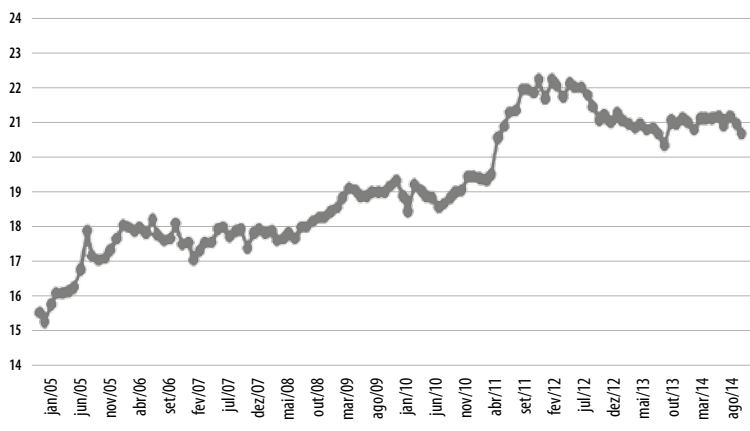
prudente apostar numa trajetória de valorização expressiva do real frente ao dólar.

Assim, a aparente opção de política visando uma taxa de câmbio mais desvalorizada e o fato de que o ajuste fiscal não pode contribuir para controlar uma inflação que não é de demanda, implicarão possivelmente em dificuldades para conter o aumento dos preços, ao menos no curto prazo. E o provável impacto negativo da inflação sobre os salários reais autoriza a projetar um desempenho bastante fraco do consumo privado no futuro próximo. Em realidade, ao criticar a tentativa de desvalorização cambial no primeiro governo Dilma, Bresser Pereira (2015) afirma que o fracasso desta política ocorreu por não ter sido combinada com ajuste fiscal, ou seja, por não ter sido gerada simultaneamente uma taxa de desemprego tão elevada a ponto de impedir o repasse do choque cambial aos salários nominais e preços de serviços. Assim, a redução do salário real, e consequentemente do consumo induzido, são elementos centrais da política que passou a ser implementada a partir de 2015.

Pelo lado do consumo autônomo o horizonte de expansão também não parece muito promissor. Ao contrário do cenário de 2004, ao final de 2014 o saldo das operações de crédito como proporção do PIB já correspondia a cerca de 55% do PIB. Não se trata mais, portanto, de um mercado deprimido no qual as inovações financeiras induzem com certa facilidade a entrada em massa de novos contratantes, gerando impacto expressivo sobre o consumo de bens duráveis. Ademais, as altas taxas de juros e os prazos reduzidos conformam uma estrutura do crédito no Brasil tal que, mesmo que o volume em relação ao PIB não seja dos mais elevados, há um comprometimento da renda das famílias com o serviço da dívida bastante mais elevado que no período fortemente expansivo de 2005 a 2010. Isso implica menor disposição, ou mesmo capacidade, para expansão do endividamento privado.

Como esperado, os dados no *front* do investimento são os piores possíveis, dado que não é racional da parte dos capitalistas aumentarem sua capacidade produtiva justamente num momento de retração da demanda. A conjuntura política acrescenta mais um



**Gráfico 3 Comprometimento da Renda das Famílias com serviço da dívida**

elemento negativo em relação a esta variável. De acordo com o relatório de perspectiva de investimentos, “os setores de Petróleo & Gás e Infraestrutura de Logística ter[iam] importante papel de impulsionar os investimentos da economia... No primeiro caso, dependem da exploração de petróleo do pré-sal. No segundo, da realização de concessões e parcerias público-privadas.” (BNDES 2014 p. 2). Obviamente que ambos os objetivos se encontram seriamente em cheque, em função das questões judiciais envolvendo tanto a Petrobras quanto as empreiteiras.

Procurando responder às perguntas propostas no início, não nos parece haver espaço racional para considerar que a consequência do ajuste em curso não seja o aprofundamento da recessão e a elevação do desemprego. Ao contrário de 2003, quando as exportações aceleravam e havia um amplo espaço para elevação do consumo via crédito e recuperação dos salários, hoje todos os componentes da demanda apontam para um desempenho ruim do crescimento. A política fiscal, que poderia ao menos em parte compensar, vem a aprofundar esta tendência.

A repetição de que tal ajuste elevaria a confiança dos investidores privados de fato remete à argumentação de que o governo

acredita na “fada da confiança”, figura criada pelo economista Paul Krugman. A tal fada ilustra bem a confiança irracional, quase mágica, que o ajuste fiscal supostamente causa sobre a disposição dos empresários para o investimento, no discurso ortodoxo corrente. Ao invés de um conto de fadas, o ajuste fiscal apresentado como praticamente única arma do governo de política econômica poderá levar o país a um retrocesso que aliena a base eleitoral do governo. No limite, tal processo poderá vir a comprometer a trajetória de avanço social e democrático experimentada na primeira década do século XXI.