



Texto para discussão

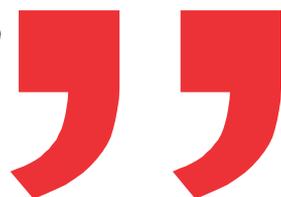
289

Navegando a contravento
(Uma reflexão sobre o
experimento desenvolvimentista
do Governo Dilma Rousseff)

Ricardo Carneiro

Março 2017

Instituto de Economia
UNICAMP



Navegando a contravento ¹

(Uma reflexão sobre o experimento desenvolvimentista do Governo Dilma Rousseff)

Ricardo Carneiro ²

Introdução

Por que deu errado? Esta é sem dúvida uma pergunta que animou a reflexão dos economistas, constituindo-se parte crucial da agenda de discussões econômicas no Brasil pós 2015. À esquerda e à direita, respostas foram dadas, ora enfatizando os equívocos da política econômica, ora a postura autoritária da presidenta da República e de seu *staff*. Este texto não se satisfaz com estas respostas. Parte do princípio que a política econômica e sua operacionalização são condicionados por um contexto mais amplo, no qual, além das relações de classe, há no âmbito econômico, aspectos estruturais e cíclicos conformando um pano de fundo sob o qual as decisões são tomadas. Assim, a sua tese central é a de que o fracasso do experimento desenvolvimentista dos Governos Dilma Rousseff só pode ser explicado a partir da interação desses três condicionantes: o estrutural, o cíclico e o de política econômica.

O componente estrutural diz respeito às modificações observadas na economia brasileira a partir dos anos 1990, quando ocorreu sua integração mais veloz à economia globalizada. Este componente foi decisivamente afetado pela crise financeira de 2007/2008, iniciando um período peculiar da economia global, o qual coincide com os Governos Dilma. Na dimensão financeira da integração, ou seja, aquela relativa à abertura da conta de capital observa-se uma permanente e crescente instabilidade estrutural, visível no aumento da sensibilidade das economias domésticas ao ciclo de liquidez global. Este último se acentua após 2009, como decorrência das políticas monetárias não convencionais de combate à crise dos países centrais: EUA, Japão e União Europeia.

(1) Este texto é uma versão preliminar de capítulo do livro coletivo, “Para além da política econômica: crescimento, desaceleração e crise no experimento desenvolvimentista” em discussão no âmbito do Instituto de Economia da Unicamp.

(2) Professor Titular do Instituto de Economia da Unicamp.

O campo produtivo é marcado pela III revolução industrial dominada pela microeletrônica e tecnologia da informação e a constituição das cadeias globais de valor com a emergência de seu maior protagonista, a China. O Brasil, mantém-se relativamente à margem do processo tendo sido objeto de uma especialização regressiva na indústria cuja principal característica foi a ampliação do peso dos setores intensivos em recursos naturais e uma perda de importância dos segmentos de maior intensidade tecnológica. Note-se que no âmbito produtivo, a crise e a desaceleração do crescimento dela decorrente produzem, em escala global, mas localizado principalmente na Ásia, um excesso de capacidade produtiva, disseminado por quase todos os setores.

Em resumo, uma economia financeirizada nos países desenvolvidos, marcada por recorrentes ciclos de liquidez, e por uma crise de grandes proporções em 2008. Um perfil de política econômica para lidar com esta crise fundado quase que exclusivamente na política monetária não convencional (*quantitative easing*), que exacerba os ciclos de liquidez. A constituição de cadeias globais de valor com a fragmentação das etapas produtivas, concentrada na Ásia e particularmente na China, originando uma exacerbação da concorrência fundada na redução de preços, intensificada após a crise, pelo aparecimento de capacidade ociosa generalizada. Este é o pano de fundo da economia global sobre o qual os governos Dilma ocorreram.

No plano doméstico, no período 2003/2010, a economia brasileira assistiu a uma aceleração da taxa de crescimento. Este ciclo, impulsionado inicialmente pelos preços das commodities e pelas exportações líquidas, ganhou momento com o rápido crescimento do consumo, e posteriormente, pelo investimento induzido por ambos. As exportações líquidas perdem protagonismo muito rapidamente, por conta de déficits crescentes na balança de manufaturados e de serviços. Já o consumo se acelera por conta das melhorias na distribuição da renda e do ciclo de crédito, levando à aceleração do investimento.

Este ciclo embora muito relevante por estar fundado na melhoria da distribuição da renda, perdeu progressivamente dinamismo. De um lado, em razão da perda de velocidade da melhoria da distribuição fundada em mecanismos salariais, mas principalmente pelos limites ao endividamento das famílias³. Ademais, os programas públicos de transferência de renda, muito

(3) A partir do referencial teórico keynesiano/kaleckiano é possível postular que este ciclo cujo protagonismo do consumo foi crucial teve no crédito seu estímulo principal, enquanto

relevantes para explicar a melhoria da distribuição alcançaram um patamar muito alto, sugerindo a impossibilidade de sua ampliação substancial no quadro fiscal prevalente. O investimento induzido, por sua vez, teve seu dinamismo atenuado pelo vazamento de parte da demanda de máquinas e equipamentos e insumos intermediários para o exterior, em razão da especialização regressiva.

O arrefecimento do ciclo de 2003/2010 impunha a necessidade de buscar um novo modelo de crescimento, para superar os limites do padrão anterior. Para tanto, a escolha recaiu na diversificação da estrutura produtiva, para suplantar a especialização regressiva, e na ampliação da infraestrutura, em parte sobre utilizada, em parte sucateada, por anos de baixo investimento. A força motriz principal seria nesse caso, o investimento autônomo, vale dizer, não integralmente induzido pela demanda corrente, mas apoiado diretamente por ações do Estado, seja no intuito garantir o financiamento seja na de alterar os preços relativos, assegurando a rentabilidade dos investimentos.

Que tipo de arranjo político demandaria esse novo modelo? Certamente não aquele da conciliação das classes observado nos Governos Lula, durante o qual, por circunstâncias particulares, foi possível acomodar muitos interesses. Arbitrar interesses e definir claramente os segmentos que integrariam uma aliança interclassista era crucial. Segundo Singer (2105) um dos principais problemas dos Governos Dilma foi o de ampliar o espectro de conflitos, mas sem ao mesmo tempo, definir mais claramente o perfil interclassista da aliança e sem aprofundar os apoios das classes populares. A tese destaca pontos importantes, mas é discutível.

O fato das alianças propostas não lograrem êxito, não autoriza pensar que não havia uma concepção sobre elas ou como fortalecê-las. Da perspectiva dos grupos dominantes, o modelo excluía o capital financeiro e suas ramificações cosmopolitas, mas apoiava-se decididamente, nos industriais e nas grandes construtoras, afinal tratava-se de reindustrializar o país e ampliar sua infraestrutura. Por outro lado, no âmbito da população, enfatizava-se as novas classes médias e os trabalhadores, ampliando-se o espectro das políticas sociais, dando menor importância as classes médias tradicionais. Definiu-se também um maior protagonismo do Estado e de suas burocracias na condução do processo de crescimento por meio dos seus bancos públicos, em especial o BNDES e, também, da Petrobrás, principal agente da nova política industrial.

gerador da demanda efetiva autônoma. A melhoria da distribuição da renda teve papel importante, mas subsidiário, pela sua relevância no aumento do multiplicador da renda. Do aumento desta última, a elevação dos rendimentos, mormente dos menores é também uma condição relevante ao permitir o acesso ao crédito.

Diante dessas evidências duas interpretações alternativas se colocam: ou, de fato a operacionalização política foi muito ruim ou o projeto tinha pouca aderência à realidade.

Embora o fracasso do Governo Dilma tenha se materializado a partir de 2015, como consequência, em grande medida da guinada da política macroeconômica em direção à ortodoxia, com seus efeitos deletérios sobre o emprego e a renda, e a crescente contaminação da economia pela crise política, o desastre se preanunciou em 2013, o ano da tempestade perfeita. Há fatos econômicos, sociais e políticos que já atestam as dificuldades do modelo e sua difícil recuperação.

No plano econômico, o indicador mais representativo das dificuldades é a trajetória da do investimento (Gráfico 1). Em meados de 2013, o investimento entra em declínio contínuo, por mais de três anos, o que representa um desempenho com poucos paralelos na história da economia brasileira. Este comportamento uniforme do investimento, desde então atesta a falência do experimento desenvolvimentista e a incapacidade das políticas econômicas postas em prática desde então, em revertê-lo⁴.

Gráfico 1
Indicador Ipea de FBCF



(4) Destaque-se que ao contrário do que postulam alguns autores como Serrano e Summa (2015) a derrocada do modelo, ocorre somente a partir de meados de 2013 e não em 2011 como querem eles. A despeito da consolidação fiscal promovida no primeiro ano do Governo Dilma ter levado à desaceleração do investimento, este se recupera já no segundo semestre de 2012.

O pano de fundo para o fracasso do modelo, como já salientado, foram as transformações estruturais e cíclicas, mas é forçoso reconhecer, como detalharemos adiante, a resposta pouco satisfatória da economia ao conjunto de políticas econômicas postas em prática ao longo do Governo Dilma I. Para entender o contexto mais amplo no qual operam há a destacar dois acontecimentos relevantes: no âmbito externo, o início da reversão da política monetária expansionista nos EUA (*tapering*), anunciada em junho de 2013, que embora atenuada causou sérios distúrbios nos mercados globais, monetários, cambiais e de ativos e deteriorou as expectativas. Aqui cabe assinalar que mesmo antes desse evento, o quadro internacional estava muito longe de ser tranquilo pois assistiu-se desde o início de 2010 até meados de 2012, o agravamento da denominada crise do Euro.

No plano interno, observa-se a manifestação de uma crescente insatisfação social e política com o Governo, cujo marco são as manifestações de junho de 2013. Para os analistas políticos, como Alonso (2016), as manifestações comportavam no seu estágio inicial, pautas e grupos bastante diferenciados, que iam desde a reivindicação de melhores serviços públicos à luta contra corrupção, abrigando vários segmentos das classes médias. Com o passar do tempo, a pauta conservadora ganhou preeminência, desembocando na contestação ao Governo e no apoio à sua deposição. Para além das motivações políticas subjetivas dos movimentos interessa destacar que eles respondem, a um determinante de fundo, qual seja, à perda de dinamismo do crescimento, expresso na redução da mobilidade social.

Os dados da Tabela 1, extraídos de Quadros (2015), são eloquentes. Eles atestam a enorme mobilidade social no Brasil, entre 2002 e 2012 e seu declínio a partir de então. No primeiro período, quarenta milhões de brasileiros ascendem das camadas mais baixas e são absorvidos principalmente na baixa classe média. Importante, contudo, assinalar que tanto a média quanto a alta classe média se ampliam em termos absolutos. Em resumo, mobilidade social diferenciada, maior para os de baixo, mas para todos. Isto já não se mantém no ano fatídico de 2013. A mobilidade descendente atinge vários grupos, mas, principalmente aqueles de média e alta rendas, que são absorvidos preponderantemente, na baixa classe média. Uma variedade de fatores responde por esse movimento, mas para os de baixo foi possível atenuá-lo pela melhoria das políticas sociais. Os de cima se movem crescentemente para a crítica dessas políticas, do papel do Estado, num claro movimento de polarização social.

Tabela 1
Evolução da estrutura social brasileira (1.000 pessoas)

"Padrões de vida"	2002	2012	var. 2002/2012	2013	var. 2012/2013
Alta Classe Média	13.183	17.719	4.536	17.097	-622
Média Classe Média	20.653	31.182	10.529	28.857	-2.325
Baixa Classe Média	54.941	85.893	30.952	89.043	3.150
Massa Trabalhadora	53.769	50.101	-3.668	50.218	117
Miseráveis	45.305	14.794	-30.511	16.253	1.459
Total	187.851	199.689	11.838	201.468	1.779

Fonte: PNAD - IBGE, apud Quadros (2015)

É no plano político que os vetores econômico e social vão desaguar. De novo, junho de 2013; a curva de popularidade da Presidenta, de acordo com o Datafolha, somando bom e ótimo, mostra uma queda vertiginosa de cerca de trinta e cinco pontos percentuais, passando de 65% para 30%, distribuindo-se quase equanimemente entre as avaliações, regular e ruim/péssimo. A popularidade recupera-se doze pontos percentuais até as eleições absorvendo parcela das avaliações definidas como regular. Em contrapartida cristaliza-se uma oposição, na classificação ruim/péssimo com parcela em torno de 25% da população.

