

SEMINARIO INTERNACIONAL

# SALIDAS HETERODOXAS A LA ACTUAL CRISIS INTERNACIONAL

5 y 6 de noviembre de 2015

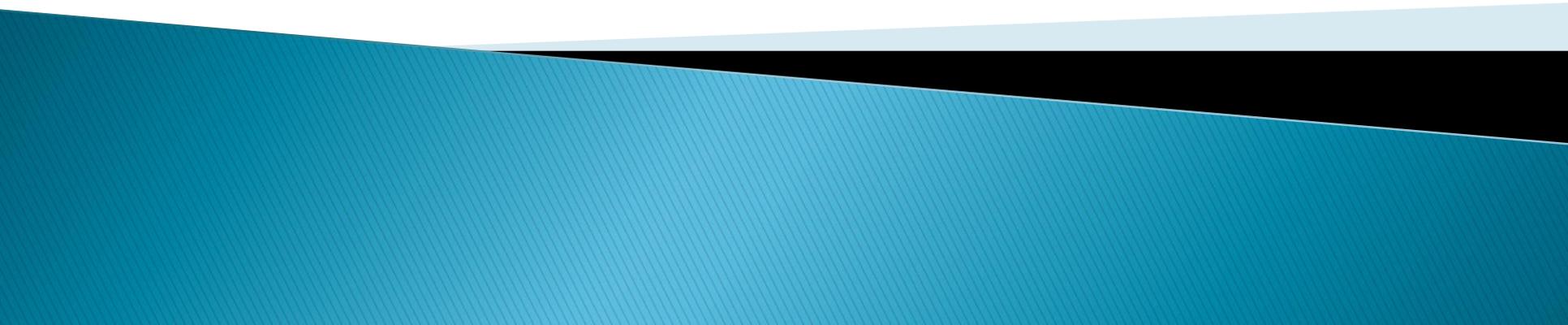
Hacia el



**II CONGRESO DE ECONOMÍA  
POLÍTICA INTERNACIONAL**

# Limitadores para a Política de Crescimento puxada pela Demanda Agregada & Impactos sobre a Taxa Básica de Juros no Brasil dos anos 2000

