

## Locomotiva Atolada

(12 / 06 / 2016)

Em artigo recente Affonso Pastore comparou o estado atual da economia brasileira como o de uma massiva locomotiva que saiu dos trilhos e está atolada em um pantanal. Para que possa voltar a andar será necessário um grande esforço para reassentá-la nos trilhos. A analogia na realidade é muito pouco construtiva, pois parece sugerir que a recuperação da economia tem como pré-requisito um grande ajuste fiscal, que para muita gente seria da ordem de uns 3 a 4 pontos percentuais do PIB. Só pode produzir pessimismo, pois é evidente que não há nenhuma condição política para se conseguir isto no curto (e mesmo no médio) prazo.

Na realidade o argumento está baseado numa formulação teórica de relevância prática altamente duvidosa, de que um forte ajuste fiscal pode reativar uma economia. Em artigo recente [Olivier Blanchard](#) denominou essa proposição de “Hoover-German”, e poderíamos ampliar para Hoover-German-Levy” em homenagem ao nosso recente ministro da fazenda que assumiu o cargo com o cândido discurso de que bastaria um ajuste fiscal para produzir a retomada imediata do crescimento. A sustentação empírica dessa doutrina é tão fraca quanto à da famosa curva de Laffer, aquela noção sistematicamente rejeitada no mundo real de que uma redução geral das alíquotas de impostos pode produzir um aumento da receita tributária. A evidência empírica também não deixa dúvida que qualquer ajuste fiscal tem forte impacto recessivo no curto (e possivelmente também no médio) prazo. Pode-se até construir um argumento teórico baseado numa economia com características muito especiais em que um ajuste fiscal produziria uma reativação da atividade produtiva através de seu impacto sobre expectativas e investimento. Na prática, porém, isto não tem a menor chance de dar certo e no caso brasileiro atual seria um completo suicídio político.

Felizmente a analogia da locomotiva atolada é equivocada e há uma visão alternativa otimista que também é muito mais realista, como veremos a seguir. Nessa visão a locomotiva apenas desacelerou, mas continua nos trilhos e existem diversos mecanismos de reversão da crise.

Vale a pena começar notando que a intensidade surpreendente da crise atual resulta em parte de uma mudança de metodologia do IBGE. Durante muito tempo o instituto não coletava informações diretas sobre a atividade do setor de serviços, que tem ponderação dominante no PIB, superior a dois-terços. Como consequência parcela significativa do PIB Serviços terminava mostrando um crescimento estimado proporcional ao crescimento populacional. Mesmo em momentos de forte crise, como no choque de Collor de 1990 ou na crise mundial de 2009, a forte retração da atividade na indústria praticamente não repercutiu na medida da atividade nos serviços. A partir de 2012 o IBGE com uma pesquisa mensal de serviços passou a mensurar muito mais corretamente o que ocorre no setor, e como consequência nesta crise o PIB Serviços deverá registrar uma queda acumulada superior a 4% em 2015-16. Note-se que na série histórica não temos nenhum outro episódio de variação negativa deste principal componente do PIB. Como contrapartida essa nova e mais correta medida do PIB Serviços vai produzir uma recuperação muito mais rápida do PIB total a partir do momento em que a atividade industrial começar a se mover.

Entre os mecanismos de reversão da crise o primeiro que podemos citar é o multiplicador-acelerador. Aprendemos com Keynes que um aumento exógeno de despesa, seja investimento ou gasto público ou exportação, produz uma cadeia

retroalimentada de aumentos de renda que terminam produzindo um aumento total que é um múltiplo do impacto inicial. Por outro lado sabemos que as decisões de investimento dependem não do nível do PIB, mas da expectativa de aumento futuro do PIB. A combinação desses dois mecanismos tem consequências importantes. Quando a economia entra em recessão e o PIB começa a cair os dois mecanismos atuam na mesma direção, um reforçando o outro. Essa queda, porém, não pode ser ilimitada já que eventualmente surgem indícios de que o movimento recessivo está sendo exagerado. O movimento defensivo de adaptação do setor privado à perspectiva recessiva termina por produzir distorções evidentes a nível microeconômico. As empresas começam a perceber que estão trabalhando com níveis excessivamente reduzidos de estoque e que os lay-offs de trabalhadores foram além do razoável. Os bancos também percebem que exageraram no aperto defensivo das condições para concessão de crédito. Surge então um processo incipiente de correção da atividade quando se generaliza a sensação de que o “fundo do poço” foi atingido. Nesse ponto multiplicador e acelerador atuam de forma combinada na direção da recuperação da atividade e o mecanismo tende a se retroalimentar com cada aumento do PIB gerando a expectativa de novos aumentos futuros e produzindo aumentos efetivos no presente que por sua vez são ampliados pelo multiplicador. Ou seja, não há um equilíbrio estável no fundo do poço. Quando se generaliza a percepção de que se chegou lá, imediatamente entram em operação mecanismos que tendem a produzir a recuperação da atividade.