Até o imediato pós-eleições era possível rever o projeto, repactuar alianças, embora com menor raio de manobra. O fracasso do experimento desenvolvimentista em promover o crescimento e o abandono do projeto por parte dos aliados da classe dominante - industriais e construtoras - somado à desconfiança de parte da classe média, e uma oposição extremada da outra parte, deixava poucas opções.

A despeito de escassas, havia alternativas para além da que foi escolhida; a contração fiscal expansionista. Esta opção transformou a desaceleração, já convertida em estagnação em 2014, numa recessão aberta. É certo que os objetivos perseguidos no período anterior, como por exemplo, a reindustrialização, o programa de investimentos da Petrobrás e mesmo a infraestrutura, dificilmente poderiam se reafirmados, tanto por conta de uma deterioração moderada, mas disseminada dos indicadores econômicos, como também em razão da operação Lava Jato. A combinação da opção ortodoxa conduzindo à recessão, com o acirramento da luta política, levou à crescente dominância dessa esfera ocasionando uma das piores crises já presenciadas no país.

1 As grandes mudanças estruturais: breve notícia

Desde os finais dos anos 1980, quando se iniciam as primeiras medidas mais efetivas de liberalização da conta financeira do balanço de pagamentos, até 2005, durante o Governo Lula, quando se unificam os mercados de câmbio livre e flutuante, e se extingue a conta CC-5, últimos marcos fundamentais da liberalização financeira, o Brasil realizou um amplo movimento de integração financeira à economia globalizada. De acordo com dados do Banco Central, a Posição internacional de investimentos do Brasil, uma conta síntese que registra os estoques de todas as formas de investimentos do exterior **para** o país e **do** país para o exterior, vai de US\$ 480 bilhões (ativos + passivos) em dezembro de 2001, para US\$ 2,3 trilhões em junho de 2016, representando neste último ano aproximadamente 110% do PIB. Este número é um indicador importante de como a integração financeira influencia a trajetória da economia brasileira e seu principal canal de transmissão é o ciclo de liquidez externo.

Essa mudança quantitativa da posição internacional de investimento foi acompanhada pelo crescimento do passivo externo líquido sob formas mais voláteis, porque dependentes de variáveis determinadas no curto prazo, como o diferencial de taxa de juros. Isto corresponde a transformações ocorridas no plano global e não apenas no Brasil. O trabalho dos economistas Ahmed e Zlate (2014) e Biancarelli, Rosa e Vergnhanini (2017), mostram que desde 2010, há um declínio dos fluxos de capitais em direção à periferia. O pico observado nos dois últimos trimestres de 2010 e nos dois primeiros de 2011, não volta a ser alcançado desde então. Os valores são muito voláteis para a Ásia, em especial para China e mais estáveis para América Latina, mas para ambos a queda é muito significativa após meados de 2013. Na verdade, para a Ásia em desenvolvimento e para China se pode falar de uma reversão sistemática desses fluxos desde 2010.

A partir de 2010, o investimento direto perde relevância, o que corresponde à redução do diferencial de crescimento entre os dois grupos de economias, as avançadas e as emergentes. Isto explica o pior desempenho da Ásia e da China. O VIX, um indicador geral de aversão ao risco, cuja redução implicava um aumento dos fluxos de capitais de portfólio em direção à periferia mostra, a partir de 2013, uma correlação negativa entre aversão ao risco e estes fluxos, ou seja, a despeito da redução da aversão ao risco os fluxos de portfólio para os emergentes são negativos. O achado é importante, pois sugere que uma

das forças principais da globalização financeira, a diversificação de portfólios, perdeu ímpeto.

Após a crise de 2007, o mais importante determinante dos fluxos de capitais para a periferia é o diferencial de taxas de juros entre os países emergentes e os EUA, mas também com os demais países desenvolvidos. O aumento desse diferencial reverte a diminuição que vigorou entre 2002 e 2007, crescendo desde então e estabilizando-se num patamar muito alto, desde 2011. Isto sem dúvida é resultado a política monetária não convencional praticada nos países centrais, incluindo os juros na fronteira zero, o *Quantitative Easing* e mais recentemente os juros negativos. A consequência foi a ampliação das chamadas operação de *carry trade*, que assumem formas variadas buscando exatamente explorar os diferenciais de taxa de juros. Esta é uma das maiores razões pelas quais os fluxos para América Latina mantêm-se substanciais enquanto aqueles para Ásia em desenvolvimento e China se reduzem.

A política monetária não convencional, em particular o QE, tem efeitos importantes sobre a riqueza financeira e a formação de bolhas, inclusive no âmbito global, como apontado pelo trabalho de VOX/CEPR (2016), mas seus impactos sobre o crescimento econômico são duvidosos. O QE se distingue da política monetária convencional, não só por sua escala, mas pelos seus alvos, os títulos públicos de longo prazo e as correspondentes taxas de juros⁵. Suas consequências indiscutíveis, para além da taxa de juros de longo prazo são sobre os portfólios privados na medida em que mudam a sua composição, ampliando o peso da moeda em detrimento dos títulos de longo prazo.

A suposição por trás do QE era a de que ao reduzir as taxas de juros de longo prazo e aumentar a liquidez dos balanços dos agentes como um todo, ele favoreceria o crédito bancário e o gasto privado. Ao que tudo indica, isto não ocorreu, na medida em que no âmbito bancário, o aumento da liquidez foi contra restado por um incremento da preferência pela liquidez originando um aumento da compra de ativos curtos, mas não no crédito. Por sua vez, aumentar a liquidez dos portfólios das famílias e empresas não necessariamente influenciou a PMgC e a EMgK. As empresas, principalmente, mas também as famílias optaram por pagar dívidas. Desta maneira, o circuito do crédito e do gasto foi menos afetado. Em outras palavras, o circuito da riqueza foi muito

(5) No início do QE, nos EUA, o FED chegou a comprar volumes substanciais de títulos privados de má qualidade que estavam nas carteiras dos grandes bancos, a pretexto de injetar liquidez num sistema que estava travado.

afetado, mas não o da renda. O primeiro deu origem a construção de posições em ativos já existentes como ações e bônus nos países desenvolvidos e taxas de câmbio, juros e commodities nos países periféricos, originando várias bolhas.

No caso do Brasil, deveria ter havido um ajuste no patamar dos fluxos líquidos de capital. O fato disto não ter ocorrido está associado a várias modalidades de operações de *carry trade*, desde aquelas intercompanhias até a de derivativos, visando a exploração do diferencial de juros. A preservação dos fluxos de capitais ocorre em detrimento de sua qualidade, sobretudo com a ampliação das formas mais voláteis. Em síntese, Como sugerido por Biancarelli et al. (2017), a despeito de não ter havido uma seca, a qualidade dos fluxos se deteriora, respondendo mais às variáveis macroeconômicas de curto prazo.

A forma de industrialização predominante da periferia capitalista, pelo menos desde os anos 1990, tem ocorrido por meio das chamadas *Global Value Chains (GVCs)* que correspondem ao fracionamento das cadeias produtivas dos processos discretos de produção. Com a especialização no *core business*, as empresas dos países centrais exportaram em grande escala, para a periferia do sistema, os segmentos da produção mais intensivos em salários. Isto beneficiou principalmente, os países nos quais o custo salarial era mais reduzido, como os da Ásia em desenvolvimento e menos os países de renda média, como o Brasil. Certamente, a infraestrutura, principalmente logística, como definidora do custo de transporte e outros incentivos foram relevantes, mas o custo salarial foi decisivo, conforme discutido por Baldwin (2013). Por sua vez, os caminhos percorridos também foram distintos, desde o *upgrading* nas cadeias (China), até a preservação das maquilas (México), caracterizando o sucesso ou fracasso desta estratégia de desenvolvimento.

Como mostrado no trabalho da UNCTAD (2013), o Brasil ficou fora deste padrão de desenvolvimento. O indicador, composição do valor das exportações em valor adicionado domesticamente e valor adicionado importado, mostra a relevância das cadeias por meio do comércio exterior. No caso do Brasil, e da América do Sul em geral, é muito elevada a participação do valor adicionado doméstico nas exportações, refletindo a exportação de matérias primas e o peso dos recursos naturais. Na Ásia – mesmo na China, um país continental – se observa um padrão distinto com a relevância do valor adicionado importado, ou seja, das cadeias, no valor das exportações. O México constitui uma exceção na América Latina em razão da constituição de maquilas umbilicalmente ligadas às grandes empresas norte-americanas. Cabe também

referir que a constituição e operação das cadeias de valor não têm apenas um conteúdo técnico. Como analisado por Vitali, Glatterfeld e Batiston (2011), as cadeias constituem uma centralização do capital à escala global e, portanto, uma concentração do poder de decisão sobre variáveis estratégicas como investimento, pesquisa, etc. nos países de origem das empresas ou nos controladores.

Este processo de natureza global, do qual o Brasil participa de forma lateral, tem como sua tradução doméstica a especialização regressiva até 2010 e, após esta data, a desindustrialização. A especialização regressiva, como já apontado, significa uma ampliação do peso dos setores intensivos em recursos naturais no valor agregado industrial, o que no caso do Brasil, comportou uma exceção, pois se fez acompanhar do aumento da importância da indústria automobilística. Ademais também expressa o desadensamento de cadeias produtivas com a supressão da produção doméstica de insumos intermediários de maior conteúdo tecnológico. Em contrapartida, os setores ligados à terceira revolução industrial – tecnologia da informação, eletroeletrônicos – e que correspondem aos setores-chave das cadeias globais de valor – perdem peso relativo na estrutura da indústria ampliando o coeficiente importado sem a contrapartida do aumento do coeficiente exportado.

Conforme assinalado por Sarti e Hiratuka (2017), a despeito da especialização regressiva, não se pode falar inequivocamente em desindustrialização, pelo menos no seu significado particular de redução da participação da indústria no PIB, até 2010. Até esse ano, tanto o produto industrial quanto o investimento mostram bom desempenho, inclusive com o último crescendo à frente do PIB como resultado da etapa de aceleração do ciclo. A partir de 2011, a desindustrialização se acelera em decorrência da intensificação da concorrência global, da queda de preços industriais e no caso brasileiro, da elevação desproporcional das importações.

O fenômeno que está por trás da acentuação dessas tendências são, a crise global de 2008, e a resposta chinesa por meio da política anticíclica. Como mostram Conti e Bliskstad (2017) após 2008 o aumento da taxa de investimento na economia chinesa não consegue dinamizar o produto, cujo crescimento desacelera progressivamente. A consequência mais importante desse fato para a economia global é o aparecimento de capacidade ociosa generalizada na China e Ásia em desenvolvimento, particularmente na manufatura. Os dados da Tabela 2 são eloquentes quanto a isto: em setores de produção contínua,

produtores de insumos básicos – e nos quais o Brasil é relativamente especializado – a capacidade ociosa cresce significativamente, implicando uma intensificação da concorrência nos vários mercados, inclusive naquele nos quais o Brasil tinha presença significativa, como o dos EUA, da América do Sul e o próprio mercado interno.