Marcus Cardoso – UFRJ

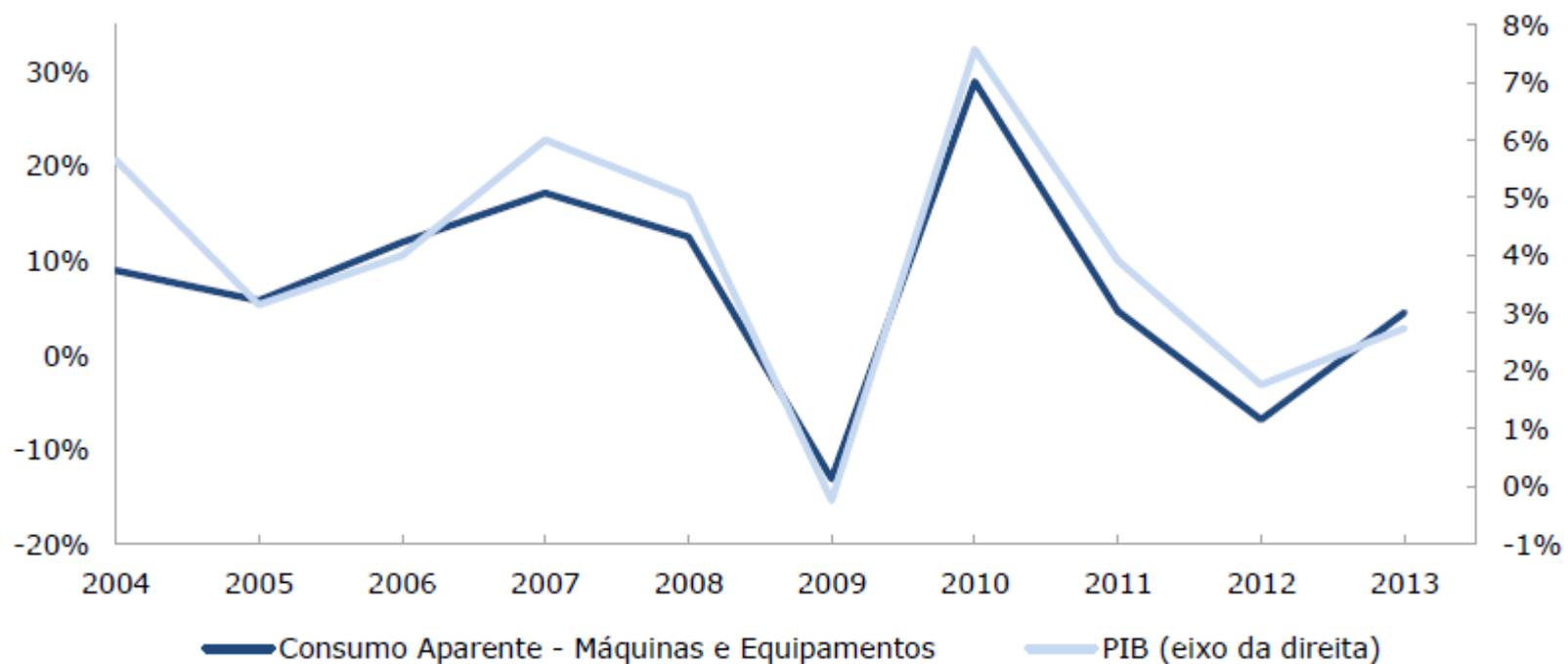


# Como se comportou o crescimento do PIB?

FIGURE 11

## Taxas de crescimento do PIB e do Investimento

Consumo Aparente de Máquinas e Equipamentos



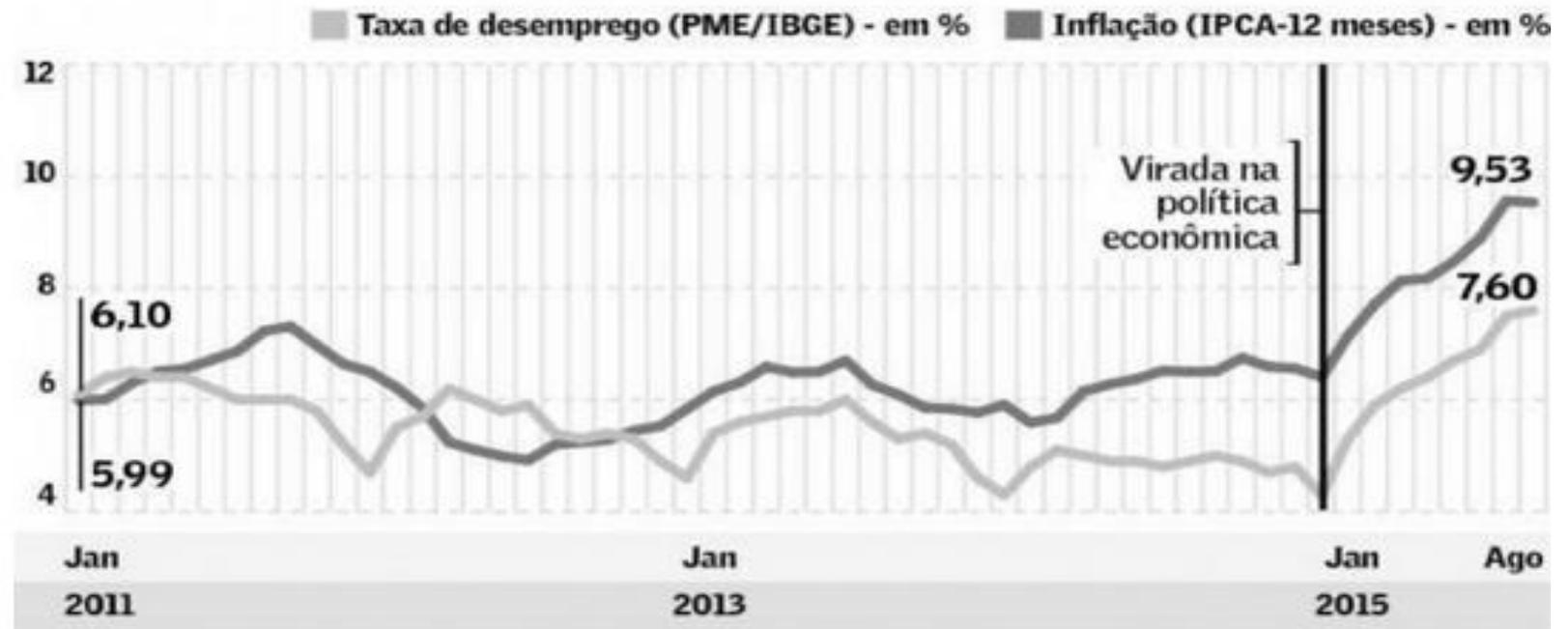
Fonte: IBGE/SCN; IPEA.

# Como cada componente da demanda se comportou?

Atividade econômica	2004-2010	2011-2014
PIB	4,4%	2,1%
Produção industrial	3,6%	-0,9%
Emprego Formal (média)	1.458	829
Taxa de desemprego	9,0%	5,4%
Demanda agregada	2004-2010	2011-2014
Consumo das famílias	5,3%	3,1%
Consumo da Adm Pública	3,2%	2,2%
Investimento	8,0%	1,8%
Máquinas e Equipamentos	12,3%	-0,7%
Construção	5,8%	2,8%
Exportações	5,2%	1,6%
Importações	13,4%	4,1%
Variáveis de política fiscal	2004-2010	2011-2014
Superávit Primário / PIB	3,2%	1,7%
Receitas do Setor Público	7,2%	1,2%
Transferências públicas para as famílias	5,6%	4,9%
Investimento das Empresas estatais (Federal)	16,3%	-2,7%
Investimento Adm Pública*	14,0%	-1,0%
Crédito para famílias	2004-2010	2011-2014
Crédito para habitação	21,5%	4,6%
Hipotecas	20,1%	29,3%
Salário Real (empregos formais)	2,9%	2,9%
Renda disponível real das famílias**	5,3%	1,2%

# Resultados

## Efeitos do ajuste



# Argumentos contrários à expansão do gasto público e do endividamento público

- 1) Se for conjugada com Política Cambial, pode impedir a redução da taxa de juros;
- 2) Ao reduzir a poupança, gera efeitos perversos sobre os juros
- 3) Vai provocar aumentos das taxas de juros;
- 4) Vai provocar perda do grau de investimento;
- 5) Vai gerar deficits externos, logo, crises de balanço de Pagamento, ampliando problema (2);

