

# Política econômica e estabilização: uma breve análise da recessão brasileira

Manoel C. C. Pires\*

## Resumo

A economia brasileira atravessa um grave quadro recessivo fruto da exaustão de algumas políticas que contaminaram os instrumentos de política econômica e de uma combinação rara de choques negativos. Esse artigo apresenta uma breve interpretação da crise brasileira com algumas reflexões para a política econômica e a retomada do crescimento.

## Abstract

The Brazilian economy is in its deepest recession in decades caused by the need to revert some ineffective policies that caused a contractionary economic policy and by a rare combination of negative shocks. This paper presents a brief interpretation of Brazilian crisis with thoughts on economic policy and conditions to recovery.

**JEL Classification:** E32, E63, H63.

## 1. Introdução

A economia brasileira passa em 2016 pelo segundo ano de forte queda da atividade econômica. Uma concentração não usual de choques atingiu o país nesse período, comprometendo seu crescimento. Parte desses choques dificultou a operacionalização dos instrumentos clássicos de política econômica que pudessem reverter esse quadro recessivo.

Na medida em que a economia perdeu seus instrumentos de política econômica, o quadro recessivo se agravou, as expectativas se desestabilizaram e os prêmios de risco se elevaram. Nesse sentido, a recuperação da economia passa, necessariamente, pela recuperação dos instrumentos clássicos de política econômica.

Esse artigo tem por objetivo explicar as principais causas da recessão brasileira e como a atuação de curto prazo da política econômica ficou comprometida inviabilizando a estabilização da atividade. Por fim, o artigo conclui com algumas reflexões e desafios para a recuperação do crescimento.

## 2. A recessão brasileira

A economia brasileira passa por uma recessão bastante profunda cujo início se deu ao longo de 2014 quando o PIB cresceu apenas 0,5%. Em 2015 a situação se agravou e o PIB caiu 3,8%. Para 2016, as expectativas são de que ocorra uma nova queda do PIB superior a 3%. Dessa forma, esse triênio terá escrito a história da mais grave recessão que atingiu o Brasil

---

\* Pesquisador do IBRE/FGV. Foi Secretário de Política Econômica do Ministério da Fazenda e Chefe da Assessoria Econômica do Ministério do Planejamento. [manoel.pires@ipea.gov.br](mailto:manoel.pires@ipea.gov.br)

É possível afirmar que essa crise teve dois grandes períodos. O primeiro período foi marcado por um conjunto de políticas que não se mostraram suficientes para sustentar o crescimento econômico que a economia havia apresentado até 2011<sup>1</sup>. O segundo período se refere ao enorme conjunto de choques negativos que começam a atingir o país a partir de 2014. Durante a ocorrência desses choques, a política econômica teve muito pouco espaço para ser utilizada.

Parte importante desses choques se refere à reversão de algumas políticas aplicadas entre 2012 e 2013 que não podiam ser continuadas, como o necessário realinhamento de preços monitorados, a revisão parcial das desonerações tributárias (por exemplo, desoneração da folha e a cide) e a redução de subsídios fiscais e parafiscais tais como o fim das transferências para a Conta de Desenvolvimento Energético (CDE), aumento da TJLP e o fim do Programa de Sustentação do Investimento no BNDES e da redução do crédito público<sup>2</sup>.

Essa reversão produzia um impacto contracionista no curto prazo e gerava uma combinação de política econômica que impedia uma acomodação do ciclo, pois a aceleração da inflação demandava a elevação da taxa de juros. Por outro lado, a redução das desonerações e dos subsídios por si só já causavam uma contração fiscal moderada.

Outra parte desses choques negativos se refere a questões exógenas à política econômica que agravaram a situação da atividade econômica tanto pelos seus efeitos de primeira ordem, quanto pelos efeitos produzidos ao serem combinados com o processo de reversão das políticas aplicadas em anos anteriores.

Dentre os choques negativos que atingiram a economia é importante citar:

- 1) Termos de troca: queda de 17% entre julho de 2014 e dezembro de 2015 que foi reflexo da redução do crescimento mundial e, portanto, refletiu a queda da demanda pelos produtos brasileiros no mercado internacional.
- 2) Crise hídrica: capacidade de geração de energia atingiu um patamar próximo ao do racionamento de 2001 concentrado em São Paulo e no Rio de Janeiro. Nesse cenário, setores industriais tinham dificuldade de implantar projetos de investimento porque não tinham certeza de que haveria insumo disponível para ampliar a produção no curto prazo.
- 3) Realinhamento de preços monitorados: crescimento de 20,15% entre dez/14 a dez/15, percentual superior ao crescimento observado nos quatro anos anteriores. Esse movimento elevou a inflação temporariamente causando aumento dos juros e reduzindo a renda disponível do setor privado, particularmente das famílias, com forte impacto sobre o consumo e a oferta de crédito.
- 4) Desinvestimentos da Petrobrás: queda dos investimentos de 0,7 p.p. do PIB entre 2013 e 2015. Estimativas feitas à época indicam que o efeito na cadeia de petróleo e gás pode ter chegado a até 2,5 p.p. do PIB<sup>3</sup>.
- 5) Depreciação da taxa de câmbio: Entre agosto de 2014 e dezembro de 2015, a taxa de câmbio depreciou em termos nominais 70%. No curto prazo, esse efeito é contracionista porque muitas empresas que possuem acesso ao financiamento externo têm seus encargos financeiros elevados. Isso leva à revisão do plano de negócios para readequar a situação das empresas brasileiras. Esse processo é