Tabela 2

China: taxa de utilização da capacidade em setores selecionados em 2008 e 2014 (%)

Aço		Alumínio		Cimento		Refino de Petróleo		Vidro plano		Papel/Papelão	
2008	2014	2008	2014	2008	2014	2008	2014	2008	2014	2008	2014
80	71	79	76	76	73	80	65	88	78	90	84

Fonte: European Union Chamber of Commerce in China, (2016) Overcapacity in China

As conclusões dos *surveys* trimestrais conduzido pelo Centre on Finance and Economic Growth da Cheung Kong Graduate School of Business na China, relativas a este tema são também inequívocas. O excesso de capacidade seria o principal problema da indústria chinesa tendo se ampliado desde 2008, estabilizando-se em 2016. Segundo o *survey*, na média de 2016, as empresas com utilização da capacidade abaixo de 70% representavam 15% do total e outros 15% tinham taxa de utilização até 80%. Os setores produtores de insumos básicos, apresentavam maior ociosidade, seguidos da indústria de máquinas e equipamentos e a de bens de consumo nas quais o perfil de utilização era similar ao da indústria em outros países, ao redor dos 90%. Em resumo, esta característica da indústria chinesa não só exacerba a concorrência nos mercados globais, mas gera uma arbitragem de aumento da capacidade produtiva, desfavorável a novos aumentos, mormente na periferia, incluindo o Brasil.

2 O ciclo de crescimento com inclusão social

A morfologia do ciclo econômico do período 2003/2010, não desperta grandes controvérsias, pelo menos no campo heterodoxo, ao contrário das razões para a sua perda de dinamismo e seus limites, externos ou adquiridos. O impulso original, advindo das exportações líquidas, tendo como pano de fundo o superciclo de preços das commodities, a posterior aceleração do consumo, fundada na melhoria da distribuição de renda e ampliação do crédito, e o investimento induzido por esse crescimento da demanda, são elementos enfatizados característicos deste ciclo recente de crescimento.

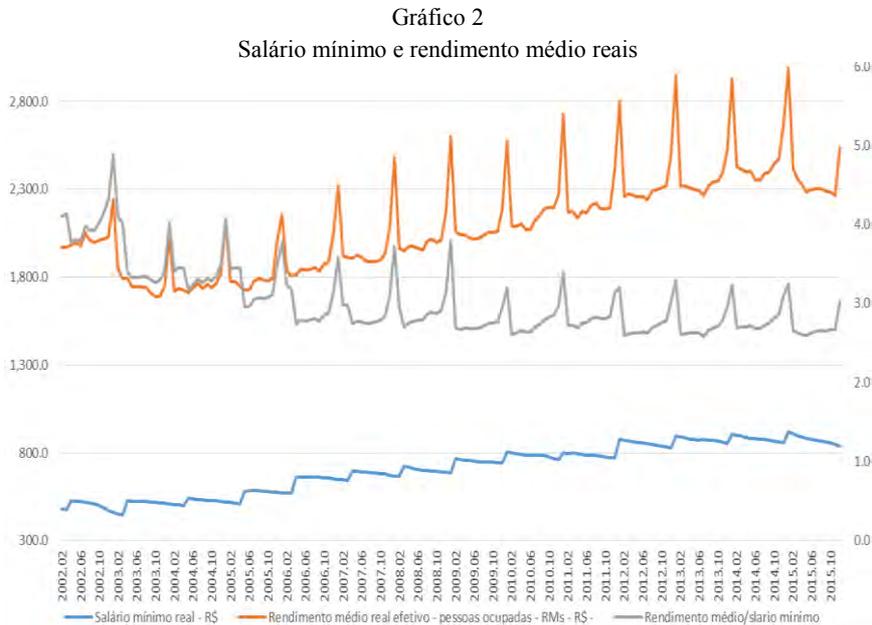
O consumo, teve um papel mais relevante do que em outros ciclos, por ter sido produto de duas forças simultâneas: o aumento do crédito às famílias e a melhoria da distribuição da renda. Desse ponto de vista, explicar porque o consumo desacelera implica considerar como seus determinantes encontraram seus limites. Assim, é essencial analisar os obstáculos à melhoria adicional na distribuição da renda, tanto do ponto de vista do mercado de trabalho quanto da política social, bem como os obstáculos ao crescimento do crédito as famílias.

Um primeiro aspecto a salientar é que o aumento dos salários, mormente dos setores de menor poder aquisitivo, muito influenciados pelo salário mínimo, como apontado por Baltar et al. (2017), foram assaz ajudados pela apreciação do real e a conseqüente pressão baixista que impôs à inflação. Os custos, em termos de empregos, não na sua quantidade, mas na sua qualidade, como decorrência de perda ou não desenvolvimento de elos mais sofisticados da indústria manufatureira, foram expressivos. Esse mecanismo de viabilizar o crescimento mais rápido dos salários pela apreciação da moeda, não poderia se manter, seja porque o arrefecimento do ciclo de preços de commodities associado à reversão do ciclo de liquidez, iriam implicar na desvalorização da moeda, seja porque o esforço de reindustrialização exigiria uma moeda mais desvalorizada, e um política cambial mais ativa, como de fato ocorreu no Governo Dilma, após 2011⁶.

Segundo Baltar et al. (2017), entre 2003 e 2008 a estrutura de ocupações não muda significativamente, mas a dispersão salarial reduz-se de maneira notável caracterizando uma melhora na distribuição da renda sem transformação estrutural significativa. Este mesmo padrão se intensifica entre 2008 e 2013 pois os setores de maior produtividade, como a indústria, tem o seu peso no emprego reduzido ao mesmo tempo em que a dispersão continua caindo, porém, a uma velocidade menor. As indicações são, portanto, de que a redução das desigualdades por meio do encolhimento do leque salarial esbarrou em limites da própria estrutura produtiva, ou seja, reduzir a desigualdade dessa forma, quando os setores que se expandem mais rapidamente não são os de maior produtividade, pode levar ao acirramento do conflito distributivo; entre salários e lucros ou na hierarquia de remunerações. Assim, seja por esta

(6) A taxa de câmbio do real com o dólar, mostra uma valorização real da nossa moeda de cerca de 50%, comparadas as médias de 2002 e 2011. Ela é parcialmente explicada pelo ganho nas relações de troca de 35% no mesmo período e, em parte, pela arbitragem com diferencial de juros. O fato é que seu papel no incentivo ao consumo foi crucial ao implicar o declínio dos preços relativos dos bens importados.

restrição, seja por limites institucionais ao aumento do salário mínimo, a melhoria da distribuição da renda do trabalho, fundada prioritariamente no crescimento maior deste último, vis a vis o salário médio (Gráfico 2), encontrou limites como se pode ver pela estagnação da relação salário médio/salário mínimo após 2010.



Um fator importante de redução nas desigualdades foi sem dúvida o gasto social. Aliás, em países avançados, as melhorias na distribuição da renda costumaram ocorrer mais pela via do estado do bem-estar social do que propriamente por mudanças no mercado de trabalho e na respectiva distribuição da renda do trabalho. No caso brasileiro, as transferências em sentido estrito e os gastos sociais em sentido amplo jogaram um papel crucial na melhoria da distribuição da renda. Conforme assinalado por Dweck e Teixeira (2017), a despeito da estrutura de tributação regressiva, o gasto social mais que compensa esta desvantagem e promove a melhoria da distribuição. Este gasto passa de 12,4% do PIB em 2003, para 15,3% do PIB em 2014 e está quase exclusivamente concentrado em transferências às famílias (assistência + previdência).

Assim, a questão crucial é a do financiamento dos gastos crescentes e progressivos, por uma carga tributária crescente e regressiva. Ou seja, como os ricos pagam pouco imposto, o financiamento dos gastos sociais vem das camadas médias e populares. Desse ponto de vista, melhorar a distribuição de renda por esta via encontra limites óbvios, além de aguçar o conflito distributivo, pois desenvolve-se em parcelas das camadas medias da população a convicção de que as políticas distributivas se fazem em seu detrimento. A percepção de que o crescimento das transferências estava em conflito com gastos finalísticos como Saúde, Educação, Mobilidade Urbana, alimentou o sentimento de conflito distributivo, quando se instalou a desaceleração e aparece na pauta das manifestações políticas de junho de 2013.

No papel essencial desempenhado pelo consumo no ciclo de crescimento 2003/2010, o crédito foi o fator preponderante⁷. Isto posto, cabe considerar os limites da sua ampliação tanto da ótica da demanda (crescimento da renda disponível, patamar de taxas de juros e endividamento das famílias) quanto da oferta (exposição dos bancos ao risco). No primeiro caso, o alto patamar das taxas de juros exerce muito claramente um efeito atenuador da expansão, na medida em que para níveis relativamente baixos de endividamento, o comprometimento da renda com o pagamento de seu serviço mostra-se relativamente alto. No segundo, foi necessário contar com um papel decisivo dos bancos públicos, para dar maior elasticidade ao ciclo de crédito, devido à retração do sistema privado.

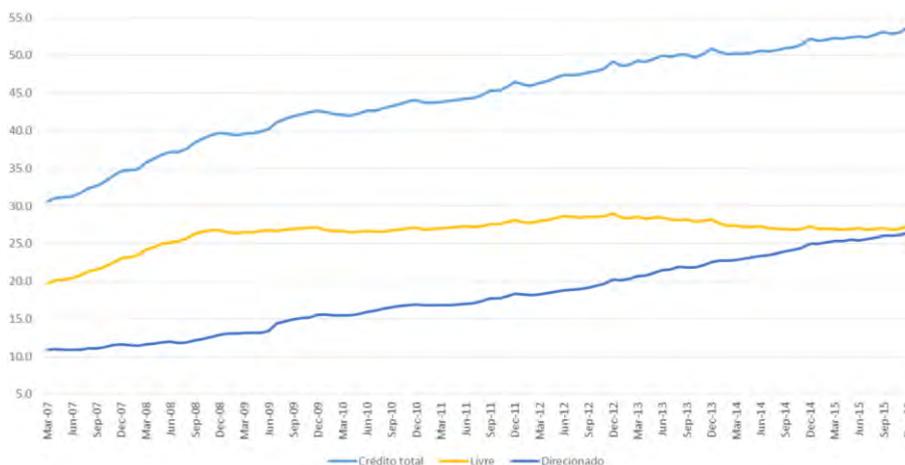
As proposições acima podem ser ilustradas com os dados do gráfico 3. Como se vê o crédito total desacelera após 2009, puxado pela estabilização do crédito concedido pelo setor privado ao mesmo tempo em que o sistema público e em particular, o BNDES exerce um papel anticíclico. Ao final de 2010, a expansão do crédito com recurso livres já se havia reduzido substancialmente, cabendo a partir daí um papel crucial ao sistema público. Entender a razão disto, como já assinalado é crucial para estabelecer os limites a este ciclo de crescimento. De um lado, como já vimos, há uma retração do sistema bancário privado, certamente por razões relativas à avaliação de risco. De outro, há também o já elevado patamar de comprometimento da renda das famílias pelo

(7) Diferentemente da distribuição da renda cujo efeito é o de ampliar o multiplicador do gasto, o crédito permite que o consumo se converta em um elemento autônomo do gasto. Por essa razão, nesse caso, o Consumo assume o mesmo status dos demais gastos tais como as exportações líquidas, o déficit público e o investimento.

endividamento que cresce, embalado pelas altas taxas de juros, passando de 20% da renda disponível em 2006 para 40% da renda disponível em 2011.

Somadas às restrições à melhoria da distribuição da renda, tanto pela ótica do mercado de trabalho, quanto do gasto social e, limitada a expansão do crédito, o ciclo fatalmente perderia dinamismo. É certo que no caso brasileiro, algumas peculiaridades, como a estrutura tributária e o patamar das taxas de juros, adicionaram elementos restritivos significativos a um modelo de crescimento cuja fonte de dinamismo maior foi o consumo e que como veremos encontrava limites também no investimento.

Gráfico 3
Evolução do crédito no Brasil (% do PIB)



A proposição relativa ao investimento é uma especificação do argumento do vazamento da demanda para o exterior. Ou seja, dada a estrutura produtiva da economia brasileira e seu caráter mais especializado (especialização regressiva), os efeitos de encadeamento (multiplicadores) desse investimento foram reduzidos. Sua diferença relativa ao argumento do vazamento da demanda de consumo diz respeito à sua amplitude, muito maior no caso do investimento.