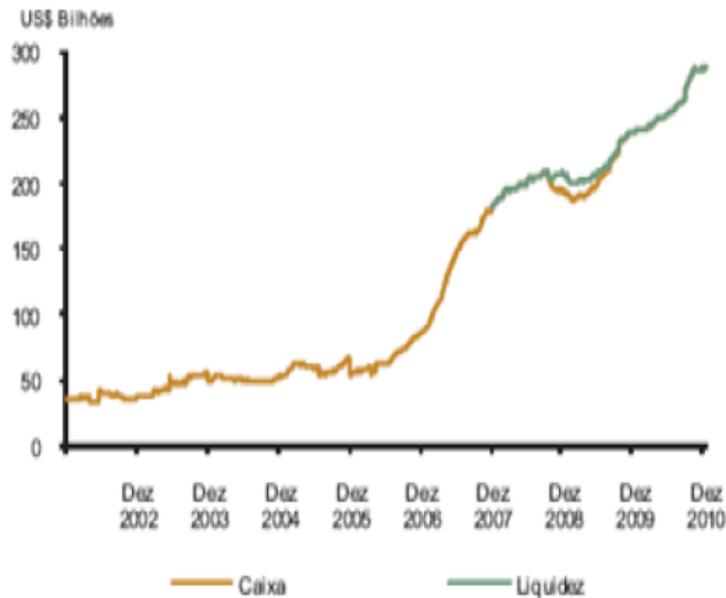
# Gasto e Dívida x Taxa de Juros

A política de esterilização (outro canal de aumento da dívida) para composição de reservas internacionais (fundamental para a redução da vulnerabilidade externa das economias periféricas) **PODE** gerar aumentos da taxa de juros (constrangimento à política fiscal)?

(Samuel – O pensador econômico da candidata Marina Silva)

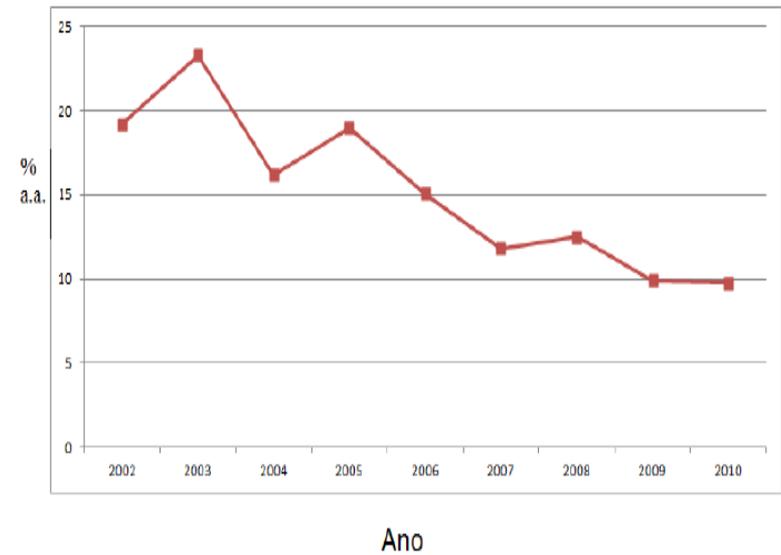
# Gasto e Dívida x Taxa de Juros (Reservas Internacionais x Taxa de Juros)

