

Os novos contornos da economia global no pós-crise e suas implicações para a agenda de crescimento do Brasil

Luiz Awazu Pereira da Silva¹

Palestra na CCFB-Câmara de Comércio França-Brasil em São Paulo

8 de Maio de 2014 - Maison Saint Gobain

Introdução: nem Cassandras e nem Polianas

Estamos começando a sair de um paradoxo. A economia global está indo um pouco melhor, com o prosseguimento da recuperação dos EUA. O Brasil tem mostrado que está bem preparado para enfrentar o atual momento de transição do cenário global. Estamos sendo capazes de nos diferenciar por causa de nossas perspectivas, nossas respostas tempestivas de políticas macroeconômicas e nossos indicadores de progresso e estabilidade sócio-políticos. Existe um interesse crescente de investidores estrangeiros pelo Brasil, conscientes de nossos desafios de curto prazo mas também cientes das nossas oportunidades de médio-longo prazo. Apesar disso, ainda cultivamos aqui certo “pessimismo” que não é uma característica nossa, brasileira. Eu diria, e conhecendo bem, que é mais uma característica tipicamente “francesa”. Como explicar esse aparente paradoxo?

Uma possível razão é que tivemos um otimismo exagerado alguns anos atrás quando superamos rapidamente o pico da crise de 2008-2009. E que a este se substituiu um período de igualmente exagerado pessimismo em 2012 e 2013 por conta de falsos positivos e das dificuldades de saída durável da crise nos países avançados e também nos emergentes.

Mas, apesar disso, está começando a aparecer uma reavaliação mais equilibrada sobre as nossas perspectivas de crescimento de médio prazo que deve nos permitir observar melhor os novos contornos da economia global no pós-crise e as suas implicações para o Brasil. Vamos tentar usar mais pragmatismo e bom senso em vez de oscilar entre o excesso de euforia ou de pessimismo. Não devemos ser nem Cassandras e nem Polianas.

1. Estamos em uma “transição” da economia global que coloca novas questões sobre o crescimento futuro e as políticas macroeconômicas

É preciso primeiro entender que estamos numa transição da economia global onde todos, países avançados e emergentes, teremos que lidar com a complexidade do Novo Mundo Pós-Crise. Esta transição tem dado início à uma Nova Normalidade (“*New Normal*”), que comporta novos desafios analíticos e de *policy* (e.g., Blanchard e alii. (2012)).

¹ Diretor de Assuntos Internacionais e Regulação do Sistema Financeiro do Banco Central do Brasil (BCB). Esse texto reflete minhas opiniões pessoais que não devem ser atribuídas ao BCB.

Há questões de estrutura (e.g., tendências de crescimento, competitividade e produtividade) e de conjuntura (e.g., como deve agir a política econômica nessa transição e depois). Questões que vão nos desafiar nos próximos anos.

Do lado estrutural e do crescimento por exemplo, estamos começando a identificar e a tentar responder a questões difíceis. Qual será o novo patamar de crescimento no pós-crise nos países avançados, especialmente os EUA? Voltaremos a taxas elevadas do período pré-crise, 3 a 4% a.a., ou não? O que acontecerá com o ritmo de crescimento dos países emergentes, especialmente a China? Depois de muitos economistas terem sustentado a tese do descolamento, o *“decoupling”* entre os dois grupos de países, o pós-crise tem mostrado o contrário, uma tendência à desaceleração do crescimento dos emergentes que traz de volta para a discussão os temas do *“middle-income growth trap”*, ou *“armadilha de baixo crescimento”* onde depois de atingir certo nível de renda per capita média países emergentes encontram dificuldades para crescer mais.

Do lado conjuntural e da política econômica, temos a questão de saber se no pós-crise teremos que continuar a utilizar alguns dos instrumentos do período excepcional da crise (Bayoumi T. e alii (2014)) como os balanços dos bancos centrais e a comunicação explícita para influenciar a inclinação da *yield curve* e o nível dos juros longos. Por exemplo, está ocorrendo nos EUA uma saída progressiva das políticas não-convencionais (UMP), primeiro reduzindo (o *“tapering”*) os programas de compras de ativos (QEs). E se está conseguindo separar essa redução do QE de futuros movimentos de juros usando uma sinalização explícita (*“forward guidance”*) graças a uma comunicação sobre as condições, parâmetros a serem observados e o tempo desses momentos. Do lado dos países emergentes, termos que examinar se alguns instrumentos usados na crise, como medidas macroprudenciais para reduzir exuberância excessiva em mercados de crédito e ativos e medidas de gerenciamento de fluxos excessivos de capital (*“capital flow management”*) continuam a ter utilidade. Podem ou não mitigar o efeito da volatilidade desse processo de *“tapering”* nos EUA que produziu uma nova *“crônica de uma crise anunciada”* nos países emergentes, especialmente nos países com *“vulnerabilidades”* financeiras?

Essas questões têm consequências óbvias para o Brasil. Vou abordá-las, mas antes quero adiantar qual é o meu cenário base (sem levar em conta a variável Ucrânia):

O crescimento global e dos EUA após se completar o ciclo de recuperação econômica deve ser menor que o patamar que prevaleceu no pré-crise, mas será financeiramente mais regulado e sustentável; é provável que o crescimento da China venha a desacelerar mais é fruto de políticas conscientes e nada mais do que o resultado padrão do processo de desenvolvimento (é apenas uma *“convergence to the mean”* segundo Pritchett e Summers (2013)). Não se trata do prelúdio de uma nova crise de todos os emergentes. O *“tapering”* está sendo e continuará bem gerenciado pelo FED e já está, de certa forma, *“no preço”*. Não será um *“passeio no parque”*, haverá volatilidade. Mas ele produz um processo de reprecificação de ativos de países emergentes *vis-à-vis* os dos EUA que é normal, previsível e gerenciável. O Brasil anteviu e se preparou para enfrentar esses desafios. Temos que ser vigilantes e firmes na manutenção e no fortalecimento de nossa estabilidade macroeconômica e financeira sabendo que ela é necessária mas não suficiente. Para crescer mais, é preciso explorar nossos bolsões de produtividade (*“low hanging fruits”*) melhorando investimentos, clima de negócios, reduzindo custos e instigando o empreendedorismo e nossos *“animal spirits”*. Não há espaço para complacência nesse Novo Mundo e paga-se caro perder tempo na competição global. A boa notícia é que já estamos implementando uma agenda

de transformações para aumentar o investimento, especialmente em infraestrutura (e.g., concessões, etc.) que deve reduzir custos e melhorar nossa produtividade. Tudo isso nos traz uma perspectiva mais favorável do que parece hoje, mesmo se realmente acontecer esse Novo Mundo de menor crescimento.