Como assinalado por Sarti e Hiratuka (2017) algumas evidências do vazamento em geral, são incontestáveis, como o aumento expressivo do conteúdo importado na indústria e na manufatura sem a contrapartida da elevação do conteúdo exportado. O aspecto mais importante para caracterizar

o vazamento – redução do efeito multiplicador do investimento – se refere às indústrias de maior conteúdo tecnológico, em razão da sua maior elasticidade renda, e o setor de bens de capital cujo crescimento deveria se ampliar na fase de aceleração do ciclo. Em termos práticos isto significaria ciclos mais curtos e menos intensos.

3 O ensaio desenvolvimentista

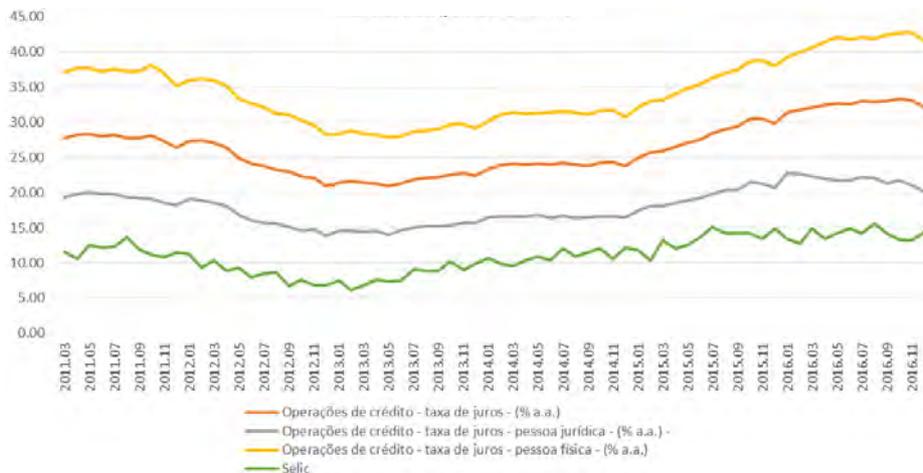
A conclusão da análise anterior é inequívoca: embora exitoso em realizar o crescimento com inclusão social, o ciclo de 2003/2010 perdeu progressivamente dinamismo. A reorientação do modelo era, portanto, imprescindível. Os elementos presentes nesta reorientação foram significativos podendo se identificar várias características de um modelo de crescimento desenvolvimentista, tais como: reconfiguração de preços relativos por meio dos preços macroeconômicos (taxas de juros, de câmbio, preços de energia e custo salarial), combinado com incentivos setoriais de alto impacto por meio do BNDES e a Petrobrás. Os objetivos gerais eram também claros: reorientar o crescimento dando primazia à diversificação industrial e ampliação da infraestrutura tendo como categoria chave, o investimento autônomo.

Vários críticos da política econômica do Governo Dilma, tais como Serrano e Suma (2015) negam o seu caráter desenvolvimentista. Defendem a tese de que o conjunto de incentivos ao setor, e ao investimento privado, se fizeram em detrimento do investimento público, ou seja, a proposta central deste governo teria sido a substituição do investimento público pelo privado como elemento dinâmico do crescimento. O problema maior desta postulação é que trabalha com a ideia de que o Estado tinha o tamanho e os instrumentos necessário para liderar o investimento. Por outro lado, como veremos, isto não significa admitir que os incentivos dirigidos ao setor privado tenham sido eficazes.

Os dados sobre a trajetória das taxas de juros são inequívocos. No período 2011 a 2014 – a despeito dos aumentos que ocorrem a partir de meados de 2013, os juros básicos da economia, expressos na taxa Selic, são os menores desde 1994 e mesmo desde 2002. Ademais, as taxas de juros do crédito concedido pelo sistema bancário reduziram-se substancialmente, por conta da diminuição dos spreads. A redução das margens do sistema bancário ficou conhecida como a batalha dos spreads e envolveu instrumentos variados para forçar o sistema privado à sua redução, mas principalmente, a concorrência dos

bancos públicos. Por sua vez, como veremos adiante, o sistema público ampliou significativamente as suas linhas de crédito dirigido e reduziu o seu custo.

Gráfico 4
Taxas de juros no Brasil



As análises críticas desta política de juros costuma argumentar que a redução das taxas foi descontinuada, ou não teve comportamento uniforme e coerente. Quanto a isto, duas observações: o declínio sistemático das taxas de juros básica perdurou por dois anos, de meados de 2011 a meados de 2013, cabendo enfatizar que neste período as taxas reais de juros alcançaram o menor patamar dos últimos vinte anos⁸. A partir de meados de 2013, a taxa nominal volta a subir, num primeiro momento, como reação ao *tapering* da política monetária americana e, posteriormente, justificada pelo recrudescimento da inflação. Cabe destacar que, até setembro de 2014 a taxa nominal de juros sobe em linha com a inflação e as taxas reais de juros se mantem em torno de 4,5% ao ano, patamar similar ao de 2011, que é o menor desde 2003.

(8) Uma das críticas mais difundidas à política de juros praticada pelo BCB durante o Governo Dilma se origina dos setores conservadores ao afirmarem que a taxas forma mantidas artificialmente baixas sem respeitar os fundamentos. Quanto a isto cabe destacar que durante todo o período a fixação da meta Selic esteve abaixo da paridade descoberta da taxa de juros. Assim, em nenhum momento a taxa de juros real em moeda nacional esteve abaixo da taxa de juros real dos títulos soberanos brasileiros, em dólar. Numa economia aberta, com moeda inconversível, este é um critério essencial para fixação da taxa de juros básica pelo Banco Central.

Considere-se por sua vez que os bancos públicos mantiveram a oferta de crédito, com spreads reduzidos. Segundo os dados do FMI (2106), do início de 2011 a meados de 2013 seus empréstimos cresceram a taxas superiores a 20% ao ano desacelerando a partir de então, mas mantendo o crescimento bem acima do setor privado. Um ponto que merece maior esclarecimento, todavia é até que ponto o crédito dirigido do setor público perdeu seletividade. Ou seja, a preservação da oferta de crédito a taxas favorecidas num contexto de desaceleração, pode ter redundado em substituição de fontes de financiamento por parte do setor privado, com menor impacto no nível de atividades e, sobretudo, no investimento.

Na avaliação da política de juros e financeira do Governo Dilma é possível descartar visões mais simplistas e extremas que ou negam seu caráter relevante ou pretendem que desrespeitou as leis do mercado. De fato, tanto a política de juros quanto a de spreads “cutucaram onças com varas curtas” contrariando interesses de rentistas de vários matizes – desde os grandes investidores, até os remediados da classe média – e também dos grandes bancos privados. Por outro lado, beneficiou amplos segmentos das famílias e PMEs dos setores produtivos, gerando os apoios necessários para a sua sustentação.

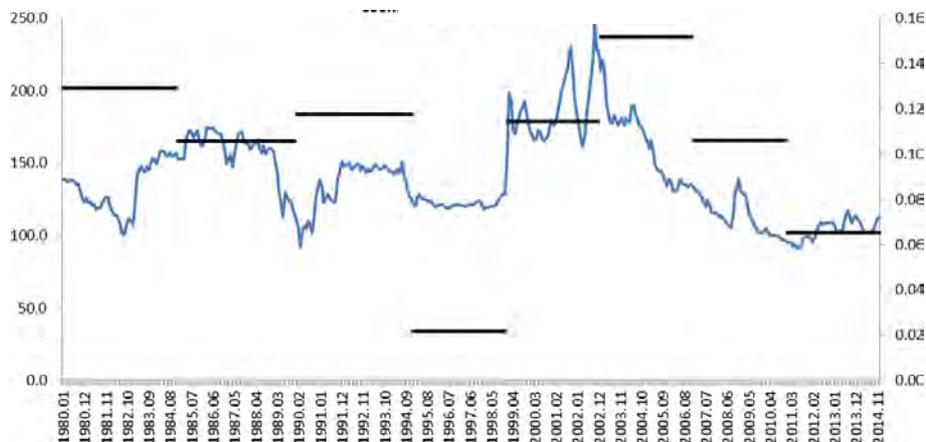
Outra dimensão crucial da política econômica, posta em prática no Governo Dilma, foi a da administração da taxa de câmbio. Vimos acima que a crescente abertura financeira da economia brasileira associada à piora da qualidade dos passivos externos, após a crise de 2008, engendrou uma maior volatilidade potencial da taxa de câmbio. A política de regulação dos fluxos de capitais, analisada por Carneiro e Rossi (2014), realizada em 2011 e 2012 e posteriormente relaxada, foi exitosa em conter e mesmo diminuir esta volatilidade e o fez de forma muito significativa e sofreu fortes críticas do *establishment* financeiro e dos bancos.

Segundo os dados do Gráfico 5, que toma a evolução de uma taxa de câmbio real efetiva com o dólar, a volatilidade da taxa de câmbio durante o Governo Dilma só não foi menor do que a do primeiro Governo FHC durante o qual, a taxa de câmbio nominal esteve, durante quase todo o período, congelada. Ademais, associado à redução da volatilidade, observa-se a reversão do longo período de apreciação da moeda observado durante os dois governos

Lula, com uma moderada, mas significativa depreciação do real. Porque isto não foi suficiente para induzir a diversificação industrial⁹?

Gráfico 5

Taxa de câmbio – efetiva real – INPC – exportações – manufaturados – Índice (média 2010 = 100)
Coeficiente de variação (eixo direito)



Longos períodos de apreciação da moeda, como os observados entre 1991/1998 e entre 2002/2010 produzem uma histerese em certos processos econômicos. No caso brasileiro, como mostram Sarti e Hiratuka (capítulo neste livro), a apreciação motivou uma elevação substancial do coeficiente importado na manufatura, mormente na indústria de bens intermediários. Este processo atingiu seu paroxismo no caso da indústria de máquinas e equipamentos a qual converte-se praticamente, numa montadora. Diante disto, a desvalorização do real acarreta, pelo menos no curto prazo, uma deterioração da rentabilidade, em razão da elevação de custos e do preço do investimento. Esta é certamente uma importante razão para que o real mais desvalorizado, durante o Governo Dilma, não tenha induzido uma diversificação industrial.

Os interesses que se opuseram à desvalorização do real no Governo Dilma foram variados e podem ser classificados em gerais e específicos. No primeiro grupo está o setor produtivo, com elevado coeficiente importado, conforme apontado acima. Os consumidores, em geral, diante do aumento do

⁹ Algumas teses sugerem que a desvalorização do real não foi suficiente para redefinir com mais força o vetor de preços relativos, incentivando exportações e a substituição de importações. Como mostraremos adiante há outros fatores muito mais importantes. Ademais uma desvalorização real efetiva da ordem de 20% não é pouco significativa.

patamar da inflação, também possuíam razões para se opor à desvalorização. Nesse caso, além dessa oposição difusa pode-se identificar grupos, sobretudo da classe média, maior consumidora de bens e serviços importados – inclusive viagens internacionais – cujos interesses eram mais contrariados. Por fim, os bancos e investidores externos que perdiam uma fonte importante de lucros oriunda, de operações de arbitragem com a taxa de câmbio, nos seus vários mercados.

Essas considerações indicam que utilizar a taxa de cambio como instrumento de política econômica visando a reindustrialização, após longos período de moeda valorizada, cria uma série de problemas. Mesmo que a desvalorização seja desejável e importante de uma perspectiva estratégica, ela fere interesses variados a curto prazo. Ou seja, numa sociedade democrática ela sofrerá oposições até mesmo de setores que deveriam ser os maiores interessados nela; os industriais.