Figura 17 - Evolução do Estoque das Reservas Internacionais 2002-2010



Fonte: Banco Central do Brasil

Figura 18 - Evolução da Taxa SELIC média anual no período 2002-2010



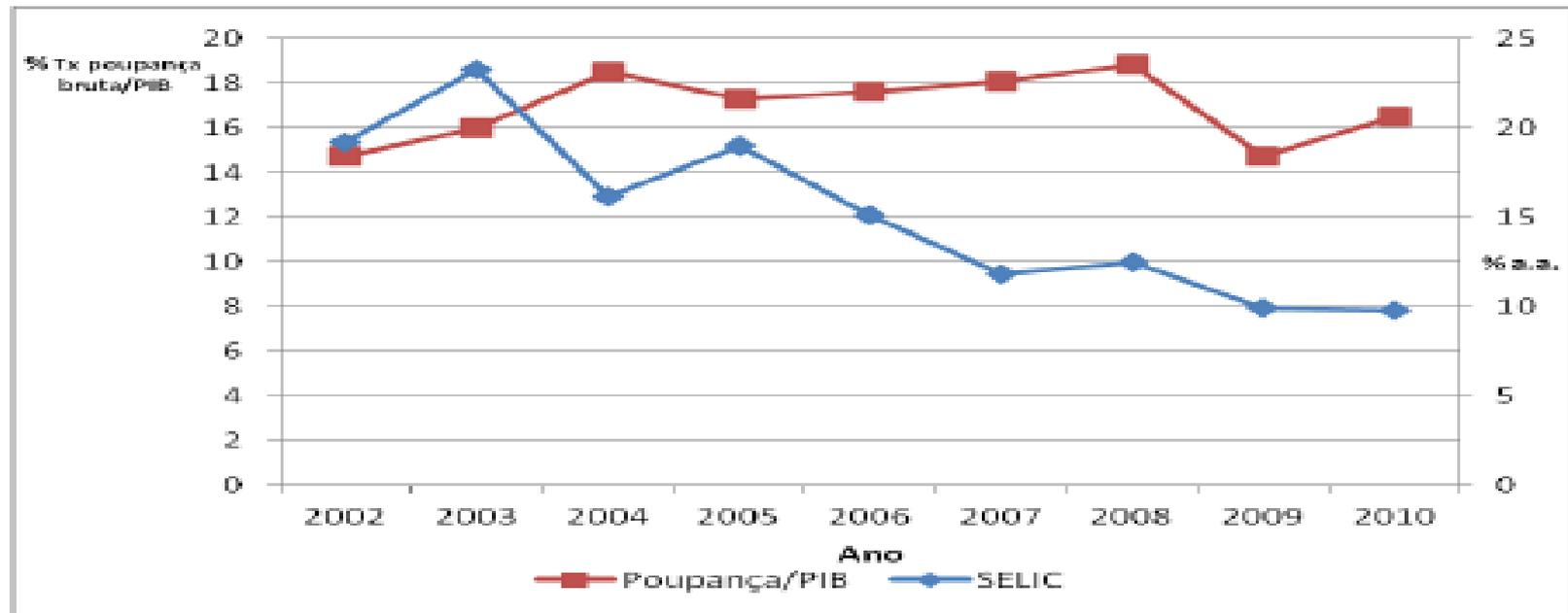
Fonte: Cetip

# Gasto e Dívida x Taxa de Juros

O aumento da relação dívida-PIB **PODE** gerar aumentos da taxa de juros (constrangimento à política fiscal)?  
(Tese Oreiro - Exponente Neo-Desenvolvimentista Brasileiro)

# Poupança x Taxa de Juros

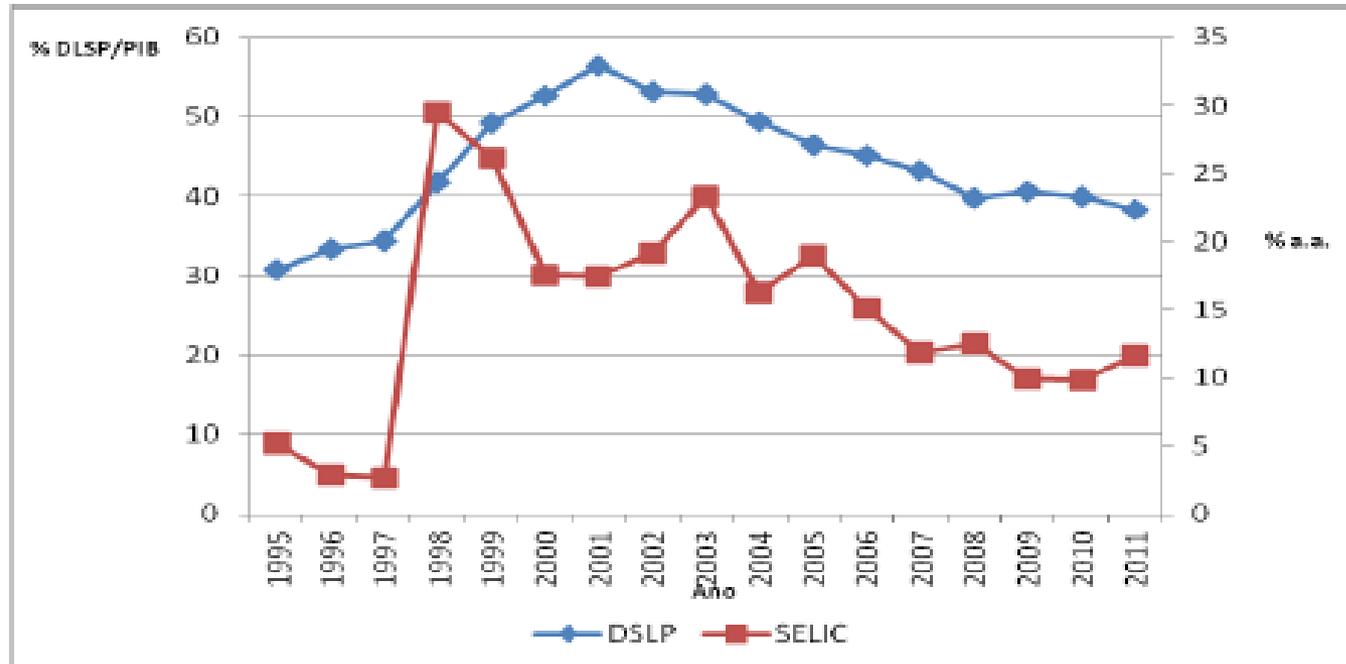
**Figura 19 - Taxa de Poupança Bruta versus SELIC entre os anos 2002 e 2010**



Fonte: Elaboração própria com base nos dados do Ministério da Fazenda (2010).

# Gasto e Dívida x Taxa de Juros

Figura 24 – Evolução da SELIC e da razão DLSP/PIB entre 1995 e 2011

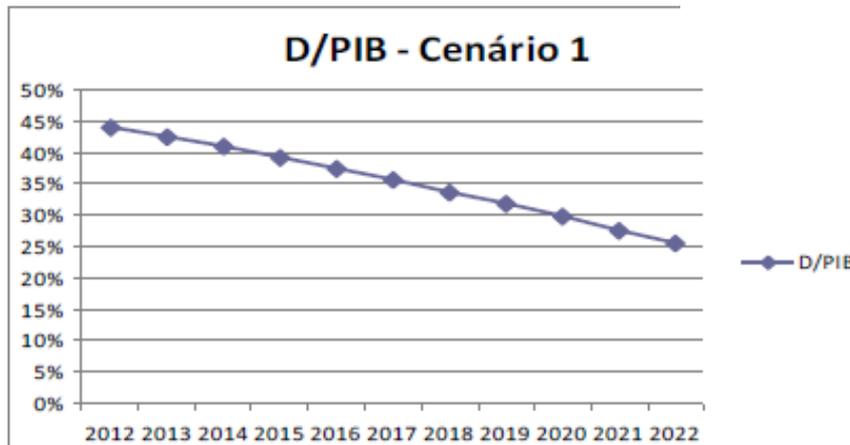


Fonte:Elaboracao própria com base em dados do Bacen

# Gasto e Dívida x Taxa de Juros

$$\Delta d = -s + d [(r-g)/(1+g)]$$

Onde: “s” é o superávit primário; “d” é a relação dívida/PIB inicial (2011); r a taxa de juros real e g é a taxa real de crescimento da economia.