2. O crescimento pós-crise global e dos EUA: menor mas mais estável?

Há uma série contribuições analíticas hoje em discussão que tentam projetar o que será o futuro novo normal do crescimento global, mas especialmente nos países avançados. Por vários motivos, nem sempre consistentes, aponta-se para um ritmo menor do que na última década. Os motivos mais canônicos são o tempo que é necessário para sair de crises de super-endividamento (Rogoff e Reinhart (2009)) nos países avançados; o final do super-ciclo de alta nos preços de commodities e de contribuição chinesa via preços ao aumento de consumo de manufaturados e à baixa inflação global; e o efeito cumulativo e difuso de uma regulação financeira mais rigorosa nos mercados de crédito. Há também outras teses, como a visão (Summers (2013)) que poderíamos estar entrando num período de estagnação prolongada como o Japão pós-bolha imobiliária. Por quê? Mesmo as atuais políticas não convencionais não são capazes de desfazer o estrago da crise² e gerar investimento e mais demanda nos níveis atuais de juros reais, por conta de maior aversão ao risco, excesso de poupança, queda estrutural de produtividade, etc. E há uma nova interessante perspectiva de longo prazo (Piketty (2013)). Usando uma rica base de dados seculares sobre crescimento da produção e da distribuição da renda, pode-se verificar que estaríamos apenas voltando a um crescimento médio histórico (1 a 2% a.a.) nos países avançados, depois de um período excepcional. Nessa visão, uma força desestabilizadora para o crescimento do produto é justamente a tendência “moderna do século 21” de maior concentração de patrimônio e renda com remuneração maior para o capital, criando um comportamento mais “rentista” e menos empreendedor.

Uma visão diferente (Greenspan (2013)) aponta para outro caminho talvez com mais crescimento. Mesmo reconhecendo (agora) que deve haver mais regulação financeira, o problema da dívida foi causado pela queda da poupança doméstica nos países avançados (em parte fruto do aumento do tamanho das transferências e programas sociais). Se isso for resolvido através de um novo “pacto social” nos países avançados (EUA e Europa), que deveria reduzir o tamanho dos déficits públicos, seria possível obter-se mais investimento sem aumento dos desequilíbrios externos, e como isso aumentar a produtividade e o crescimento.

² “Why should not the economy return to normal after the effects of the financial crisis are worked off? Is there a basis for believing that equilibrium real interest rates have declined? There are many a priori reasons why the level of spending at any given level of safe short-term interest rates is likely to have declined. These include (i) reduced investment demand, due to slower labor force growth and perhaps slower productivity growth; (ii) reduced consumption demand, due to a sharp increase in the share of income held by the very wealthy and the rising share of income accruing to capital; (iii) on a global basis increased savings and increased risk aversion, as governments accumulate trillions in liquid reserves; (iv) the continuing effects of the financial crisis, including greater costs of financial intermediation, higher risk aversion, and continuing debt overhangs; (v) continuing declines in the cost of durable goods, especially those associated with information technology, meaning that the same level of saving purchases more capital every year; and (vi) the observation that any given real interest rate translates into a higher after tax real interest rate than it did when inflation rates were higher.” (Summers (2013))

Ou seja, a Nova Normalidade está produzindo debates complexos para a economia global e é no mínimo difícil projetar o patamar de crescimento pós-crise dos países avançados, especialmente EUA, Zona do Euro e Japão (e.g., ver Tabela 1). É ainda difícil discernir uma resposta analítica robusta para saber se as perspectivas de crescimento de longo prazo pós-crise nos países avançados são menores ou não. E não temos dados empíricos suficientes para testar as hipóteses dessas diversas visões do Novo Mundo. O que se pode dizer hoje é que as questões são polêmicas, os debates acalorados na academia, mídia, nos organismos internacionais, no G20, etc. e giram em torno de temas que são também apaixonadamente debatidos no Brasil: o crescimento financiado por crédito e/ou poupança externa; o novo nível de juros reais que permitiria uma retomada dos investimentos de maior risco; o tamanho do Estado e de seus programas de apoio à economia; o sinal e o tamanho dos multiplicadores fiscais; etc. Não somos só nós no Brasil que estamos debatendo de maneira apaixonada as direções de nossas economias. Fazemos parte dessa Nova Normalidade.

Tabela 1: Crescimento e Inflação em Países Selecionados (em % a.a.)