No âmbito das políticas de mudança de preços relativos e de incentivo à reindustrialização, a da redução do custo da energia elétrica ocupa um importante lugar. Com base na possibilidade legal de renegociar os termos dos contratos das concessões a partir de decorrido metade da sua duração, o Governo propôs a renovação dessas concessões por mais um termo, sem novas licitações, com os mesmos concessionários, recebendo em troca, a redução das tarifas. Segundo os dados de Tarifas Médias por Região divulgadas pela Agência nacional de Energia Elétrica (ANEEL), houve reduções tarifárias substanciais entre 2012 e 2013, a despeito da não adesão das concessionárias dos Estados governados pelo PSDB. O programa de decréscimo das tarifas foi, todavia, prejudicado pela seca de enormes proporções em 2014/2015. A partir deste último ano a política deliberada de recuperação de preços públicos, sepultou as tentativas de redução do custo da energia elétrica.

A redução das tarifas de energia é um dos aspectos controversos do Governo Dilma. Segmentos conservadores alegam que isto representou uma intervenção no mercado e desrespeito aos contratos. Na verdade, pelas regras das concessões, o Governo tinha ampla base legal para tomar essas decisões. A oposição do setor privado, envolvido no negócio de energia elétrica à redução das tarifas, adveio do seu caráter rentista, decorrente da sua privatização, nos anos 1990. A fixação dos preços no setor tem peculiaridades. De um lado, segue a lógica do custo marginal, ou da renda diferencial ricardiana. De outro, a propriedade é concentrada e os aumentos de capacidade, discretos e

dependentes de novas fontes de energia hidráulica. O preço do produtor marginal pode assim perdurar por muito tempo – com alguma variância por conta das condições climáticas – amparado legalmente no contrato de concessão. Para os proprietários de usinas de geração que adquiriram ativos depreciados, os preços vigentes possibilitaram obter superlucros.

Outro pilar da política econômica, no seu objetivo de mudar os preços relativos, no caso uma redução do custo salarial, foi a renúncia fiscal. Adotou-se assim, o mecanismo de desoneração parcial da folha a partir de 2011. Ele se configurou numa política tributária que dispensou as empresas do pagamento da contribuição patronal ao INSS relativa aos seus trabalhadores. Segundo o Ministério da Fazenda (2015), no início, a ideia era aumentar a competitividade, por redução do custo salarial total, de alguns setores industriais e da tecnologia de informação. Mas, com o passar do tempo, as isenções foram ampliadas para diversos setores, inclusive os produtores de *non-tradeables*.

Os dados do documento citado mostram como a renúncia foi se generalizando. Partindo de 10.000 contribuintes em 2012 ela alcançou 80.000 em 2014. Os valores mensais saltaram de R\$ 200 milhões em 2012 para uma média de R\$ 1,5 bilhão em 2014 alcançando neste ano a marca de 0,5% do PIB. Isto foi tanto o resultado da generalização e perda do critério na sua concessão, como do fato de não se ter conseguido no plano agregado, a neutralidade tributária, ou seja, a substituição por outro imposto ou aumento de alíquotas que compensassem as isenções concedida.

O documento do Ministério da Fazenda (2015), sintetiza a avaliação dos resultados da política de desoneração, realizado por comissão tripartite, composta de governo, empregadores e trabalhadores. A conclusão é pela ineficácia da política, tanto pelos resultados quanto pelos seus custos. Quanto a este último, já se fez referência ao impacto macro fiscal negativo, em torno de 0,5% do PIB. Ademais, a conclusão com base em vários outros trabalhos citados é a de que cada emprego criado pela renúncia fiscal custou cerca de três vezes o valor da criação de um emprego regular. Isto somado ao fato de que a criação líquida de empregos foi desprezível. Em resumo, a política de desoneração serviu para reduzir custos salariais e aumentar a lucratividade das empresas, mas com pequenos efeitos agregados na trajetória do emprego. Essa constatação, traduz a ineficácia da política num sentido mais preciso do que aquele proposto pelo Ministério da Fazenda no documento aludido: ela serviu para mitigar a elevação do custo do trabalho, e, portanto, preservar a

lucratividade das empresas, mas teve efeito limitado na ampliação do investimento.

Para além da política econômica de incentivo à diversificação industrial ancorada na mudança de preços relativos, o Governo Dilma tinha dois outros objetivos estratégicos importantes: a ampliação da infraestrutura e do setor de petróleo e gás. O principal instrumento de financiamento desses programas como também da reindustrialização era o BNDES. Por ir além da política macroeconômica, a política econômica tinha características desenvolvimentistas, involucradas numa ação estatal mais ampla. Em outras palavras, a combinação da política macroeconômica favorável e ação mais ampla do Estado, com políticas setoriais e de crédito dirigido, configurava de fato um experimento desenvolvimentista, embora sem a densidade das experiências do período 1950/1980, principalmente por conta do menor peso do Estado.

O programa de infraestrutura e energia, por exemplo, era expressivo. Para um período de quatro anos previa investimentos da ordem de R\$ 470 bilhões ou aproximadamente 10% do PIB, quando do seu lançamento em 2012, distribuídos em Logística, R\$ 242 bilhões; Energia Elétrica, 148 bilhões; Petróleo e Gás, 80 bilhões. A opção foi fazê-lo por meio de concessões, vale dizer, pelo setor privado, abandonando parcialmente a alternativa do investimento público convencional. O argumento central era o de que o Estado não tinha condições operacionais de executar tal programa, embora o setor privado necessitasse de apoio decisivo do primeiro para fazê-lo, principalmente via financiamento.

A despeito da menor participação direta do Estado no programa de infraestrutura, é sua prerrogativa enquanto poder concedente, escolher os objetivos estratégicos de um programa de concessão e mudá-lo na renovação, respeitando as regras do contrato. Esses objetivos envolvem a opção por uma combinação de dois entre três aspectos cruciais: a *competitividade*, resultante do valor da tarifa ou serviço; o *valor da outorga*, que decorre da priorização da dimensão fiscal, e o *crescimento*, que resultará da maior ênfase ao investimento. Exemplificando com uma das combinações possíveis: a maximização do investimento e dos seus impactos no crescimento, combinada com a desejável modicidade tarifária, só será possível com a redução do valor da outorga e, portanto, com a redução dos resultados fiscais. A escolha genérica do Governo

Dilma recaiu sobre uma combinação entre redução de tarifa e aumento do investimento.

A despeito dos esforços para aumentar o investimento e a oferta dos serviços de infraestrutura, os resultados foram apenas razoáveis quando se considera os quatro principais segmentos: Transporte, Energia, Telecomunicações e Água e Saneamento. De acordo com Ministério da Fazenda (2015b), tomando-se o período imediatamente anterior, 2006/2010 como base de comparação, os investimentos na área aumentam em apenas 0,5% do PIB. Mas, esses resultados agregados escondem desempenhos setoriais muito distintos.

Segundo dados apresentados por Frischtak e Davies (2014), o setor de Transportes é o de melhor desempenho evoluindo de uma participação média na década anterior de 0,6% do PIB para 1,2% do PIB em 2014. A despeito das reiteradas críticas ao excesso de intervenção do Governo nos processos de concessão, inclusive por meio da eventual tentativa de fixar a taxa de retorno dos projetos (TIR), foi nesse segmento onde mais avançou a participação privada, de fato, dados calculados por Galípolo (2016), mostram que ocorre uma substituição do setor público pelo privado nos investimentos do setor. Subjacente a esta mudança está o êxito de leilões de concessão em vários segmentos e principalmente, o de aeroportos. O fracasso relativo, nesse caso, se deveu ao insuficiente volume de investimentos frente às grandes carências do país, nos demais ramos da logística.

Nos segmentos de Energia, o patamar de investimentos manteve-se relativamente constante, em torno de 0,8% do PIB, em razão da finalização de um ciclo de inversões que contemplou primordialmente, a ampliação da capacidade de geração por meio das grandes hidroelétricas. Como apontado em vários estudos, esta nova capacidade garantiu não só a universalização do acesso como também o crescimento da oferta à frente da demanda. A crítica mais importante à forma de expansão do sistema vem do constrangimento imposto pelas restrições ambientais. A limitação ao tamanho dos reservatórios tornou o sistema mais vulnerável às estiagens, mais dependentes da complementação termoelétrica e os preços mais voláteis. A denominada crise do sistema elétrico, observada em 2013/2015 é em parte, reflexo dessa configuração.

Nas Telecomunicações, houve queda dos investimentos como percentagem do PIB, como reflexo do estágio alcançado pelo setor. Completada

a universalização da telefonia fixa e móvel, a frente de expansão que resta atualmente, é a da ampliação do acesso à internet via banda larga. Deficiências regulatórias impediram o programa de acesso de ganhar a escala suficiente. Por fim, no segmento de Água e Saneamento, os investimentos mantiveram-se estáveis como proporção do PIB, a despeito das enormes deficiências. O problema crucial nesse caso diz respeito à responsabilidade constitucional dos municípios no provimento dos serviços resultando em um grande número de casos, em falta de planejamento e/ou escala requerida de operação.

O investimento público em geral, e na infraestrutura em particular, exerceu um papel importante na preservação do crescimento numa faixa positiva, embora insuficiente para evitar a desaceleração. Afora o declínio episódico em 2011, decorrente da estabilidade dos investimentos das estatais, o investimento público lato senso cresce em linha com o PIB. Dado o efeito de *crowding in* que este último exerce sobre o investimento privado e as expectativas de longo prazo, parece evidente que a trajetória do investimento público não contribuiu para viabilizar o novo modelo de crescimento. Aqui coloca-se claramente uma discussão de fundo que diz respeito a se o Estado brasileiro contemporâneo tem os instrumentos, empresas públicas, e capacidade de planejamento e execução na administração direta, suficientes para comandar a elevação da taxa de investimento da economia.

A despeito do esforço, e de alguns êxitos evidentes, os resultados do programa de infraestrutura no Governo Dilma poderiam ter sido mais satisfatórios. Uma primeira razão para isto está na esfera das relações do governo com o setor privado. Como mostra o trabalho do Ministério da Fazenda (2015b), a opção pelas concessões logrou envolver investidores privados no setor e o patamar de investimento a seu encargo evoluiu de um patamar de US\$ 25 bilhões em 2010 para uma média de US\$ 50 bilhões entre 2011 e 2014. Diante da importância que se conferia a estes atores, o relacionamento teria que primado por processos mais amplos e extensivos de negociação. O excesso de medidas provisórias e decisões unilaterais pioraram o ambiente de investimento.

Outro aspecto relevante, diz respeito aos sobre-custos e atrasos dos projetos, com indicadores acima dos padrões internacionais. Autores como Frischtak e Davies (2014), atribuem equivocadamente este mau desempenho, à presença substantiva do setor público brasileiro na implantação e operação da infraestrutura. O padrão de alto envolvimento do setor público na infraestrutura

é quase universal e em vários países, os sobre-custos e atrasos são mantidos sobre controle. Nesse caso, o aspecto crucial parece ser a ausência de um planejamento de qualidade e de estudos de pré-inversão mais rigorosos com projetos técnico, executivo e orçamento, detalhados.

O programa de petróleo e gás tinha como motivação principal a exploração dos recursos do pré-sal. Foi concebido em quatro vertentes: a definição do regime de partilha em substituição ao modelo de royalties, considerado mais adequado ao baixo risco de exploração; a participação mínima da Petrobrás de 30% em todos os campos a serem explorados, para controlar o ritmo de extração e permitir exercer a política de conteúdo local; a constituição do fundo soberano para impedir a apreciação do real e gerir os recursos em moeda forte; a destinação dos resultados obtidos no fundo soberano para a área social.

De acordo com Azevedo (2017) a produção de petróleo no pré-sal gerou importantes desafios tecnológicos como a produção de equipamentos especializados e sofisticados tais como sondas, embarcações, sistemas flutuantes de produção e sistemas submersos. Dada a escala de produção a ser enfrentada e o caráter pouco desenvolvido desta indústria no Brasil, o desafio era gigantesco. Ou seja, a adequação do timing de exploração, à capacidade da indústria nascente de equipamentos no Brasil, constituía um enorme desafio.