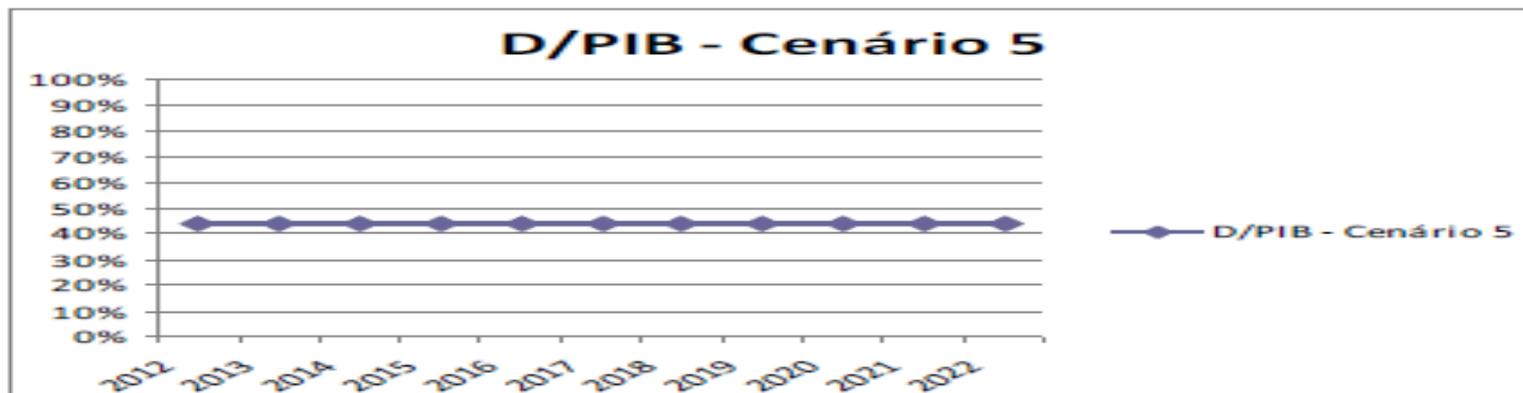


Fonte: Elaboração Própria. Banco Mundial e BCB.

O primeiro cenário considera a trajetória da relação dívida/PIB com base no seu valor de 2011 (44%), na taxa de crescimento média brasileira entre os anos 2002 e 2010 (4%), na taxa de juros real média dos últimos 10 anos (7,83%) e no superávit primário dos últimos 10 anos (3,22%). Com base nestes valores, pode-se projetar a evolução da relação dívida/PIB, a qual apresenta uma trajetória descendente, conforme ilustrado na figura a seguir, alcançando cerca de 25% em 2022.

# Gasto e Dívida x Taxa de Juros

Figura 40 – Resultados dos anos Lula, mas com taxas juros e crescimento dos emergentes e déficit primário



O quinto cenário considera os mesmos dados do primeiro cenário, porém utiliza como taxa de juros real a taxa média observada entre 2002 e 2010 nos países emergentes do G-20, exceto o Brasil, e a taxa média de crescimento econômico deste grupo de países. Além disso, este exercício considera que o país vá apresentar um déficit primário de 1% do PIB todos os anos no próximo decênio. Com base nestes valores, pode-se projetar a evolução da relação dívida/PIB, a qual apresenta uma trajetória estável até 2022.

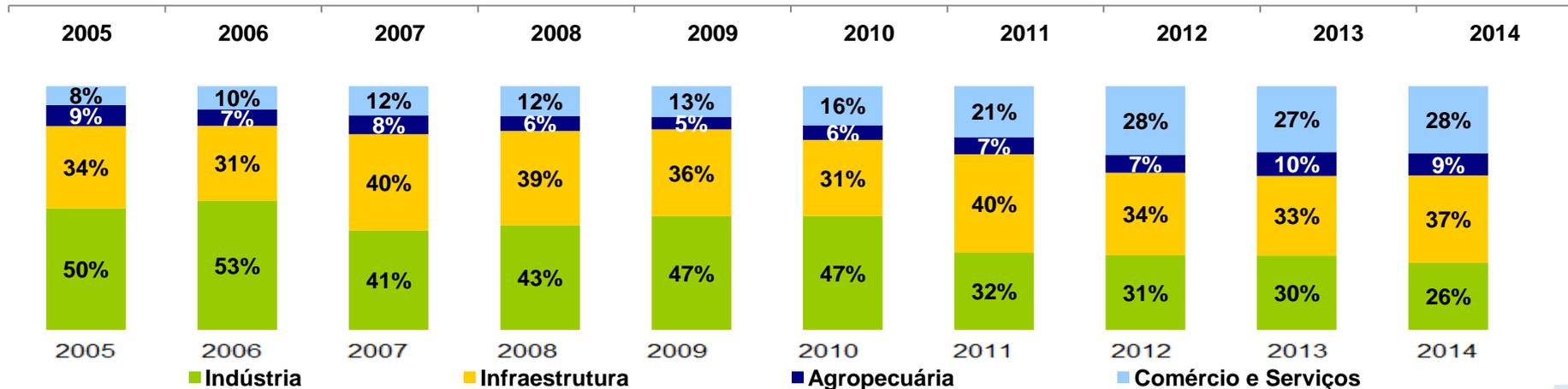
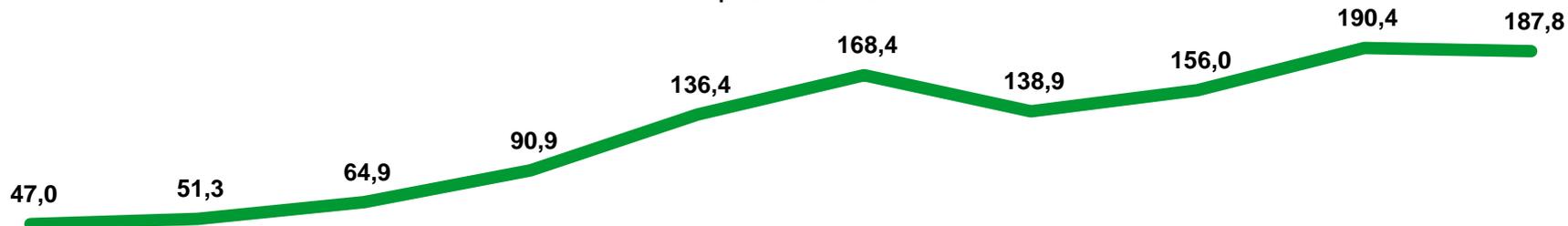
# Gasto e Dívida x Taxa de Juros