| | 1980s | | 1990s | | 2000-2007 | | 2008-2011 | | 2012 | | 2013 | | 2014 | | 2015 | | Projeção MP (2019) | |
|-----------------------|-------|----------|-------|----------|-----------|----------|-----------|----------|------|----------|------|----------|------|----------|------|----------|--------------------|----------|
| | PIB | Inflação | PIB | Inflação | PIB | Inflação | PIB | Inflação | PIB | Inflação | PIB | Inflação | PIB | Inflação | PIB | Inflação | PIB | Inflação |
| Mundo | 3,2 | n/a | 3,1 | 17,5 | 4,2 | 4,0 | 2,9 | 4,1 | 3,2 | 3,8 | 3,0 | 3,3 | 3,6 | 3,7 | 3,9 | 3,5 | 3,9 | 3,4 |
| Países Avançados | 3,1 | n/a | 2,8 | 2,8 | 2,6 | 2,2 | 0,4 | 1,8 | 1,4 | 1,7 | 1,3 | 1,2 | 2,2 | 1,6 | 2,3 | 1,7 | 2,1 | 1,9 |
| Países Emergentes | 3,5 | n/a | 3,7 | 54,5 | 6,6 | 6,8 | 5,7 | 6,7 | 5,1 | 6,0 | 4,7 | 5,4 | 4,9 | 5,7 | 5,3 | 5,3 | 5,3 | 4,6 |
| EUA | 3,1 | 5,1 | 3,2 | 2,9 | 2,7 | 2,8 | 0,3 | 1,8 | 2,8 | 1,8 | 1,9 | 1,2 | 2,8 | 1,5 | 3,0 | 1,7 | 2,2 | 2,0 |
| Alemanha & França (*) | 2,1 | 4,9 | 2,0 | 2,0 | 1,9 | 1,9 | 0,4 | 1,6 | 0,5 | 1,8 | 0,4 | 0,6 | 1,4 | 1,2 | 1,5 | 1,3 | 1,6 | 1,7 |
| Japão | 4,4 | 2,4 | 1,5 | 1,1 | 1,5 | -0,2 | -0,6 | -0,4 | 1,4 | -0,2 | 1,5 | 1,4 | 1,4 | 2,9 | 1,0 | 1,9 | 1,1 | 2,0 |
| China | 9,8 | 14,5 | 10,0 | 7,8 | 10,5 | 2,1 | 9,6 | 3,0 | 7,7 | 2,5 | 7,7 | 2,5 | 7,5 | 3,0 | 7,3 | 3,0 | 6,5 | 3,0 |
| Índia | 5,5 | 8,7 | 5,8 | 9,5 | 7,1 | 4,8 | 7,3 | 10,7 | 4,7 | 10,4 | 4,4 | 8,1 | 5,4 | 8,0 | 6,4 | 7,4 | 6,8 | 6,0 |
| México | 2,4 | 74,0 | 3,5 | 20,2 | 2,7 | 4,9 | 1,4 | 4,6 | 3,9 | 3,6 | 1,1 | 4,0 | 3,0 | 4,0 | 3,5 | 3,7 | 3,8 | 3,0 |
| Brasil | 3,0 | 468,7 | 1,7 | 674,4 | 3,5 | 7,0 | 3,8 | 5,7 | 1,0 | 5,8 | 2,3 | 5,9 | 1,8 | 5,8 | 2,7 | 5,4 | 3,5 | 4,7 |

Fonte: International Monetary Fund, World Economic Outlook Database, April 2014
 (*) média simples, Alemanha ocidental antes da unificação

3. O crescimento na China e Mercados Emergentes: “nova crise inevitável” ou apenas um “soft landing” e/ou “convergence to the mean”?

E quanto ao crescimento das economias emergentes? Até poucas semanas atrás havia um pessimismo generalizado, uma espécie de “Crônica de uma Morte Anunciada” que o Brasil teve que criticar, contestar e refutar, em várias reuniões internacionais. Qual era a história que se contava então?

Era uma versão da fábula da Cigarra e da Formiga, onde havia a presunção de que as economias emergentes se beneficiaram do “dinheiro fácil” das políticas de juro zero nos países avançados, e permitiram o relaxamento excessivo de suas políticas domésticas; houve deterioração de fundamentos (por exemplo, criando-se “bolhas” de ativos, excesso de crédito, elevados déficits em conta corrente, pressão inflacionária, relaxamento fiscal e aumento da relação dívida/PIB, e de financiamentos externos para empresas e governos, etc.). Como não houve reformas estruturais nos bons tempos, teríamos perspectivas de menor crescimento no futuro. E, nessa história, as economias emergentes estariam todas indo na direção errada, rumando para uma “tempestade

perfeita". Com maior vulnerabilidade dos seus balanços à "paradas súbitas" dos fluxos de financiamento, os emergentes estariam à beira de suas habituais crises cambiais e financeiras.

Lembrem-se que essa narrativa se difundiu, e tornou-se popular, com novas siglas de *marketing* sendo criadas, tais como "Os Cinco Frágeis" ("*The Fragile Five*"), o inexorável declínio ou até mesmo o "*crash*" dos BRICS, etc. A maioria das análises que embasaram essas narrativas foram feitas mediante simples comparações "*cross section*" estáticas "plotando" em gráficos sugestivos a depreciação da taxa de câmbio nominal durante 2013 e qualquer outra variável que mostrasse uma (insustentável) necessidade de financiamento externo. E a projeção dinâmica subsequente dessa história usava a velha e conhecida espiral do macro populismo dos anos 70-80 (Dornbusch e Edwards (1991)): desvalorização cambial descontrolada sendo repassada à inflação, aumento das expectativas inflacionárias, redução do crescimento da renda, maior estímulo fiscal, mais déficits e dívidas, maior expansão monetária, inflação mais elevada, e assim por diante. A "prova cabal" desse cenário parecia ter sido encontrada no movimento de aversão ao risco que ocorreu a partir do discurso do Chairman Bernanke em 22 de Maio de 2013 que começou a sinalizar a possibilidade da redução dos estímulos monetários nos EUA, o "*tapering*". Para a maioria dos analistas então, a conclusão era automática e inevitável: depois de complacência excessiva e da fase de exuberância, ou seja, depois do tempo do "dinheiro fácil" e do super-ciclo altista das "*commodities*", teríamos anos sombrios com a reversão dessa fase positiva. Os emergentes iriam entrar em crise e na sequência, sem investimento, sem reformas e com baixa produtividade, na "armadilha de baixo crescimento de renda média" e da "crise de meia- idade" (ilustrado por Eichengreen and alii. (2013)). Esses cenários, estavam inclusive presentes em todas as discussões em fóruns renomados como Davos no começo desse ano.

Podemos e devemos reconhecer que os temores sobre as versões antigas ou modernas de populismo macroeconômico são legítimos, e que há uma questão que os mercados muito corretamente se perguntaram: como, depois da "festa de dinheiro fácil", poderiam as economias dos países emergentes fazer ajustes em suas políticas? Seria feito a tempo? Seria suficiente? A resposta era geralmente não, não e não.

Quero prosseguir mostrando que se a questão é legítima, muitas respostas foram simplistas, algo caricatural e não corresponde à situação nem de todos os países emergentes e certamente muito menos a do Brasil. O crescimento da China em particular vai desacelerar mais não é nada mais do que o resultado padrão do processo de desenvolvimento (é apenas uma "*convergence to the mean*", ou seja, a volta a um ritmo mais sustentável que não pode ser eternamente de crescimento de dois dígitos). Mesmo estando atento com os riscos para a estabilidade financeira que representa, por exemplo, a expansão do setor de "*shadow-banking*" na China, o meu cenário base permanece o de um "*soft-landing*", um pouso suave. E para os outros emergentes que tiveram crescimento acelerado antes da crise, estamos vivendo um período de transição natural, plenamente em acordo com o que prediz a convergência condicional na teoria do crescimento.