Na verdade, como o Governo também decidiu ampliar a capacidade de refino no país, o desafio era duplo; investimentos elevados e simultâneos na Exploração e Produção e no Refino. No início dos anos 2000, a Petrobrás investia uma média de US\$ 7 bilhões por ano. Em 2010/2013, cerca de US\$ 40 bilhões por ano. Esta dupla frente de investimentos pressionou significativamente a capacidade da indústria de construção pesada no Brasil, atrasando os projetos e encarecendo-os.

Boa parte das críticas relativas ao conteúdo local tem exatamente por base, as evidências de que houve atrasos nos investimentos e os equipamentos foram produzidos com preços mais caros do que similares no exterior. A controvérsia sobre preços maiores é antiga e seus críticos usam um argumento estático. A experiência internacional com a indústria nascente mostra que esses diferenciais tendem a zero com o passar do tempo, remanescendo no país as vantagens da construção de uma estrutura produtiva mais complexa. O tema do atraso está intimamente relacionado com o superinvestimento definido pela Petrobrás. Uma vez tomada as decisões, eles eram inevitáveis, embora

pudessem ser amenizados no âmbito da Exploração e Produção em razão do controle exercido pela Petrobrás sobre o seu ritmo.

A rentabilidade da Petrobrás, além dos fatores associados à sua eficiência operacional, depende de dois fatores fundamentais: a taxa de câmbio do real com o dólar e o preço internacional do petróleo. Como regra geral, os preços domésticos de derivados têm que seguir esses dois parâmetros variando inversamente com a taxa de câmbio real/dólar e diretamente com o preço internacional. Como a venda de derivados no mercado doméstico é a principal fonte de receita da Petrobrás, sua política de preços é o principal determinante da sua rentabilidade.

Durante o Governo Dilma, foi adotada uma política de controle dos preços dos derivados para o mercado doméstico. Como era de se prever isto teve grande impacto na situação financeira da empresa. O efeito foi potenciado porque desde 2006, o consumo doméstico crescia a altas taxas. Ademais, como a produção interna era insuficiente pela baixa capacidade de refino era necessário recorrer a importações crescentes, potenciando o problema. A combinação entre perda de receitas e grande esforço de investimento deteriorou significativamente a situação financeira da empresa, de um lado, reduzindo seu fluxo de caixa em termos absolutos a partir de 2011, e de outro, ampliando o endividamento que passa de US\$ 32 bilhões em 2010 para US\$ 132 bilhões em 2014. A grande melhoria na estrutura do capital – relação recursos de terceiros/capital próprio – que havia sido obtida como o IPO gigante de 2010, condição necessária para o grande programa de expansão, deteriorou-se progressivamente.

Desde final de 2014, uma série de fatos como denúncias da corrupção, redução dos preços internacionais, o atraso e o cancelamento dos projetos de investimentos criaram um ambiente muito negativo na Petrobrás que foi aprofundado por meio de um conjunto de decisões equivocadas. Estas últimas foram aprofundadas no Governo Temer e consistiram no abandono de uma visão de longo prazo e adoção de uma estratégia empresarial similar à de empresas privadas. Medidas como venda de ativos, foco no *core business*, i.e. Exploração e Produção, redução do tamanho da empresa, e mitigação da política de conteúdo nacional, transformam a Petrobrás, progressivamente, numa empresa convencional levando a que abandone seu papel estratégico no desenvolvimento brasileiro.

O financiamento do programa, tanto o da diversificação industrial, como a infraestrutura e parte do referente a petróleo e gás esteve a cargo do sistema de bancos públicos e em particular, do BNDES. O sistema público também desempenhou outros papéis, como a indução à queda dos spreads nas linhas regulares, mas foi no financiamento de longo prazo que a sua ação foi característica, aliás retomando uma tradição do país em momentos de grande transformação da estrutura produtiva. O fato do BNDES chegar a controlar, diretamente por meios de seus financiamentos cerca de 1/4 da FBCF, tendo recebido recursos do Tesouro da ordem de R\$ 525 bilhões¹⁰, entre 2009 e 2013, algo como 10% do PIB, que chegou a representar 57% do funding do banco em 2014, lhes conferiu o caráter de principal financiador do processo.

Os dados disponíveis¹¹ mostram que a despeito da grande publicidade negativa em torno da ação agigantada do BNDES no Governo Dilma, há uma descontinuidade na sua trajetória. O patamar de financiamentos sofre uma queda significativa em 2011 e o valor de 2010 só é alcançado em 2013, sofrendo uma nova queda em 2014. Outro aspecto importante e que também nega a tese convencional da escolha de campeões (*pick the winners*) conforme afirmado por De Bolle (2015), é o da desconcentração dos financiamentos, visível em vários indicadores:

a) aumento mais que proporcional das operações indiretas, de menor porte e fundada nos repasses por meio de instituições bancárias de varejo, cuja participação vai de 27% do total dos desembolsos em 2009 – ano que se inicia o PSI – para 44% em 2014.

b) o desembolso para MPMEs, passou de R\$ 35,6 bilhões (preços de 2015) para uma média anual de R\$ 70 bilhões em 2013/2014, dobrando seu valor em termos reais

c) o número de empresas apoiadas pelo BNDES passa de 108 mil em 2009 (4% do total) para 277,3 mil em 2014 (9% do total)

d) entre 2009 e 2014, a percentagem de empresas, por tamanho, apoiadas pelo BNDES evoluiu da seguinte forma: Grandes, de 22,4 para 28,8% do total; Médias, de 16,7 para 26,0% do total; Pequenas de 9,0 para 17,5% do total; Micros, de 2,7 para 6,3% do total.

(10) A rigor o saldo dos empréstimos do Tesouro alcançou no seu pico, em meados de 2016, R\$ 524,9 bilhões. Desse total, “R\$ 36,6 bilhões eram instrumentos elegíveis a capital principal, e o restante, R\$ 488,3 bilhões, operações de repasses, atreladas à TJLP”.

(11) Os dados usados nesta caracterização da ação do BNDES foram extraídos de: <http://www.bndes.gov.br/wps/portal/site/home/conhecimento/pesquisaedados/>.

Diante desses indicadores a preocupação com a ação do BNDES deveria ser não com a concentração de recursos, mas, ao contrário, com a sua pulverização. Dado que banco tinha um papel claramente definido na ampliação da infraestrutura e na diversificação industrial, a pulverização constitui uma indicação de que esses objetivos não foram plenamente logrados. Em outros termos, se de um lado, é inegável que a ação do BNDES no período 2009/2014, influenciou o aumento da taxa de investimento e a expansão de capacidade de uma ampla gama de setores, a pulverização pode ter dificultado essa ampliação naqueles setores mais intensivos em capital ou de maior risco que eram os eixos do programa desenvolvimentista.

Para além do já observado crescimento das operações indiretas que chegam próximas de 50% dos financiamentos do BNDES em 2013, as outras evidências da pulverização são:

a) Por setor de atividade: crescimento relativo liderado por administração pública, seguida de agropecuária e comércio e serviços. Infraestrutura e indústria permanecem praticamente constantes em termos reais, a despeito de liderarem ainda em valores absolutos.

b) Na infraestrutura: destaque é para Atividades Auxiliares de Transporte (armazenamento e atividade de entrega), seguida de Transporte Ferroviário e Telecomunicações, mas esses dois últimos itens com peso absoluto reduzido. Todos os demais segmentos estagnam ou declinam em termos reais

c) Na indústria, o segmento de commodities, com destaque para celulose e papel e extrativa, lideraram os desembolsos e o setor automotivo, continuou importante, em termos absolutos.

d) Nas áreas operacionais os destaques foram para o aumento de participação da Infraestrutura urbana e social, da agricultura de baixa renda e do fundo Amazônia, este último com muito pouco peso absoluto.

e) Nas operações indiretas, o Finame dobra o patamar e o Cartão BNDES triplica, embora o primeiro seja muito mais relevante em termos absolutos. O dado mais impressionante no Finame é o peso do financiamento de Caminhões e Ônibus, *vis a vis* o de bens de capital, ‘sem rodas’ propriamente ditos, que pesam apenas 23% do total contra 77% dos primeiros.

Essa perda relativa de foco do BNDES, expressa na pulverização pode ter resultado de fatores externos, como por exemplo, a morosidade do PIL (Programa de Investimento em Logística), ou do acirramento da concorrência internacional na indústria, ambos implicando uma redução da demanda por financiamentos. É duvidoso, se o BNDES teria autonomia para, isoladamente, fazer avançar os dois eixos estratégicos. Talvez, por esta razão, a sua atuação tenha perdido parcialmente, sentido estratégico.

À luz deste grande esforço de transformação estrutural contido nas políticas econômicas do Governo Dilma a pergunta de porque não deu certo é decisiva. Há elementos de concepção e gestão das próprias políticas que aparecem como fatores negativos, antes mesmo da política macroeconômica ortodoxa posta em prática em 2015, tais como: a inconstância da política macroeconômica, a perda de seletividade do BNDES, o represamento de preços da Petrobrás, a lentidão do programa de logística, as excessivas desonerações, num contexto mais amplo de baixa capacidade de negociação com os variados agentes econômicos. Porém, para entender o fracasso do experimento desenvolvimentista há que associar aos equívocos de política econômica mudanças mais profundas que vinham se processando na economia global, que se aceleraram após a crise de 2008, bem como o momento de desaceleração do ciclo doméstico.

À luz das políticas econômicas postas em prática no período 2011/2014, cabe aqui examinar, o argumento conservador que pode ser resumido na postulação de que a crescente desaceleração do investimento teria sido motivada por uma queda da rentabilidade das empresas, cuja explicação última estaria no aumento do custo salarial, em descompasso com o incremento da produtividade. Assim, o efeito teria sido o esmagamento das margens de lucro das empresas. O argumento está formulado, com algumas nuances em Cemec (2015) e IEDI (2016).

As postulações do Cemec (2015), podem ser analisadas de uma dupla perspectiva. A ideia de que as margens de lucro caem por conta do aumento do custo unitário do trabalho num contexto econômico no qual este aumenta mais do que os preços dos bens importados, dificultando os repasses nos preços, e portanto, a manutenção das margens é bastante questionável. Os próprios dados do trabalho mostram que a partir de 2011, a relação entre custo unitário e preços de importados declina continuamente, o que reflete a desvalorização do real, o

aumento relativo dos preços dos importados e a possibilidade concreta de repasses de preços.

O argumento mais consistente, embora também seja, por várias razões, questionável é o de que as margens se reduziram em razão do crescimento mais rápido dos salários *vis a vis* a produtividade, após 2009. Deixando de lado a discussão das razões mais profundas que sustentam esta trajetória, cabe indagar se o custo salarial unitário é o único determinante da margem de lucro? Ou, dito de outra forma, se o seu crescimento acima da produtividade não poderia ter sido compensado pelo comportamento mais favorável de outros elementos de custos, operacionais e não operacionais? Como mostrado anteriormente, a política econômica do Governo Dilma teve como um de seus eixos, a mudança de preços relativos com o intuito exatamente de ampliar a rentabilidade das empresas: redução de custo da energia, dos juros, desoneração fiscal e adicionalmente, desvalorização do real.

Volta aqui, a pergunta do porque as medidas não foram suficientes para assegurar, pelo menos a preservação da rentabilidade, condição necessária para ampliação dos investimentos. O trabalho do Iedi (2016) dá algumas pistas, e elenca dois argumentos: a despeito de insistir equivocadamente, no mesmo argumento do Cemec (2015), quanto a menor capacidade de repasse aos preços ante o aumento do custo salarial, dá ênfase a ampliação dos encargos financeiros das empresas.

Os dados utilizados no trabalho, de evolução das margens de lucro, mostram que entre 2011 e 2014, as margens brutas de lucro são estáveis, contrastando com as margens líquidas, que declinam. A razão substantiva para isto é sem dúvida, o aumento do custo das dívidas. Durante esses anos, enquanto os custos de produção, operacionais aumentam 4,6%, o custo das dívidas aumenta 80%. Dado que as taxas de juros domésticas caíram no período, a constatação é paradoxal. A solução do paradoxo está na consideração da taxa de câmbio.