Mas e se a dívida pública aumentar para financiar a ampliação do investimento tanto público quanto privado por meio de transferências a bancos públicos (de desenvolvimento)?

Também pode provocar elevações da taxa de juros?

# BNDES – Desembolsos

R\$ bilhões



# Gasto e Dívida x Taxa de Juros

Mas e as tranferências ao BNDES???? (fiscal)

- 1) Custo Fiscal estimado em R\$ 184 bilhões nas próximas 4 décadas ou 0,1% do PIB !!!
- 2) Grande problema da tese: nao considera o impacto do investimento financiado pelo Banco sobre a arrecadação tributária (multiplicador)
- 3) Também desconsidera o “lucro” que o BNDES anualmente reverte para o Tesouro ! (R\$ 100 bilhões apenas no período 2009–2014)
- 4) Com estas considerações, o resultado tende a ser nulo ou até positivo !!!

# Gasto e Dívida x Taxa de Juros

## Mas e as transferências ao BNDES???? (Taxa de juros)

- a) A atuação do BNDES se dá exclusivamente sobre o investimento, mais especificamente sobre o investimento não-residencial e, sobretudo, sobre o financiamento de bens de capital. Portanto, seu impacto sobre a demanda é restrito e concentrado.
- d) Elasticidade dos juros básicos em relação a variações nos desembolsos do BNDES é relativamente baixa quando estimada em modelo macroeconômico.

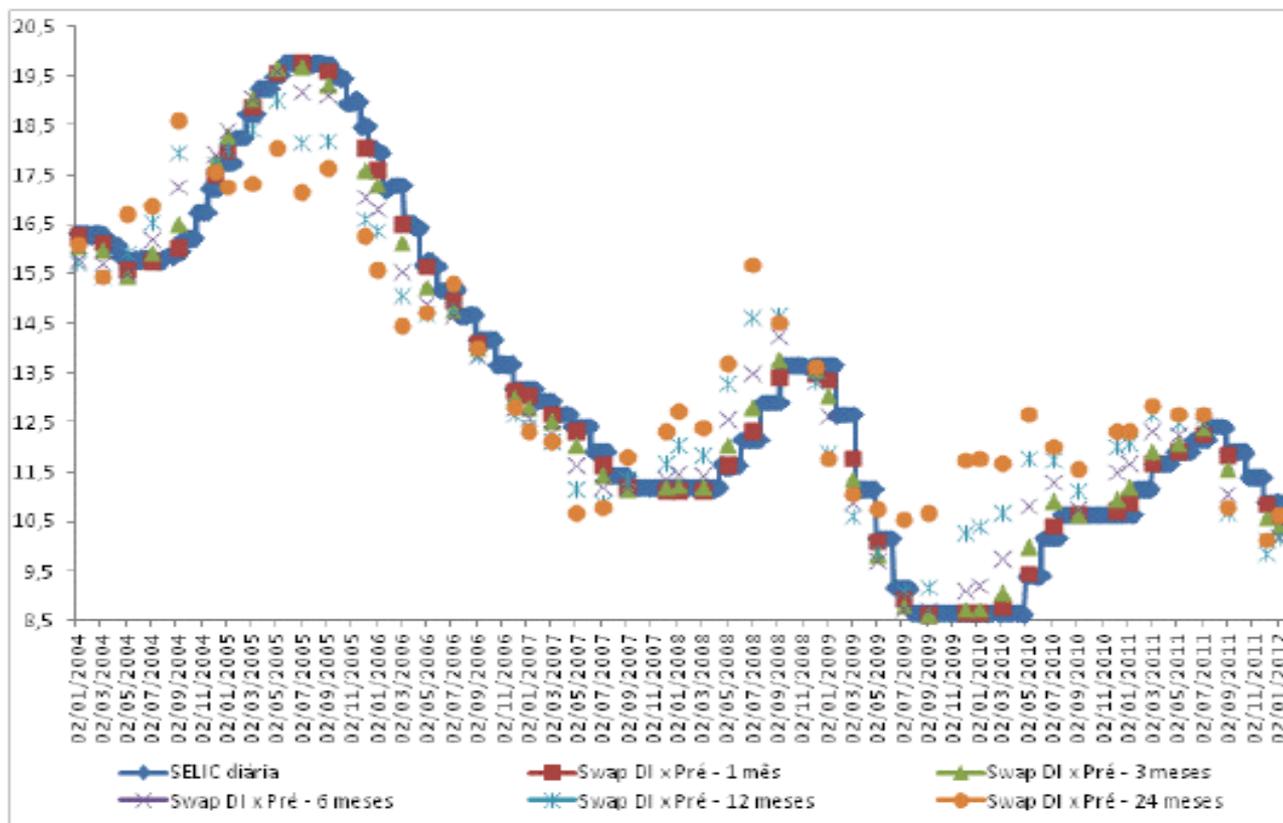
A partir da aplicação do modelo macroeconômico utilizado pela APE, realizamos exercícios para quantificar o deslocamento dos juros básicos em função de alterações nos desembolsos do BNDES. Como resultado, temos que: um aumento de 10% nos desembolsos (em termos reais) do BNDES, em um ano, gera um deslocamento de meros 0,08 p.p. na taxa Selic em relação a sua trajetória. Portanto, se considerássemos que os desembolsos do BNDES estivessem 30% acima do “ideal” (R\$ 195 bi previstos para 2014, frente a hipotéticos R\$150 bi) teríamos que a Selic estaria 0,24 p.p. acima do seu valor esperado (com BNDES = R\$ 150 bilhões). Em outras palavras, um corte de R\$ 45 bilhões no orçamento, em um ano, ajudaria a flexibilização da política monetária levando a selic de atuais 11% para 10,76%, coeteris paribus. O efeito é, de fato, pouco significativo.

