

24/08/2016 - 05:00

## O fundo do poço ainda está distante

Por **L. C. Bresser-Pereira e Thiago Moreira**

São frequentes as notícias e análises que afirmam que a economia brasileira atingiu o fundo do poço, mas elas estão mais calcadas no desejo do que em evidências empíricas. O desejo decorre do diagnóstico de que a atual recessão seria resultado direto dos erros de política macroeconômica do governo afastado.

Dentre os principais problemas macroeconômicos apontados estariam o descontrole dos gastos públicos e maior tolerância com a inflação. Na medida em que o governo interino, ao menos em seu discurso oficial, tem enfatizado como prioridade o reequilíbrio nas contas públicas, bem como o compromisso com a redução da inflação para a meta do Banco Central, os principais problemas seriam corrigidos, criando as condições para a melhoria nas expectativas e consolidação de um ambiente propício à retomada do crescimento.

Essa esperança vem ganhando adeptos entre os empresários industriais, conforme as últimas sondagens realizadas pelo Ibre/FGV. Desde o afastamento da presidente Dilma, o índice de confiança da indústria mostrou uma retomada significativa. Entretanto, além dos últimos índices ainda se encontrarem em níveis deprimidos em relação à média histórica, o próprio Ibre, em seu último boletim macroeconômico, fez a seguinte ponderação: "... no nosso entender, a ideia de que 'o pior já passou' merece qualificações".

### ***A inação do governo em socorrer com crédito as empresas é outro fator que irá retardar a recuperação econômica***

Três elementos devem retardar a recuperação da economia brasileira: a atual trajetória de revalorização da taxa de câmbio, a taxa de juros extremamente elevada e a inação do governo em relação ao elevado endividamento das empresas, sobretudo o externo.

A revalorização retira competitividade da produção nacional e do único componente de demanda que vinha apresentando uma trajetória consistente de recuperação - as exportações industriais. No primeiro semestre de 2016 as exportações brasileiras apresentaram crescimento, em quantum, de 11,9% na comparação com o mesmo período do ano passado. Com a revalorização do real, este estímulo ao investimento e à superação da recessão deixa de funcionar.

As restrições à retomada do consumo e investimentos são fortalecidas por uma segunda causa: a taxa básica de juros extremamente alta mantida pelo Banco Central em plena recessão. Com um nível de taxa de juros real básica tão alto (cerca de 6% ao ano), só uma rentabilidade excepcional justifica novos investimentos.

Na contramão desta análise, a nova rodada de apreciação da taxa de câmbio é também apontada pelos "otimistas" como outro fator positivo, reflexo da retomada na confiança nos investidores internacionais na economia brasileira. Ressaltam que um dos principais determinantes da recente valorização se associa às entradas expressivas de recursos externos na forma de investimentos estrangeiros diretos feitos no país, considerados como de maior "qualidade" frente às demais modalidades de ingresso de recursos externos (títulos de dívida, derivativos, empréstimos bancários). Destacam ainda que, com a estabilização da situação política, a entrada destes fluxos deverá ser ainda maior.

De fato, houve uma expansão interanual nos investimentos de 9,4% no primeiro semestre deste ano (de US\$ 30,9 para US\$ 33,8 bilhões). A expansão dos investimentos diretos estrangeiros deve, no entanto, ser entendida no contexto de grande dificuldade financeira das empresas para a rolagem da dívida externa.

O fundo do poço ainda está distante. Se a medida da taxa de câmbio no primeiro semestre de 2015 foi de 98%, neste mesmo período em 2016 houve queda para 58%. Têm sido intensas as saídas de recursos externos na forma de resgate de títulos de renda fixa e amortizações de empréstimos, muitos dos quais provavelmente obtidos por meio da venda de ativos (ou participações) a investidores estrangeiros.



Além de não representar um sinal de retomada no crescimento do investimento produtivo, a aceleração recente dos investimentos diretos deve dificultar ainda mais a obtenção de superávits em transações correntes quando a economia brasileira retomar o crescimento, na medida em que amplia os canais de remessas de renda ao exterior.

A inação do governo em socorrer com crédito as empresas é o terceiro fator a retardar a recuperação econômica. Uma das raízes da atual recessão está na queda gradativa, a partir de 2008, dos lucros das empresas em função da perda de competitividade, motivada pela valorização cambial, ao mesmo tempo em que seu endividamento aumentava de forma explosiva.

Segundo dados do BC, entre o primeiro trimestre de 2008 e o último trimestre de 2014 o endividamento externo do setor privado dobrou, passando de US\$ 136,3 para US\$ 273 bilhões. A expansão da dívida ocorreu ancorada em uma "onda de otimismo" que superestimou o crescimento, favorecida também pelo ciclo de redução nos juros internacionais e pela própria dinâmica de valorização cambial, que barateavam o crédito externo. A frustração das expectativas se tornaram evidentes a partir do segundo semestre de 2014, quando o preço internacional das commodities exportadas pelo Brasil caíram para cerca da metade, dando o sinal para que as empresas iniciassem um violento processo de desalavancagem e corte nos investimentos.

Houve erros bem conhecidos na gestão Dilma-Mantega, mas o maior deles ocorreu na gestão Dilma-Levy. Ao invés de partir em apoio das empresas endividadas, o governo subestimou o tamanho da crise, imaginando que um ajuste fiscal mais rigoroso restabeleceria a confiança, e assim cortou impiedosamente os investimentos públicos. Com essa política procíclica, as empresas reagiram e também cortaram violentamente seus investimentos, e a recessão tomou conta do país.

Este quadro começou a ser mudado pelo ministro Nelson Barbosa, quando se iniciou uma tentativa de retomada nos investimentos públicos. Após uma queda anual superior a 40% no ano passado, os investimentos mostraram expansão interanual de 8,3%, em termos nominais, no primeiro semestre de 2016 (R\$ 20,8 bilhões frente a R\$ 19,2 bilhões nos primeiros seis meses de 2015). Mas este movimento foi paralisado pelo governo interino.

Em suma, a depender do comportamento destas três variáveis (câmbio, juros e dívida do setor privado) o fundo do poço poderá se mostrar ainda mais embaixo ou, ao menos, a economia brasileira encontrará grandes obstáculos para a retomada de um crescimento mais robusto.

**Luiz Carlos Bresser-Pereira, professor emérito da FGV, foi ministro da Fazenda e da Administração federal.**

**Thiago Moraes Moreira é mestre em economia pela UFRJ e membro do Grupo de Reindustrialização.**