O trabalho do Iedi (2016) constata o efeito negativo exercido na rentabilidade, pela desvalorização do real observada durante o período. Os números mostram seu impacto nos custos das dívidas, indicando que não somente as empresas exportadoras estavam endividadas em dólar, mas também as não exportadoras. Ademais da disseminação do endividamento em dólar pelas grandes empresas, cabe considerar outro efeito. Muito possivelmente, o aumento do coeficiente importado de insumos observado ao longo dos últimos

vinte anos, e acelerado após a crise, conforme documentado por Diegues e Rossi (s. d.) e destacado por Sarti e Hiratuka (2017), anulou parte dos ganhos da desvalorização ao impactarem negativamente os custos de produção.

Além da internacionalização assimétrica das empresas outro aspecto crucial dos setores produtivos é o seu caráter financeirizado que de acordo com informações do trabalho do Iedi (2016) é reafirmado após 2013. A despeito da não ampliação do investimento em ativo imobilizado, que constituem os ativos instrumentais propriamente ditos no *core business*, o referido estudo mostra a volta de um padrão de inversão concentrado na compra de novas empresas por meio de Fusões e Aquisições.

A proposição central deste capítulo é a de que o fracasso do experimento desenvolvimentista já se evidenciava em 2014, portanto antes da política macroeconômica ortodoxa posta em prática em 2015, certamente uma péssima escolha para enfrentar este fracasso. Para entender a incapacidade de transformar a estrutura industrial e a deserção dos industriais como base de apoio é necessário ressaltar não só as impropriedades da política econômica, mas a intensa e crescente concorrência chinesa nos mercados de manufaturas, interno e naqueles tradicionais, como por exemplo, a América do Sul, como demonstrado no texto de Bastos e Hiratuka (2017).

Outro aspecto crucial cujo peso vai crescendo ao longo do tempo até se tornar dominante foi o da dimensão política. Sua evolução passa a subordinar os acontecimentos econômicos moldando-os. O ressentimento latente das classes médias tradicionais, com a ascensão social das classes subalternas, e o conflito distributivo, acirrados com a desaceleração, transfiguram-se a partir de meados de 2013, com a sua crescente explicitação na política.

4 A crise: anatomia do desastre

A escolha de política econômica feita em 2015, optando por um ajuste macroeconômico ortodoxo cujo objetivo central era ganhar a confiança do mercado, certamente foi um equívoco, mas ela precisa ser qualificada e analisada. O ponto de partida é destacar que as opções disponíveis eram reduzidas, a despeito de se ter escolhido a pior. Ou seja, o fracasso do experimento desenvolvimentista já era evidente e a possibilidade de reafirmá-lo, inexistente. Isto porque o próprio fracasso gerou seus custos que aparecerem numa deterioração progressiva dos setores público e privado, famílias e empresas, e do setor externo. A responsabilidade da política macroeconômica

ortodoxa e do agravamento da crise política que se seguem têm um peso indiscutível, na transformação de um problema de fluxos em um desequilíbrio de estoques.

A proposta central da nova política econômica era a de recuperar a confiança do mercado, local e internacional, o que se expressava no objetivo principal de manter a classificação de risco, de grau de investimento, das agências de *rating*. Assim, havia de um lado, as medidas de corte de gastos visando aumentar e consolidar o saldo primário e de outro, a recuperação de tarifas e preços públicos, em especial energia e combustíveis, desonerando as contas públicas e retomando o papel do mercado na sua determinação. No âmbito dessa lógica, fazia parte abdicar de intervir no mercado cambial por meio dos *swaps*, com base no diagnóstico que o real foi mantido artificialmente apreciado durante 2014. O aumento da taxa de juros básica, para combater a inflação fechava o circuito.

À luz da trajetória da economia brasileira entre 2011 e 2016, é possível delimitar dois momentos bem definidos. Nos anos (2011/2014), o movimento predominante é o da deterioração dos fluxos, como resultado da desaceleração do crescimento. No biênio posterior (2015/2016), a característica essencial é a dos choques simultâneos, promovido pela política macroeconômica e a subsequente crise política, conduzindo à degradação dos balanços ou a uma recessão originada nesses últimos.

Há para o período, uma única exceção: o setor externo. A despeito do ciclo de liquidez internacional em declínio, mas ainda favorável, após 2010, a sólida posição do setor público como credor líquido - em razão do volume de reservas de cerca de US\$ 380 bilhões – e o mecanismo de autocorreção nas transações correntes, impediram a mudança de natureza da crise evitando que se transformasse em um problema de estoques. De acordo com os dados do Banco Central, o desequilíbrio de fluxo, expresso num déficit em transações correntes da ordem de 4,5%¹² do PIB, no início de 2015, foi progressivamente corrigido pela recessão, chegando ao final de 2016 à marca de 1% do PIB. Esse ajuste foi feito exclusivamente na conta de comércio e serviços, pois as rendas

(12) Um aspecto crucial no desempenho do Balanço de Pagamentos é a deterioração da conta de transações correntes: entre 2010 e 2014 o déficit salta de 1,5% do PIB par 4,5% do PIB, num contexto de desaceleração do crescimento doméstico. Ou seja, o desequilíbrio era inegável e precisava ser corrigido, não pelas quantidades como foi feito, mas, pelos preços relativos.

de capitais mostraram comportamento ligeiramente mais favorável, reduzindo seu déficit.

A conta financeira deteriorou-se, porém ainda foi suficiente para financiar o déficit corrente em declínio e importantes movimentos negativos dentro dela. Não ocorre hiato financeiro negativo no Balanço de Pagamentos, em todo período, exceto um pequeno valor de US\$ 2,8 bilhões em 2015, mas esse resultado global favorável esconde importantes movimentos, após este ano. Olhando em retrospectiva, a conta financeira se mantém fortemente positiva desde 2010, no patamar de US\$ 80 bilhões em doze meses, aumentando esse saldo de modo significativo para US\$ 100 bilhões em 2014. Ao longo de 2015 e 2016, a queda é contínua, até o patamar de US\$ 15 bilhões ao final desse último ano. Como o IDE mantém-se estável durante todo período, essa queda foi produzida pela redução dos investimentos em ações – que caem pela metade – mas, principalmente, pelas aplicações de renda fixa. Sua média de 12 meses cai de US\$ 45 bilhões positivos em meados de 2014, para US\$ 25 bilhões negativos ao final de 2016.

A partir desses dados é necessário qualificar a constatação de que no âmbito do setor externo, a crise não foi agravada permanecendo na esfera dos fluxos. Isto ocorreu de um lado, porque os desequilíbrios nas transações correntes foram mitigados por dois anos de recessão sem precedente histórico. De outro, porque os desequilíbrios, a despeito de ainda se aterem aos fluxos, se espalharam para a conta financeira. Outro aspecto que merece destaque é o do endividamento em dólar das empresas privadas cujo montante atingiu US\$ 75 bilhões ao final de 2016. Dessa perspectiva a deterioração do Balanço de Pagamentos é inquestionável.

No setor privado, em particular na indústria, uma grande parte das empresas vivenciava em 2016, uma situação Ponzi. Trabalhando com uma amostra de 269 empresas – 114 de capital aberto, excluindo Petrobrás e 155 de capital fechado, perfazendo 42% do faturamento da indústria de transformação – a pesquisa da FIESP (2016), conclui que mais da metade delas, (55%), em 2016, não gerou caixa suficiente para servir a dívida. Como se trata de uma amostra de grandes empresas muito provavelmente, as PMEs estariam numa situação ainda mais drástica.

Entre 2011 e 2104, as empresas têm o crescimento de seu fluxo de caixa reduzido e as dívidas aumentam, mas ainda a uma velocidade moderada. A relação dívida líquida/EBITDA, após saltar de 1,95 em 2010 para 2,63 em

2011, cai para o patamar de 2,20 até 2014. Assim, passado o choque inicial em 2011, ano no qual há uma redução absoluta do EBITDA, este último mantém um crescimento superior aos das dívidas revertendo a deterioração inicial. Entre 2011 e 2014, o fator principal de piora é o fluxo de caixa, pois no que tange às dívidas, enquanto a desvalorização do real empurra estas últimas para cima, a redução da Selic e dos spreads contém seu crescimento.

O quadro é diferente a partir de 2015, ano no qual se observa outro deslocamento brusco da relação dívida líquida/EBITDA. Do lado corrente, a recessão, a desvalorização cambial e o tarifaço, deterioram o fluxo de caixa, fazendo-o cair dois anos consecutivos. Mas, apesar de sua intensidade, este não é o efeito principal; o choque de juros e a depreciação do câmbio jogam o custo da dívida para níveis elevadíssimos. Em um ano, em 2015, a relação dívida/EBITDA, vai de 2,14 para 2,81, aumentando de novo para 3,25 em 2106¹³.

A situação das famílias, de acordo com os dados da Peic (2017), também se deteriora após 2015. A percentagem delas com algum tipo de dívida flutua em torno de 60%, entre 2011 e 2014, mas aumenta bruscamente em 2015, para 67%, para cair logo em seguida por conta de dois eventos extremos: o pagamento por aquelas que conseguem fazê-lo, em geral famílias de renda mais alta, e o *default* das famílias mais pobres. No primeiro período, a inadimplência lato senso declina, reduzindo-se tanto o número de famílias com contas em atraso quanto aquelas em *default*. Esse quadro muda radicalmente após 2015 com o choque de juros e aumento dos spreads. A inadimplência aumenta substancialmente tanto no que tange aos atrasos, que passam de 18% para 25% de todas as famílias endividadas, quanto para o *default*, que avança de 5% para 10% do total.

Outros indicadores atestam a extrema dificuldade das famílias. As dívidas que mais se ampliaram foram as de pior qualidade, de menor prazo e mais caras, em especial o cartão de crédito. No início de 2011, cerca de 70% das famílias endividadas, tinham dívida em cartão de crédito. Esse número aumenta suavemente, para 73% até final de 2014 e cresce abruptamente para 79% até março de 2016. Outras formas de dívida mais baratas ou de mais longo

(13) Outro indicador, a relação EBITDA/Despesa financeira, mostra com clareza o início da situação Ponzi: entre 2010 e 2014 ela cai de 2,19 para 1,53, mas é em 2015 que chega a menos de um, (0,78).

prazo como o consignado e o crédito imobiliário, se expandem no período, mas atingem um baixo percentual de famílias endividadas: 5% e 8% respectivamente¹⁴. O dado mais dramático das famílias é a evolução do *default*, medido como a percentagem das famílias que não têm condição de pagar as dívidas. Para as famílias de menos de 10 salários mínimos esta percentagem cai sistematicamente entre 2011 e 2014, atingindo o valor de 6% ao final deste último ano e quase dobrando (11,5%) ao final de 2016. Para as famílias com renda acima de 10 s.m. o comportamento é semelhante, crescendo a inadimplência de 2% no início de 2015 para 4,5% em agosto de 2016 quando passam a se livrar das dívidas amortizando-as. Nesses anos, a fuga do endividamento foi um comportamento generalizado nas famílias para as quais isto foi possível.

A situação do setor público é análoga a do setor privado e tem evolução semelhante. Entre 2011 e 2014, o saldo primário desaparece; de um superávit de 2,5% do PIB em 2011 para um pequeno déficit de 0,6% em 2014. Se o indicador for tomado no critério de doze meses, a deterioração é mais significativa, pois no pico, em julho de 2011 o saldo primário foi de 3,5% do PIB. Ou seja, a degradação foi evidente e de certa maneira paradoxal, pois a redução do saldo deveria ter estimulado a economia. Aliás, este padrão persiste em 2015 e 2016, quando, déficits primários crescentes são observados e a recessão aumenta.