4. O "*tapering*" está bem gerenciado e não levará a uma crise das economias emergentes

Os temores sobre os efeitos do "*tapering*" sobre mercados emergentes estão também se dissipando. O processo de normalização da chamada política monetária não convencional (UMP) nos EUA já começou, é um evento positivo e está sendo bem gerenciado. Está havendo uma comunicação mais clara do FED (por exemplo, explicando a separação entre a fase de redução dos

programas de compras de ativos (QE) e considerações futuras sobre movimento de juros, reconhecendo os efeitos do “tapering” e suas repercussões em outras jurisdições, além da afirmação de proceder com cautela nesse processo); nesse contexto, como é de se esperar, a reprecificação dos preços de ativos das economias emergentes está ocorrendo naturalmente, mas, como esperado, com alguma volatilidade. Mas mesmo se o processo de normalização está sendo bem gerenciado, ele permanece é um processo complexo, por quê?

Uma razão óbvia é a de que a política monetária não convencional foi uma experiência sem precedentes; ela foi bem sucedida, e na verdade salvou o mundo de uma nova Grande Depressão, mas a saída de tal política é talvez mais complicada do que havíamos pensado. Apesar de ter-se aprimorado a sinalização do FED, ainda existem nas economias avançadas, especialmente nos EUA, algumas incertezas sobre questões macroeconômicas fundamentais em debate, cujo resultado pode afetar a forma como a política deve reagir e/ou se espera que ela reaja. Por exemplo: qual seria na Nova Normalidade a taxa de desemprego natural e não inflacionária (a NAIRU na sigla inglesa)? Qual seria a taxa de participação no mercado de trabalho pós-crise? Ou qual seria a velocidade de ajustes de salários nessa recuperação (ou sua eventual rigidez) e como é que isso se transmitiria para inflação? Essas incertezas são naturais e não anulam as perspectivas positivas que mencionei, mas obviamente elas afetam a maneira como se projeta a sequência dos passos da política monetária nos EUA.

Por que isso é tão importante para nós, no Brasil, assim como em outras economias emergentes? Naturalmente por causa de possíveis antecipações sobre movimentos de juros que podem trazer maior volatilidade. Mas, sendo pragmático, mesmo com debates acalorados e/ou ainda algumas incertezas nos EUA com respeito às condições no mercado de trabalho, à sua repercussão no nível de salários e por fim na inflação, mantenho minha opinião de que a saída das políticas não convencionais é um fator positivo para todos, para os EUA, e para o resto do mundo. E que esse processo se dará como estamos observando, com uma cautela responsável e uma saudável flexibilidade nas sinalizações se necessário.

Ou seja, o pessimismo de alguns meses atrás sobre os emergentes está se modificando, inclusive por causa das diferenças nos fundamentos macroeconômicos, das condições iniciais e das respostas em termos de políticas implementadas por cada país emergente: depois das Reuniões de Primavera do FMI em Abril de 2014, e ao longo das últimas semanas eu tenho visto e lido declarações de uma série de investidores e agências (por exemplo, recentemente BlackRock mas também a Moody’s³) muito mais otimistas acerca dos países emergentes, especialmente o Brasil,

³ Beatriz Cutait no Valor PRO de 6/5/2014: Diretor da BlackRock responsável por América Latina e Ibéria está otimista com o Brasil no longo prazo. A economia brasileira costuma ser analisada por vários ângulos. Pode ser comparada com seus pares latinos, com outros emergentes, com os países dos Brics ou, como visto mais recentemente, estar ao lado dos chamados “cinco frágeis”. Apesar da influência inegável do front externo, que se traduziu no início do ano em uma onda de retirada de recursos estrangeiros do país, revertida mais recentemente, Armando Senra, diretor da BlackRock responsável por América Latina e Ibéria, critica os rótulos. O executivo defendeu que o investidor olhe os mercados com foco em seus próprios fundamentos, porque são eles que podem garantir um desempenho diferenciado inclusive em momentos de crise. “Este ano tem sido difícil para os emergentes, mas você pode ver mercados que fizeram a lição de casa, implementaram políticas macroeconômicas sólidas e, apesar de poderem ter sofrido neste ano, ainda gostamos de suas histórias econômicas no longo prazo”. “Obviamente o que precisamos ver são políticas que facilitem o aumento da produtividade no Brasil. Isso inclui investimentos em infraestrutura, abertura da economia”. Moody’s Investor’s Service, “Brazil: Vulnerability to Financial Flows Reversal in Post-QE World is Moderate”, May 5, 2014.

e que se mostraram capazes de identificar as diferenças na classe de risco a qual pertencemos, e de efetivamente investir onde tais qualidades são identificadas. O Brasil é exatamente esse caso, quero agora voltar a ele.

5. O Brasil se preparou para enfrentar esses desafios

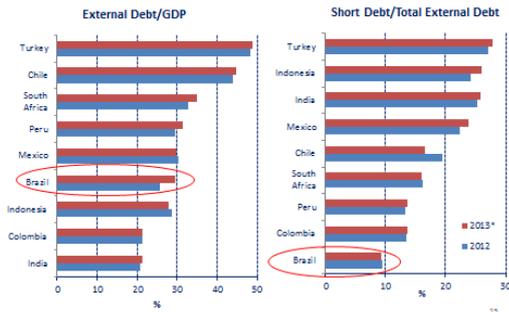
Por que estamos sendo capazes de nos diferenciar dessas histórias caricaturais sobre a inevitabilidade de uma crise? Pelos nossos fundamentos e pelas nossas políticas.