---

<sup>1</sup> Para uma análise dessas políticas, ver De Paula, Modenesi e Pires (2015).

<sup>2</sup> Para um detalhamento do desafio fiscal tal como era possível ser visto à época em 2014, ver Barbosa (2015).

<sup>3</sup> Para considerações sobre a cadeia de petróleo e construção ver Borges (2016). Várias dessas estimativas feitas por analistas econômicos foram divulgadas amplamente pela mídia na época.

conhecido como *balance sheet recession*. Também encarece a aquisição de bens de capital importado, reduzindo o investimento<sup>4</sup>.

Na sequência desses choques, vários outros efeitos secundários aprofundaram a recessão como o aumento da taxa de juros, aumento do desemprego, a queda da renda, a contração do mercado de crédito e a redução dos investimentos públicos.

Com a dissipação dos choques mencionados, a expectativa é que a economia possa se estabilizar em 2017. Uma possível recuperação irá depender da agenda de política econômica a ser implementada e como ela combinará a administração das expectativas e a percepção de risco com os estímulos macroeconômicos de curto prazo necessários à retomada.

### 3. Política Econômica e Estabilização

O ajuste macroeconômico e os choques que atingiram a economia brasileira contaminaram os instrumentos de política econômica que não puderam atuar para estabilizar a economia. Qualquer estratégia de recuperação do crescimento requer a recuperação dos instrumentos clássicos de política econômica.

O crescimento dos preços monitorados elevou a inflação, medida pelo IPCA, a 10,7% em 2015. Nesse cenário, o Banco Central elevou a taxa de juros gradualmente até 14,25%. A aceleração da inflação impediu a política monetária de se adequar ao ciclo recessivo que estava se estabelecendo. Na medida em que esse choque se dissipar completamente, o Banco Central poderá estabelecer a flexibilização da política monetária de forma a estimular uma recuperação cíclica da economia. A velocidade em que fará isso ditará parte da intensidade da recuperação.

A outra parte vem da política fiscal que é um capítulo à parte. Após fechar o ano de 2014 com um déficit primário de 0,57% do PIB, o Governo Federal anunciou um programa de consolidação fiscal estabelecendo uma meta de resultado primário de 1,2% do PIB para 2015 e 2% do PIB para 2016 com o objetivo de estabilizar a dívida pública.

Na época do anúncio, a expectativa era de que a economia poderia se expandir em 0,8% em 2015. Na medida em que a situação econômica foi se deteriorando e o desempenho das receitas decepcionava, o Governo Federal começou a reduzir suas despesas para atender a legislação fiscal. Em julho, o governo anunciou a revisão da meta fiscal em um montante que se mostrou insuficiente para acomodar a queda adicional de receitas, mantendo parcialmente a contração. De acordo com a Secretaria de Política Econômica (2016), a política fiscal em 2015 foi contracionista em 1,1 p.p. do PIB<sup>5</sup>.

Por conta dos vários choques sobre a atividade, de um ambiente político que se acirrava e dificultava a aprovação de medidas importantes e em função da incerteza sobre o equacionamento da situação fiscal, os prêmios de risco se elevaram, contaminando as expectativas no setor privado<sup>6</sup>. Assim, um ajuste que significava uma revisão de políticas com pouco resultado, significou uma contração significativa sobre o crescimento da economia.

---

<sup>4</sup> Sobre os efeitos de uma recessão de balanços, ver Koo (2008). O efeito negativo do câmbio sobre a economia no curto prazo é um fato estilizado importante da economia brasileira. Com o crescimento do crédito nos últimos anos é possível que esse efeito seja menor, o que precisa ser investigado. Agradeço a um referee anônimo sobre esse comentário.

<sup>5</sup> Apesar de todo o esforço, o Setor Público encerrou o ano de 2015 com um déficit primário de 1,88% do PIB e a dívida bruta se acelerou de 53,9% do PIB para 62,1% do PIB em 2015, e deve encerrar 2016 próximo de 70% do PIB.

<sup>6</sup> Sobre o impacto dos prêmios de risco no setor privado, ver Panizza et. al (2009).

Dessa forma, a contração fiscal de 2015 acabou por concentrar os dois efeitos negativos da política fiscal sobre a atividade econômica reduzindo o impacto sobre a demanda agregada no curto prazo e contaminando a percepção de risco de *default*, encarecendo, assim, o custo de capital do setor privado.