A explicação econômica para este resultado está em dois fatores: em primeiro lugar, na forte desaceleração e posterior contração dos vários componentes da demanda efetiva, em segundo lugar, na variação e composição do gasto. Durante 2011/2014, a perda do superávit decorre muito mais da desaceleração do crescimento da receita do que do aumento do gasto. Além do caráter muito pró-cíclico das receitas, as desonerações tiveram seu papel neste resultado. Em 2015 e 2016, essas tendências são reforçadas porque, ademais, os gastos mantem-se constantes em termos reais. Além do caráter excessivamente pró-cíclico do regime fiscal brasileiro, e assimétrico, pois as

(14) A despeito de ser uma dívida mais barata, para os padrões brasileiros, o crédito imobiliário mostrou uma elevada inadimplência. De acordo com matéria do Estado de São Paulo, (http://economia.estadao.com.br/noticias/negocios_valor-de-imoveis-retomados-por-bancos-sobe-50-e-se-aproxima-de-r-10-bilhoes.70001644517), o número de imóveis retomados pelos bancos por falta de pagamento dobrou entre 2015 e 2016. Na Caixa Econômica Federal que concentra 70% do crédito imobiliário esse número saltou de 8.775 imóveis em 2015 para 15.881 em 2016.

receitas são mais elásticas ao crescimento do que as despesas, a sua composição teve papel relevante na desaceleração. Como indicado por Dweck e Teixeira (2017), os investimentos apenas mantêm a sua participação no PIB, isto se incluído o MCMV em contraste com as desonerações que ampliam-se em 0,5% do PIB.

A despeito de superávits primários decrescentes, entre 2011 e 2014, a dívida pública declina, na maior parte do período. A dívida líquida cai 8 pontos percentuais do PIB, entre janeiro de 2011 e janeiro de 2014, crescendo apenas dois pontos percentuais neste último ano. A dívida bruta, mesmo absorvendo todo o impacto da política de estímulo via bancos públicos e a compra adicional de reservas mantém-se rigorosamente constante no mesmo período e tal qual a dívida líquida, cresce apenas dois pontos percentuais em 2014. O fator crucial para a queda de ambas é a redução da carga de juros, entre meados de 2011 e 2014, para o menor patamar da história contemporânea do Brasil.

O quadro é completamente distinto em 2015 e 2016, biênio no qual a dívida bruta aumenta em vinte pontos percentuais do PIB, e a líquida, em doze. A despeito do crescimento do déficit primário para o patamar de 2%, ele tem muito menos relevância na explicação do aumento da dívida – o déficit nominal alcança o patamar de 10% do PIB, em 2015 e 2016 – movida, sobretudo pela carga de juros e, em menor escala, pelo custo dos *swaps* cambiais. Estes últimos pesaram significativamente, em 2015, representando cerca de $\frac{1}{4}$ do déficit nominal, por conta da desvalorização do real e do acúmulo de posições em 2014, visando impedi-la. Seu efeito final sobre as dívidas é ambíguo, não só porque a desvalorização reverte em 2016, como porque ela aumenta o contravalor em reais de parte dos ativos públicos, as reservas internacionais. Em resumo, sob o impacto dos desequilíbrios de estoques as dívidas voltam a um patamar – 55% para a líquida e 73% para a bruta – análogo ao do final do Governo FHC, reduzindo o espaço fiscal.

Conclusões

A tese, anunciada no início deste capítulo, era a de que o fracasso do experimento desenvolvimentista posto em prática no Governo Dilma Rousseff, só poderia ser compreendido pela interação de fatores de três ordens: estruturais, cíclicos e de política econômica. Posto de outra forma, os acertos e equívocos da política econômica teriam que levar em conta o pano de fundo,

ou condicionantes postos pela inserção brasileira na economia globalizada e pela desaceleração cíclica.

Do plano estrutural, dada a profunda abertura financeira da economia brasileira cabe ressaltar a relevância do ciclo de liquidez global como condicionante do ciclo doméstico, via preços de ativos e expansão do crédito, em moeda externa e mesmo em moeda local. Esta influência foi exacerbada e mais instabilizada, por conta das políticas de combate à crise nos países centrais. Na dimensão produtiva, a formação das cadeias globais de valor e a inserção assimétrica do Brasil, reduziu o papel do investimento nas fases de aceleração do ciclo. Isto também foi intensificado por conta do aparecimento de capacidade ociosa generalizada na Ásia, em particular na China e a arbitragem de investimento daí decorrente.

No âmbito do ciclo, o aspecto principal foi o esgotamento do dinamismo advindo da expansão do consumo. Seja por limites à melhoria da distribuição da renda advinda dos instrumentos utilizados – aumento do salário mínimo e transferências públicas – seja, principalmente, por impossibilidade de ampliar o crédito no ritmo anterior, era necessário mudar o modelo de crescimento e se não o mudá-lo completamente, pelo menos agregar-lhe novas fonte de dinamismo A busca da diversificação da matriz industrial e ampliação da infraestrutura constituíram-se nas prioridades escolhidas.

Diante dos constrangimentos apontados acima, os desafios da política econômica eram imensos. Eles exigiam desde logo, uma nova coalizão social capaz de dar suporte ao projeto. Há evidências suficientes para concluir que uma proposta desenvolvimentista fundada, de um lado, no fortalecimento e diversificação dos setores empresariais nacionais e de outro em políticas ativas do Estado e no aumento do seu protagonismo, não encontra suporte suficiente na sociedade. Não há mais *tout court*, estado desenvolvimentista no Brasil e muito menos uma classe empresarial cujos interesses estejam atrelados ao destino do país. O fracasso do experimento desenvolvimentista sugere uma financeirização e internacionalização elevada dos segmentos produtivos. Por sua vez, uma parcela muito expressiva da sociedade define seus apoios e preferências políticas de forma muito pragmática e baseada em critérios de curto prazo.

Alguns equívocos na operação da política econômica devem ser registrados, e que terminaram por agravar o quadro apontado acima. Uma baixa capacidade de negociação dentro e fora da coalizão foi uma característica

importante do Governo Dilma Rousseff. Mudanças frequentes no manejo dos preços macroeconômicos terminaram por gerar incertezas. Por fim, o uso inadequado de dois instrumentos poderosos como o BNDES e a Petrobrás, contribuiu para a perda de sentido estratégico das propostas. Ao fim e ao cabo, a opção equivocada de 2015, também colaborou para deixar a impressão de que os equívocos de política econômica foram os únicos responsáveis pelo fracasso desse experimento desenvolvimentista. Mas, como se procurou demonstrar esta é uma visão incompleta e superficial.

Bibliografia

AHMED; ZLATE (2014). Capital flows to emerging market economies: a brave new world? *Journal of International Money and Finance*, 48, p. 221, 248.

ALONSO, A. (2016). *A-política-das-ruas*. Disponível em: <http://www1.folha.uol.com.br/colunas/angela-alonso/2016/09/1816167-a-politica-das-ruas.shtml> *Novo mas nem tanto*. disponível em <http://alias.estadao.com.br/noticias/geral.novo-mas-nem-tanto-imp-,1048601>

AZEVEDO, J. S. G. (2017). *Petrobras no Governo Dilma*: preços controlados, dívida crescente, investimentos declinantes. Campinas: IE/Unicamp.

BALDWIN, R. (2013). Global supply chains: why they emerged, why they matter, and where they are going. In: ELMS, D. K.; LOW, P. (Ed.). *Global value chains in a changing world*. Geneva: World Trade Organization.

BALTAR, P.; SOUEN, J.; CAMPOS G. C. (2017). *Emprego e distribuição de renda*. Campinas: IE/Unicamp.

BASTOS, P. P.; HIRATUKA, C. (2017). *A política econômica externa do governo Dilma Rousseff*: comércio, cooperação e dependência. Campinas: IE/Unicamp.

BIANCARELLI, A.; ROSA, R.; VERGNHANINI, R. (2017). *O setor externo no governo Dilma e seu papel no colapso da economia brasileira*. Campinas: IE/Unicamp.

CARNEIRO, R.; ROSSI, P. (2014). 15 The Brazilian experience in managing the interest–exchange rate nexus. In: *FINANCIAL stability and growth: perspectives on financial regulation and new developmentalism*, 194.

CARVALHO, L.; RUGITSKY, F. (2015). *Growth and distribution in Brazil in the 21st century: revisiting the wage-led versus profit-led debate*. (No. 2015_25). University of São Paulo (FEA-USP).

CEMEC (2015). *Nota Cemic 06/2015, câmbio contribui para recuperação de margens e competitividade da indústria*. Cemic/Ibmec.

CENTRE ON FINANCE AND ECONOMIC GROWTH da Cheung Kong Graduate School of Business na China. Disponível em: <http://english.ckgsb.edu.cn/content/articles/>

CONTI, B.; BLISKTAD, N. (2017). *Impactos da economia chinesa sobre a brasileira no início do século XXI: o que querem que sejamos e o que queremos ser*. Campinas: IE/Unicamp

DIEGUES, A. C.; ROSSI, C. G. *Além da desindustrialização: transformações no padrão de organização e acumulação da indústria em um cenário de ‘Doença Brasileira’*.

DWECK, E.; TEIXEIRA, R. A. (2017). *A política fiscal do governo Dilma e a crise econômica*. Campinas: IE/Unicamp.

DE BOLLE, M. (2015). Do public development banks hurt growth? Evidence from Brazil. *Peterson Institute for International Economics Policy Brief*, Number PB15-16, September.

EUROPEAN UNION CHAMBER OF COMMERCE IN CHINA (2016). *Overcapacity in China: an impediment to the Party’s Reform Agenda*.

FIESP (2016). Situação econômica do país e a deterioração financeira da indústria de transformação. Nov. Disponível em: <http://az545403.vo.msecnd.net/uploads/2016/12/det.-financ..pdf>.

FMI (2016). *Brazil: 2016*. Article IV Consultation-Press Release; Staff Report; and Statement by the Executive Director for Brazil.

FRISCHTAK, C. R.; DAVIES, K.; CONSULTORIA, I. B. (2014). Desatando o nó da infraestrutura no Brasil: uma agenda de reformas. *Fórum Nacional: Visões do Desenvolvimento Brasileiro*.

GALÍPOLO, G. (2016). *Infraestrutura*. Conferencia no IE/Unicamp.

IEDI (2016). Sem Lucro, sem investimento. *Carta Iedi*, Edição 738. 24 jun. 2016.

MELLO, G.; ROSSI, P. (2017). *Do industrialismo à austeridade*. Campinas: IE/Unicamp.

MINISTÉRIO DA FAZENDA (2015). *Nota de análise sobre a desoneração da folha Secretaria de Política Econômica*. Ministério da Fazenda, Abr.

MINISTÉRIO DA FAZENDA (2015b) *Brazil Infrastructure*. Ministry of Finance Secretariat for Economic Monitoring. Year 1, Number 1, 18 Jun.

PEIC (2017). *Pesquisa Nacional de Endividamento e Inadimplência do Consumidor*. Confederação Nacional do Comércio. Disponível em: <http://cnc.org.br/central-doconhecimento/pesquisas/economia/pesquisa-nacional-de-endividamento-e-inadimplencia-do--26>.

QUADROS, W. (2015). *Paralisia econômica, retrocesso social e eleições*. Campinas: IE. Unicamp. p. 1-12. (Texto para Discussão, n. 249).

SARTI, F.; HIRATUKA, C. (2017). *Evolução da estrutura produtiva e do investimento no Brasil no período recente*. Campinas: IE/Unicamp.

SERRANO, F.; SUMMA, R. (2015). *Demanda agregada e a desaceleração do crescimento econômico brasileiro de 2011 a 2014*. Center for Economic and Policy Research.

SINGER, André (2015). Cutucando onças com varas curtas O ensaio desenvolvimentista no primeiro mandato de Dilma Rousseff (2011-2014). *Novos Estudos*, n. 102, jul. 2015.

UNCTAD (2013). Global value chains and development. *World Investment Report 2013*.

VITALI, S.; GLATTFELDER, J. B.; BATTISTON, S. (2011). The network of global corporate control. *PloS one*, v. 6, n. 10.

VOX/CEPR (2016). Quantitative easing – A VoxEU.org eBook. Edited by Wouter j. Den Han. Disponível em: www.cepr.org.