# Gasto e Dívida x Taxa de Juros

O aumento da relação dívida-PIB **PODE** gerar aumentos da taxa de juros (constrangimento à política fiscal) de longo prazo e, por esta via, gerar aumentos na taxa de juros de curto prazo? (Tese Oreiro)

# Gasto e Dívida x Taxa de Juros

**Figura 25 – Curva de Juros de Curto Prazo x Curva de Juros de Longo Prazo**



Fonte: Elaboração própria. Dados em Banco Central e Bolsa de Mercadorias & Futuros (BM&F).

# Gasto e Dívida x Taxa de Juros

O aumento da relação dívida-PIB **PODE** gerar aumentos da taxa de juros (constrangimento à política fiscal) via agências de risco internacionais

(Tese Oreiro-De Paula -Sicsu)

# Gasto e Dívida x Taxa de Juros

Figura 42 – Relação entre prêmio de risco e taxa SELIC no período 2002 a 2011

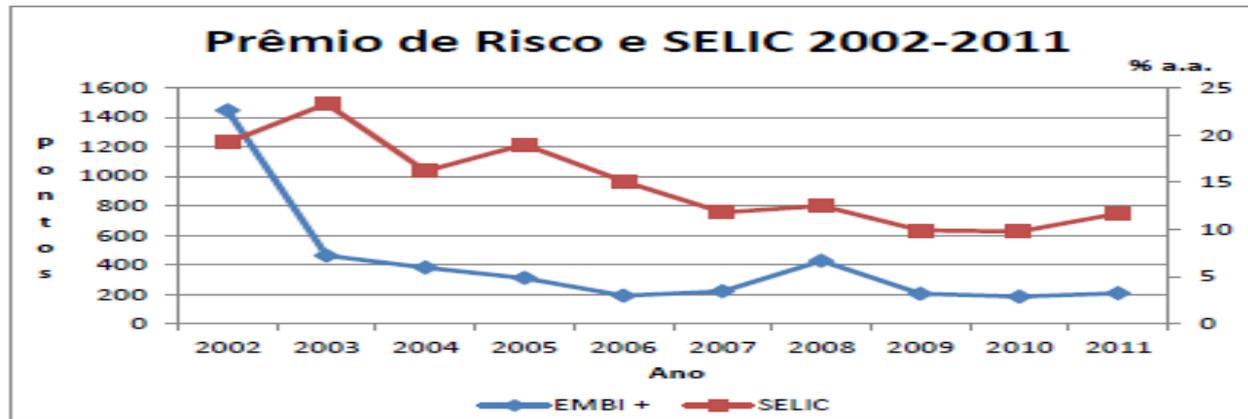


Tabela 6 – Relação do EMBI+ e taxa SELIC à luz das hipóteses Bresser e ortodoxa no período 2002 a 2011.

Ano	EMBI+	SELIC	H.B.	H.O.
2002	1446	19,2		-
2003	463	23,3	X	X
2004	382	16,2	C	C
2005	311	19	X	X
2006	192	15,1	C	C
2007	221	11,8	X	X
2008	428	12,5	C	C
2009	205	9,9	C	C
2010	186	9,8	X	X
2011	208	11,69	C	C

Fonte: Bradesco e Investor Brasil para o prêmio de risco e Banco Central para a taxa de juros.

# Quais são, de fato, os limitadores das Políticas Expansivas de demanda??

KALECKI:

The entrepreneurs in the slump are longing for a boom; why do they not gladly accept the synthetic boom which the government is able to offer them? It is this difficult and fascinating question with which we intend to deal in this article.