O Brasil manteve “fundamentos” sólidos, tem aumentado a sua diferenciação frente aos demais países de sua classe de risco, e mostrou-se capaz de uma reação política preventiva antes do “*tapering*”. Nós nunca fomos ingenuamente otimistas com a excessiva exuberância do mercado, e na verdade sabíamos, mesmo quando éramos “queridinhos do mercado”, que haveria no futuro uma reversão desse sentimento do mercado, e que esse movimento de euforia teria um fim. Nossas respostas de política foram concebidas e conduzidas com “cabeça fria”. Sabíamos que teríamos de ter fundamentos sólidos, (especialmente reservas internacionais para atuar como colchões amortecedores ou “*buffers*”) e políticas preventivas e clássicas. Então mantivemos nossos fundamentos sólidos e fomos nos preparando: acumulamos reservas consideráveis na época da bonança para serem usados como “*buffers*” no momento da reversão de fluxos de capital e de sentimento de mercado. Sempre tivemos um forte setor financeiro nacional, que se tem mostrado resiliente, bem capitalizado, bem provisionado, e com excelentes indicadores de liquidez. Todas as nossas razões de financiamentos externos (medidos por estoques ou fluxos) se mostram sólidos e sustentáveis; sempre fomos cautelosos e avessos a qualquer dependência excessiva em termos de fontes externas de financiamento (e.g., ver gráficos abaixo).

Implementamos medidas preventivas no período de “exuberância” com o Brasil (por exemplo, usamos instrumentos macroprudenciais para moderar o crescimento excessivo do crédito). Mantivemos o nosso regime de câmbio flutuante como uma primeira linha de defesa, que teve apreciação durante a fase de exuberância, mas sabendo que a reprecificação dos ativos e alguma depreciação na fase de reversão seria parte da solução, e não traduz de forma nenhuma, “vulnerabilidade” na fase de reversão. Também iniciamos, de forma clássica, respondendo a pressão doméstica de inflação, um aperto da política monetária desde Janeiro de 2013 na comunicação e de fato com aumento total de 375 pontos base desde Abril de 2013, complementada pela política fiscal. Finalmente, por último, mas não menos importante, nós também implementamos um amplo programa de oferta de “*hedge*” ou proteção cambial para o nosso setor privado, a fim de contribuir para reduzir a excessiva volatilidade do câmbio. Nossas empresas privadas do setor real com passivos em dólares, e aqueles que desejavam uma sinalização mais clara sobre a taxa de câmbio foram capazes de se planejar adequadamente.

E com isso homogeneizou-se ou reverteu-se o excesso nas diferenças entre o Brasil e a média dos países da nossa mesma classe de risco (BBB) em termos de depreciação cambial efetiva e nominal *vis-à-vis* o dólar americano, do prêmio dos contratos de Credit Default Swap (CDS) e da variação do índice de bolsa, medidos a partir do início de 2014 (e.g., ver gráficos abaixo).

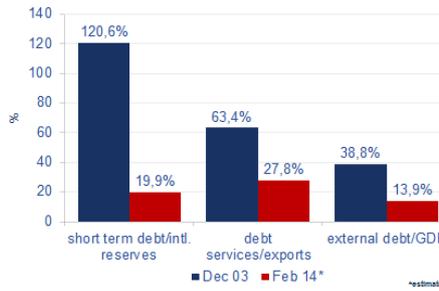
External Financing



Source: IIF e Databank

23

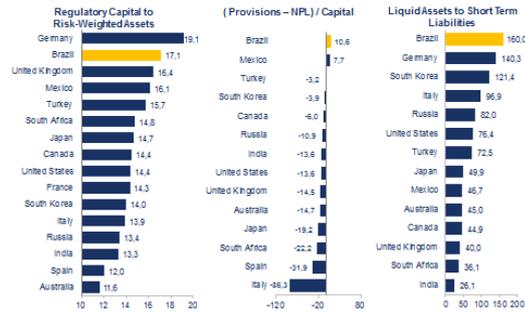
External Debt Ratios



Source: BCB

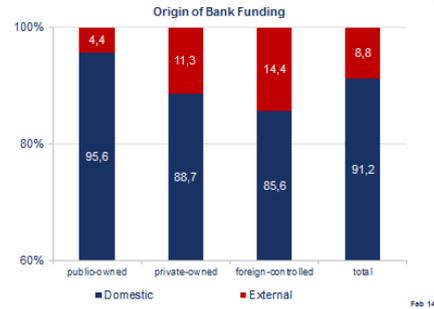
*estimate

Sound financial system



Source: IMF (FSI - latest available data)

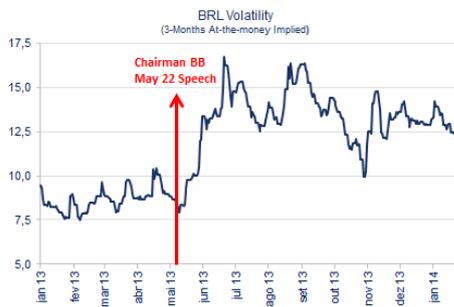
Banks: Low Share of External Funding



Source: BCB

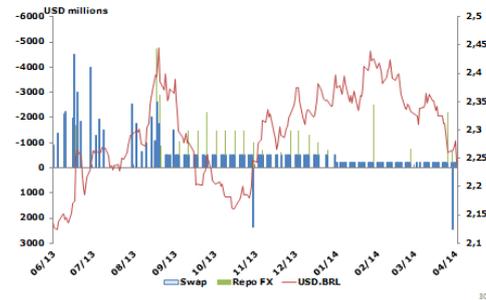
Feb 14

UMP exit brought higher volatility



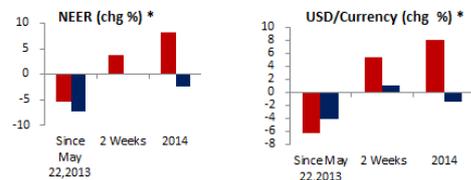
Source: Bloomberg

But FX hedge program effect



30

Brazil: Resulting Differentials



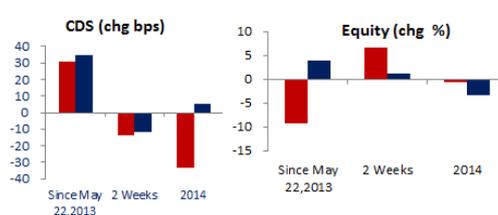
* Positive sign indicates appreciation of the country's currency / group.