Conhecer esses dois canais de transmissão e considerar a dinâmica da dívida é importante para entender plenamente os efeitos da política fiscal, como bem destacou Tobin

*"In my introductory remarks before the first lecture I referred to charges that standard macro models neglect "the budget government constraint" and therefore come to incorrect conclusions on the effects of fiscal policy. True enough, no equation for the government budget appears in a standard IS/LM model; whether it's omission is a source of error is another question" (1982, p. 74).*

Para ajudar a recuperar a economia, a política fiscal precisa atuar de forma expansionista no curto prazo, e ao mesmo tempo, iniciar um processo de consolidação que permita estabilizar a dívida e as expectativas bem como reduzir os prêmios de risco. Se conseguir realizar essa tarefa, a política fiscal irá concentrar seus efeitos positivos e contribuir para recuperar a economia.

Assim, o governo atual ampliou a meta de déficit primário, o que trará fôlego de curto prazo para a economia. No outro extremo, o governo introduziu um limite para o crescimento da despesa dado pela inflação do ano anterior. Essa combinação de medidas possibilitou a rápida redução dos prêmios de risco, o que também poderá ajudar na recuperação da economia.

Por outro lado, o limite de gastos como proposto produzirá relevante perda de graus de liberdade necessários à recuperação da economia. Além disso, dependerá de uma série de reformas para não comprometer os investimentos públicos e outros itens importantes no orçamento<sup>7</sup>. Esse processo de ajuste fiscal, portanto, requer parcimônia para que seja possível criar espaço no curto prazo para a economia se recuperar.

Se o ajuste fiscal não conseguir combinar adequadamente as medidas de curto prazo com as medidas estruturais de longo prazo, o esforço de recuperação do crescimento pode exigir muito da política monetária.

Nesse sentido, limitar excessivamente o manejo adequado dos instrumentos de política econômica pode dificultar uma recuperação econômica mais célere, principalmente se outros choques negativos ocorrerem ao longo dos próximos anos, como é comum observar na economia brasileira.

#### **4. Conclusões**

A recessão brasileira foi causada por uma sucessão de choques negativos que se abateram sobre a economia a partir de 2014. Alguns desses choques contaminaram a política econômica e impediram uma atuação estabilizadora por parte do governo.

Ao longo de 2016 muitos desses choques começaram a se dissipar, o que abre uma perspectiva de recuperação cíclica para a economia. A velocidade e a intensidade dessa recuperação dependerão da atuação da política econômica. Nesse sentido, a contribuição mais imediata deverá vir da política monetária.

O grande desafio está na política fiscal. Ao passo em que é necessário estabilizar o crescimento da dívida pública e reduzir os prêmios de risco, também é importante manter

---

<sup>7</sup> Ver Pires (2016).

uma política fiscal de curto prazo flexível. Assim, um ciclo de reformas estruturais de longo prazo é o caminho mais adequado para manter de forma crível a sustentabilidade fiscal sem contrair a economia no curto prazo.

A proposta de limite para o gasto propõe esse véu entre o curto e o longo prazo. No entanto, é difícil que ela compatibilize as necessidades da economia para se recuperar no curto prazo com uma agenda crível de reformas estruturais que recupere o resultado primário e estabilize a dívida pública por ser dura demais por um lado e pouco factível de ser cumprida pelo outro.

O ponto de partida da recuperação econômica deve ser a manutenção dos instrumentos de política econômica à disposição para utilização com equilíbrio e parcimônia de forma a coordenar corretamente as expectativas econômicas e gerar os estímulos de curto prazo necessários, sem comprometer a estabilidade econômica ou a percepção de sustentabilidade do país.

## Referências

Barbosa, N. (2015). "O desafio macroeconômico de 2015-18", *Revista de Economia Política*, vol. 35, 3, 403-425.

Borges, B. (2016). "A lava jato e o PIB", *Jornal Valor Econômico*, 11 de março de 2016.

De Paula, L. F., Modenesi, A. e Pires, M.C.C. (2015). "The tale of the contagion of two crises and policy responses in Brazil: a case of (Keynesian) policy coordination", *Journal of Post Keynesian Economics*, vol. 37, 3, 408-35.

Koo, R. (2008). "The holy grail of macroeconomics – Lessons from Japan great recession". John Wiley & Sons.

Panizza, U., Sturzenegger, F. e Zettelmeyer, J. (2009). "The economics and law of sovereign debt and default", *Journal of Economic Literature*, 47, 3, 651-698.

Pires, M. C. C. (2016). Análise da PEC 241. Nota técnica, IPEA.

SPE (2016). "Monitor de política fiscal: Resultado fiscal estrutural". Ministério da Fazenda, maio.

Tobin, J. (1982). "Asset accumulation and economic activity". University of Chicago Press.