No nosso caso outro mecanismo importante de reversão da crise é o que poderíamos denominar de superação do choque-Levy. Em seu bem intencionado esforço de corrigir as distorções existentes na economia, o ministro Levy produziu um monumental choque de alta nos preços administrados de serviços públicos, notadamente na tarifa de energia elétrica residencial, que impacta diretamente o IPCA (no item Habitação) e registrou uma alta acumulada em doze meses de 60% em março de 2015. Isto explica boa parte da aceleração na inflação em doze meses do IPCA que saltou de 6,5% ao final de 2014 para quase 11% ao final de 2015. Uma consequência altamente recessiva dessa aceleração inflacionária foi a redução do poder de compra efetivo da massa salarial. A massa real de salários na indústria, segundo CNI, registrou uma queda da ordem de 10% quando comparamos o momento atual com meados de 2015. Isto foi um dos fatores importantes para movimento recessivo, com impacto particularmente notável no mercado de bens de consumo não duráveis (tipo farmácia, alimentos, vestuário, em suma os chamados bens de salário), que acumula agora queda inédita na produção da ordem de 10% desde meados de 2014.

Uma característica importante do choque Levy foi sua natureza pontual, ou seja, produziu um único impacto (one-shot) sem desdobramentos no tempo. Como consequência os preços administrados devem operar agora no sentido de reduzir a inflação e, por consequência, aumentar o poder de compra da massa salarial, já que os salários tendem a ser indexados à inflação passada (ainda que agora apenas parcialmente em virtude da recessão). A recuperação do poder de compra dos salários vai também contribuir para acionar o mecanismo multiplicador-acelerador. Por outro lado a queda da inflação tende a criar condições para a redução da taxa de juros pelo Banco Central, o que também terá impacto estimulador sobre a economia.

Outro canal importante de reversão da crise são expectativas. O governo Temer recrutou uma equipe econômica de comprovada competência e excelente reputação o que por si só já atua favoravelmente sobre as expectativas. Em um livro recente Akerlof e Shiller (*Animal Spirits*, Princeton 2009) sugerem a interessante noção de um multiplicador de confiança, algo análogo ao multiplicador keynesiano de renda. Uma melhora da confiança, ainda que inicialmente tímida, aumenta o nível de atividade, o

que por sua vez produz melhoras adicionais de confiança e novos aumentos de atividade e assim por diante.

Além disso, a equipe econômica de Temer está adotando uma estratégia muito inteligente para resolução da crise fiscal. Não se pretende ou se espera um ajuste fiscal imediato de grande porte, da ordem de 3 a 4% do PIB. O que já foi conseguido é uma prorrogação da DRU que resguarda a flexibilidade do governo na administração orçamentária e está sendo implantado um teto constitucional para o valor real dos gastos do governo federal. Isto significa que ao longo do tempo as despesas públicas federais como percentual do PIB vão cair na mesma velocidade em que o PIB estiver crescendo. Se o PIB aumentar em média 2,5% ao ano ao longo de três anos teremos uma queda da ordem de 7,5% neste percentual que hoje é da ordem de 20%, o que deverá equivaler a uma melhoria no resultado primário da ordem de 1,5 pontos de percentagem do PIB. Dessa forma não se produz um ajuste fiscal drástico no curto prazo, evitando seu desastroso impacto recessivo, mas fica garantido que ao longo do tempo a posição fiscal vai melhorar de forma importante e continuada. Isto naturalmente eventualmente produzirá uma redução da relação dívida pública-PIB, que é o objetivo final da política fiscal. Pode-se projetar essa reversão na trajetória da dívida ocorrendo por volta de 2019-20 após atingir um valor de pico próximo a 80%. Ou seja, não será possível evitar um aumento da ordem de 12 pontos percentuais da relação dívida bruta-PIB no pior momento, o que nada mais é que a herança resultante do descontrole orçamentário e das pedaladas do governo Dilma. Por outro lado, porém, a estratégia dá aos investidores privados a garantia de que a posição fiscal será controlada e sustentável no longo prazo, que é em última análise o que interessa.

O ganho crescente de confiança também tem impacto de baixa na cotação do dólar, como já está sendo observado. Isto tende a reduzir a inflação o que por sua vez estimula o Banco Central a reduzir a taxa de juros. Como consequência temos uma nova fonte de estímulo para a atividade produtiva e também, o que é igualmente importante, um impacto fiscal favorável. Se imaginarmos, por exemplo, que a taxa Selic vai cair 4 pontos percentuais até o final de 2018, e temos uma dívida bruta da ordem de 70% do PIB, então estamos falando de um impacto sobre a dinâmica da dívida equivalente a uma melhoria no resultado primário da ordem 2,8 pontos de percentagem do PIB (=4% vezes 70%). Isto, somado ao impacto de 1,5% estimado para o teto dos gastos, produzirá um ajuste fiscal equivalente a 4,3 pontos de percentagem do PIB até o final de 2018, que é certamente suficiente para estabilizar a trajetória da dívida pública. Essa conclusão tende a reforçar a confiança na estratégia adotada o que por sua vez a torna ainda mais viável.

O último fator importante de reversão da crise é o comércio exterior. A desvalorização cambial já está tendo forte repercussão sobre as exportações, que mostram crescimento da ordem de 17% no indicador de quantum excluindo combustíveis entre o primeiro trimestre de 2015 e o mesmo trimestre de 2016. Isto pode ser o principal elemento exógeno que se precisa para colocar em movimento o mecanismo do multiplicador-acelerador. Infelizmente neste caso o próprio sucesso da política econômica, na medida em que melhora a confiança, atua no sentido de reduzir a cotação do dólar e desestimular as exportações. Como impedir isto e com que dosagem atuar na administração do câmbio é um dos grandes desafios a serem enfrentados agora pelo governo Temer.