Comparing Brazil with its Peers: Group Ratings and Selected Indicators

■ Brazil ■ BBB (ex-Brazil)

31

Brazil: Resulting Differentials



Comparing Brazil with its Peers: Group Ratings and Selected Indicators

■ Brazil ■ BBB (ex-Brazil)

32

Essa nossa reação preventiva e tempestiva contribuiu para dar tranquilidade aos mercados, inclusive atravessando todos os eventos que tinham sido anunciados como catastróficos para o Brasil e criadores da tempestade perfeita (“*perfect storm*”), como o início efetivo do “*tapering*”, em 17 de Dezembro de 2013 o “*sell-off*” ou venda maciça de ativos de países emergentes que ocorreu em Janeiro de 2014, e o rebaixamento esse ano também da classificação de risco soberano do Brasil por uma agência de “*rating*”.

Ou seja, o Brasil implementou um resposta clássica, de livro-texto de economia ao longo desse período de transição. Essa resposta padrão tem funcionado muito bem: taxa de câmbio flexível, gestão da demanda agregada; e utilização dos nossos colchões de liquidez como o “*buffer*” considerável de reservas internacionais; nossos instrumentos de política macroprudencial funcionaram bem para a estabilidade financeira e complementaram a política monetária na fase ascendente do ciclo; nosso “*buffer*” cambial se mostra importante para reduzir a volatilidade durante o processo de “*tapering*” e para ajudar na manutenção da estabilidade financeira.

Nós não estamos atrás na curva; não estamos reagindo a um fenômeno não antevisto. Agimos preventivamente e corretamente.

6. O Brasil já está implementando uma agenda de transformações onde há muitos pontos de consenso entre economistas

Além da resposta preventiva e tempestiva de política, temos uma ampla agenda de reformas em curso, visando a melhorar a produtividade no país, a nossa infraestrutura, a qualidade da nossa educação e da nossa saúde. A manutenção da estabilidade macroeconômica e financeira é uma condição necessária para a continuidade da implementação dessa agenda. Com isso nossa sociedade pode ficar certa de que os benefícios que conquistamos de controle da inflação, inclusão social, estabilidade macroeconômica serão preservados.

Obviamente, ainda temos muitos desafios, mas o que é interessante é que muitos deles estão bem mapeados e são igualmente citados e identificados por economistas de diferentes sensibilidades. Barbosa (2013) se preocupa com a necessidade de controlar excessos fiscais crescentes e cuja percepção pode ser amplificada através de operações para-fiscais. Giambiagi e Castelar (2012, capítulo 2) mostram bem que os nossos problemas fiscais são antigos e vem de três décadas de prodigalidade, de arranjos antigos e consagrados onde gastos crescem mais por motivos de economia política e menos com a preocupação com a eficiência da sua alocação. Esse mesmo ponto é enfatizado por Lisboa e Latif (2013) que mostram como o nosso quadro fiscal ilustra os clássicos comportamentos de “*rent-seeking*”. A tentativa de melhorar ou “*by-passar*” as características da nossa “*political economy*” acaba gerando novas iniciativas com custos fiscais ou para-fiscais adicionais sem nunca conseguirmos limitar gastos passados ou moderar as demandas de grupos que não necessitam, e/ou que desvirtuam, e/ou cujos resultados não correspondem aos incentivos fiscais recebidos.

Mas esses desafios não impedem segmentos expressivos do setor privado nacional e estrangeiro de enxergar um grande potencial positivo no Brasil no médio-longo prazo, ou seja, de apostar que o conjunto de ações de política econômica vai trazer crescimento mais elevado, sustentável e uma grande lucratividade dos empreendimentos. Uma prova disso encontra-se na tendência de manutenção dos elevados fluxos de investimento direto estrangeiro no país ou mesmo na

avaliação genérica por investidores sobre o país como um lugar inevitável de negócios no futuro, um “hub” regional, etc. Quando “aparamos os extremos” da distribuição de diagnósticos macroeconômicos sobre a situação do Brasil, é possível verificar que há uma opinião quase que “consensual” dos nossos economistas sobre o que é preciso fazer: manter a nossa estabilidade macroeconômica-financeira para impulsionar um crescimento mais elevado com maior produtividade e redução de desigualdades de renda e de oportunidades. E uma grande maioria aponta para a mesma direção: temos um mercado doméstico robusto que produz um nível estável de “demanda contratada” suficiente com empregos formais, baixo desemprego, renda, acesso a crédito, etc.; estamos sim com problemas de “gargalos de oferta”; precisamos aumentar a nossa produtividade através de maiores investimentos, aumentando o nosso estoque de capital físico (infraestrutura) e humano (educação) assim como a eficiência na sua utilização (qualidade do gasto), através de reduções nos nossos custos de operação, com reformas estruturais necessárias já bem identificadas (e.g., melhoras no nosso sistema tributário e legal, etc.). É o que diz Bonelli (2010) em estudo clássico que identifica nossas limitações à expansão da oferta, associados à uma taxa de poupança menor do que a necessária para sustentar taxas de crescimento do investimento para acelerar o crescimento: carga tributária, fatores institucionais, infraestrutura, financiamento e educação. São temas bem mapeados, identificados e objeto de atenção por políticas públicas há já algum tempo. Existem obviamente divergências, como sempre, entre economistas, sobre como gerenciar os efeitos dessa demanda contratada (e.g., sustentação necessária do crescimento versus risco excessivo de pressão inflacionária, etc.). Notem que debates até mais radicais e acalorados que os nossos estão ocorrendo nos EUA entre democratas e republicanos e na Europa entre países deficitários e superavitários da Zona do Euro. Mas no Brasil, acredito que muito poucos negam que precisamos de mais oferta e mais investimento para crescer mais e ter mais produtividade. Ou seja, as divergências são mais sobre “caminhos”, sequência na utilização dos instrumentos de política e intensidade no seu uso, e não necessariamente sobre o diagnóstico em si. Em suma, não temos um problema de capacidade analítica e de identificação de nossos desafios, sabemos muito bem o que é necessário para não cair numa “armadilha de baixo crescimento”.