The reasons for the opposition of the 'industrial leaders' to full employment achieved by government spending may be subdivided into three categories: (i) dislike of government interference in the problem of employment as such; (ii) dislike of the direction of government spending (public investment and subsidizing consumption); (iii) **dislike of the social and political changes resulting from the *maintenance* of full employment.**

# Quais são, de fato, os limitadores das Políticas Expansivas de demanda??

**O Brasileiro é bem assistido??** Em 2011, o valor médio pago pelo governo federal equivalia a apenas 9% da renda média do brasileiro, enquanto que programas de garantia de renda equivalentes correspondiam a 63% da renda média na Dinamarca, 51% na Irlanda, 45% na Bélgica, 38% na Holanda, 36% na Espanha, 28% em Portugal e França, 23% na Alemanha e 22% na Inglaterra (Marcio Pochmann)

Taxa de desemprego e crescimento do salario (Serrano & Summa)

# Alternativas de Política Industrial: BNDES – O caso

TECNOLOGIA: SILÍCIO CRISTALINO								
TABELA 1: MÓDULO FOTOVOLTAICO								
		PERÍODO	2014 - Dez/2017		Jan/2018 - Dez/2019		Jan/2020 -	
Componentes		Nível de Exigência	Classif. Item	% de ajuste	Classif. Item	% de ajuste	Classif. Item	% de ajuste
MATERIAIS	Vidro, Policarbonato ou Acrílico	Fabricados no Brasil com conteúdo local		10%		10%		10%
	Backsheet	Fabricados no Brasil com conteúdo local		5%		5%		5%
	Encapsulante (EVA)	Fabricados no Brasil com conteúdo local		5%		5%		5%
	Junction box	Fabricados no Brasil com conteúdo local		5%				
	Frame (Moldura)	Fabricados no Brasil com conteúdo local						
PROCESSOS	Módulo	Processo de montagem do Módulo (conexão das células + sobreposição de materiais + laminação + emolduramento + conexão dos módulos + testes)		60%		40%		60%
	Célula	Processo de Fabricação das Células (Tratamento químico + dopagem + tratamento antirreflexo + Impressão dos contatos + testes)		30%		30%		
	Wafer	Processo de Fabricação dos Wafer (Fatiamento do lingote)		5%		5%		5%
	Lingote	Processo de Fabricação do Lingote (Fundição + cristalização do silício)		5%		5%		5%
	Silício Grau Solar	Processo de Fabricação Siemens (grau eletrônico) ou Metalúrgico (grau solar)		30%		30%		30%
FATOR DE NACIONALIZAÇÃO mínimo do MÓDULO - "Fator N" (%) (APENAS itens básicos)				60%		40%		60%

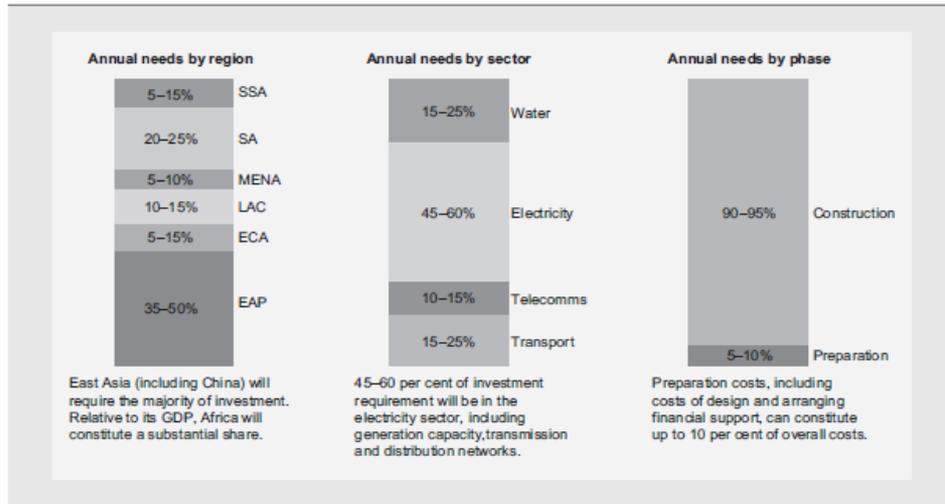
Itens Básicos
  Itens Opcionais
  Itens Prêmio

# Alternativas : NDB

Figure 1

Annual needs of developing and emerging economies for infrastructure, by region, sector and phase

(Per cent, \$1.8–2.3 trillion)

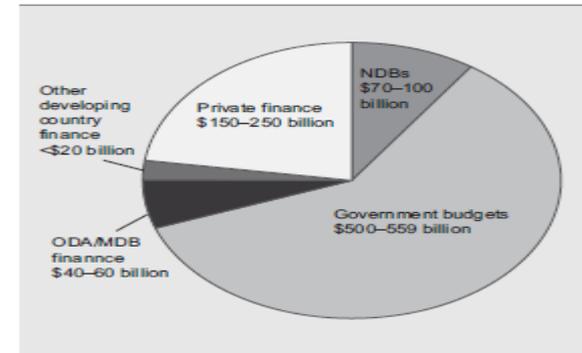


Source: Bhattacharya and Romani (2013).

Note: US\$ trillion per year (2008 real prices), capital investments only (excl. operation and maintenance costs); note the \$200–300 billion annual requirement for sustainability is assumed split in the same ratio as the other investments across regions, sectors and phases. EAP (East Asia and the Pacific), ECA (Europe and Central Asia), LAC (Latin America and the Caribbean), MENA (Middle East and North Africa), SA (South Asia), SSA (sub-Saharan Africa).

Figure 2

Current annual spending on infrastructure of developing and emerging economies, by source of financing



Source: Bhattacharya and Romani (2013).

Note: NDBs refer to National Development Banks, 'Other developing country finance' to South-South flows and ODA/MDB to Overseas Development Assistance/Multilateral Development Banks.