Por exemplo, Netto (2013) resume a importância de políticas favorecendo o aumento da oferta e a produtividade⁴, em particular a formação da mão de obra, os leilões de concessões de infraestrutura e uma política de maior abertura comercial. Giambiagi e Castelar (2012) também enfatizam a necessidade de reforçar a nossa produtividade, melhorar a nossa infraestrutura e a

⁴ “o crescimento da produtividade do trabalhador (depende de) uma série de fatores: 1) da sua higidez (saúde); 2) do nível da sua educação; 3) do incentivo à incorporação de tecnologia; 4) da qualidade das instituições e da natureza da regulação da mão de obra; 5) da maior integração com a economia internacional; e 6) da quantidade de capital físico (infraestrutura e investimento privado) por trabalhador. Os dois primeiros devem continuar crescendo lentamente, mas a velocidades decrescentes. O terceiro pode ser estimulado por uma melhora do foco da política em curso. O quarto positivamente vai mal, como revelam os exageros das “súmulas vinculantes” do Tribunal Superior do Trabalho e as resistências corporativas a quaisquer aperfeiçoamentos (como é o caso, ainda agora, da terceirização), mesmo quando, como deve ser, respeitam integralmente os direitos individuais do trabalhador. O quinto exige a combinação de uma política cambial inteligente com uma ampla reformulação das tarifas efetivas que nos incorpore à nova estrutura integradora do comércio mundial de bens e serviços, e provavelmente não terá efeito sensível em menos de dois anos. Resta, portanto, aumentar a quantidade de capital físico por trabalhador. Deve começar pelo sucesso dos leilões de concessões de infraestrutura, fundamentais para o aumento da produtividade em dois ou três anos, que é a faísca imediata para reacender a disposição de correr risco do setor privado, com o aumento do seu investimento, cujo efeito será imediatamente antecipado.”

qualidade da nossa educação. Bacha e Baumgarten de Bolle (2011) organizam uma série de ensaios que analisam a nossa travessia da crise internacional de 2008, aonde não vêm uma relação catastrófica entre apreciação cambial e desindustrialização, mostram a robustez da nossa regulação financeira, e novamente apontam para a necessidade de uma melhora institucional inclusive para favorecer o financiamento de longo prazo dos investimentos em infraestrutura.

E a boa notícia é que temos áreas óbvias para investir em infraestrutura, reduzir custos e aumentar produtividade. Inclusive alguns desses projetos já estão em curso de implementação, em portos, rodovias, aeroportos, etc. nos últimos anos. Temos um programa ambicioso em curso para 2014-2017 de cerca de R\$510 bilhões em investimentos em infraestrutura. Podemos reduzir custos significativamente. Estudos do Banco Mundial mostram que gastamos cerca de 10,6% do PIB em custos totais de logística comparado com cerca de 7,7% do PIB nos EUA e 9% na média da OCDE. O Brasil gasta 6,3% do PIB em custos de transporte contra 4,7% do PIB de custo de transporte nos EUA. Ou seja podemos cortar custos de cerca de 1 a 2% do PIB e termos ganhos em custos e produtividade. Obviamente, como dizem muitos economistas, devemos favorecer a manutenção e o reforço de orientações em curso em prol do investimento (e.g. programa de concessões, etc.), ver gráficos abaixo.

Ou seja ainda temos o que se chama de “*low hanging fruits*” que pode-se traduzir por “potencial ainda não utilizado de produtividade”: projetos de investimento de baixo custo, fácil de “colher” e que podem dar um retorno elevado. Utilizando dados referentes a 2005, e seguindo a lógica dos modelos clássicos de crescimento em economias com vários setores de tipo Lewis, McMillan e Rodrik (2011) argumentam que a produtividade do trabalho sempre apresenta forte variação entre setores econômicos nos estágios iniciais de desenvolvimento, variação essa que tende a se reduzir conforme avança o processo de desenvolvimento econômico e que a produtividade média no conjunto da economia vai aumentando. Nas estimativas desses autores, o coeficiente de variação da produtividade do trabalho entre setores econômicos do Brasil situa-se em nível intermediário, pareado com outras economias emergentes da Ásia e da América Latina. Na comparação com os países do G20, dentre os quais contam-se as economias avançadas, o Brasil situa-se dentre as economias com maior coeficiente de variação da produtividade setorial, o que implica que a transferência de trabalhadores dos setores de menor produtividade para os setores de maior produtividade ainda está em curso no nosso país.

Conclusão: não há fatalismo, não estamos condenados nem a crescimento baixo e nem a inflação alta

Em suma, se há um paradoxo, ele deveria ter um viés até mais otimista, mais brasileiro e menos “francês”: o Brasil tem uma série de desafios de curto prazo conhecidos mas está endereçando-os. Não é um momento fácil. Somos plenamente conscientes de que estamos numa transição para a normalização das condições monetárias nos EUA, que traz por definição mais volatilidade. Nesses momentos, um princípio basilar que vem da experiência internacional, da nossa própria experiência, é que é preciso dar a maior previsibilidade e segurança possíveis aos agentes econômicos sobre a manutenção da estabilidade macroeconômica e financeira no país. É o que temos procurado fazer. Temos trabalhado de maneira clássica e de livro-texto, no contexto do “*New Normal*”:

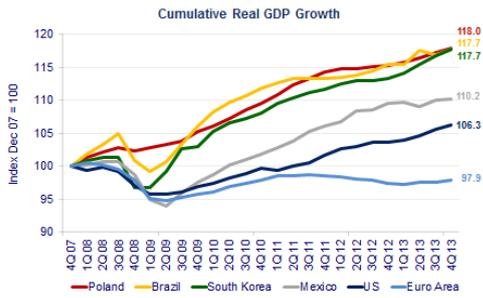
- (1) Primeiro, mantendo a inflação sob controle para trazê-la no futuro para um nível mais baixo dada a pressão inflacionária detectada desde 2013, complicada por choques de alimentos e de oferta. Nós comunicamos desconforto desde Janeiro e iniciamos um ciclo de aperto da política monetária desde Abril de 2013 com alta de 375 bps. Continuamos trabalhando, não há nenhuma fatalidade que obrige o Brasil a ter inflação acima do teto da meta. O Banco Central está aparelhado e agindo para assegurar a estabilidade monetária à frente, trabalhando para trazer o IPCA para mais perto da meta no futuro próximo. Naturalmente, é preciso lembrar que o aperto monetário se transmite e age com defasagem e de maneira cumulativa até tocar a inflação.
- (2) Segundo, assegurando e consolidando a robustez do nosso sistema financeiro, que é bem regulado, implementou Basileia III, é bem capitalizado, bem provisionado, é mais resiliente do que no começo da crise, e depende muito pouco de capital externo.
- (3) Terceiro, entendendo que o processo de reprecificação de ativos que está em curso é parte da solução e que depreciação e alguma volatilidade do Real não deve ser confundida com vulnerabilidade do país. A flexibilidade cambial é a nossa primeira linha de defesa, e as medidas tomadas posicionam muito bem o Brasil nessa transição, usando nossos colchões de liquidez, doméstica e internacional para fortalecer a nossa estabilidade financeira. Essa capacidade de (a) reduzir o excesso de volatilidade do câmbio; e (b) desenhar um programa amplo de oferta de “*hedge*” está revertendo a percepção exagerada de risco, diferenciando o nosso país, fazendo com que cada um reflita e verifique *de facto* a robustez dos nossos índices de solvência e liquidez externas. Isso está acalmando os agentes privados, revertendo discursos simplificadores catastrofistas e traduzindo-se em um retorno significativo de fluxos de investimento para o Brasil, onde nós temos liderado a atração de fluxos para países emergentes.

Mesmo com os primeiros resultados positivos dessas políticas, continuamos 200% em alerta, 25 horas por dia e 8 dias por semana. É o trabalho do Banco Central fornecer estabilidade para facilitar aos agentes econômicos poder continuar a tocar a agenda de crescimento de médio-longo prazo. É uma agenda ambiciosa, de investimento, de aumento de capacidade de oferta, de melhora da produtividade, de inflação em direção de baixa e controlada, de dívida bruta do setor público sob controle e de responsabilidade macro-financeira. Com as direções de implementação dos programas e políticas mencionados acima, podemos certamente pensar em perspectiva de crescimento no médio prazo mais favoráveis que as das atuais projeções de curto prazo.

Os nossos desafios são inerentes e comuns às grandes democracias porque eles necessitam um gerenciamento cotidiano de demandas sociais legítimas assim como de velhos hábitos estabelecidos que limitam o espaço de manobra do *policy-maker* que deseja dar maior flexibilidade e eficiência aos programas públicos sem aumentar desequilíbrios. Mas temos, como espero ter mostrado, algum consenso sobre as grandes direções de políticas que dão um potencial maior de crescimento para país. Temos já ações de política em curso para esse fim e um saudável processo de discussão aberta na sociedade. Não há fatalismo nenhum, não estamos condenados nem a crescimento baixo e nem a inflação alta.

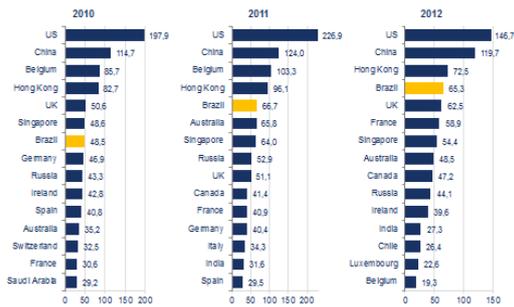
Ao contrário, nos preparamos, estamos conseguindo atravessar essa fase de transição e sabemos o que temos que fazer para melhorar, dependendo de nós mesmos; parafraseando o belo poema Invictus “*we are the master of our fate and the captain of our soul*”.

Growth since the Global Financial Crisis



Source: Bloomberg

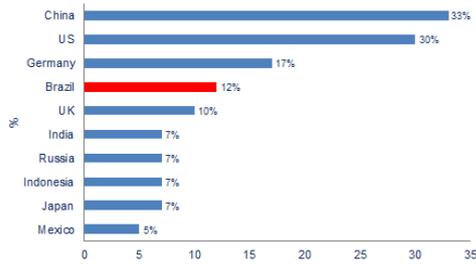
Brazil - Leading destination for FDI



Source: UNCTAD

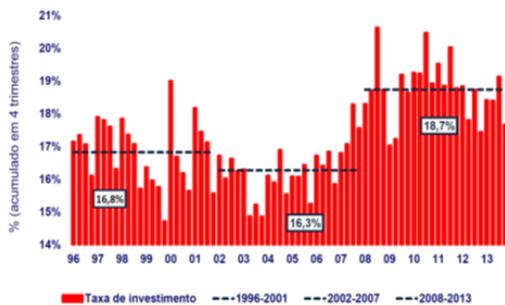
Global CEO Survey 2014: Key Countries

Which 3 countries, excluding the country in which the CEO is based, do they consider most important for their overall growth prospects over the next 12 months? *

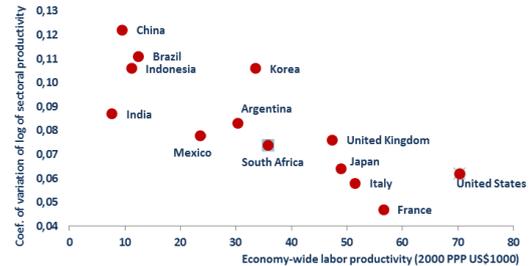


Source: PwC 17th Annual Global CEO Survey *Base: 1,344 respondents

Model Rotation: GFCF / GDP (%)

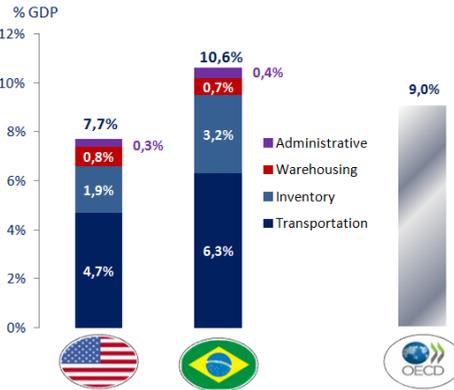


Relationship between intersectoral productivity gaps and income levels, 2005.



Source: McMillan & Rodrik (2011).

Logistics Costs



| | R\$ billion as of 1Q13 | | variation % |
|-------------------|------------------------|------------|-------------|
| | 2009-2012 | 2014-2017 | |
| Electricity | 171 | 176 | 3 |
| Telecommunication | 93 | 125 | 34 |
| Sanitation | 40 | 45 | 13 |
| Highways | 54 | 62 | 16 |
| Railways | 28 | 59 | 108 |
| Ports | 15 | 34 | 124 |
| Airports | 7 | 8 | 20 |
| Total | 408 | 510 | 25 |

Referências

- Bacha Edmar Lisboa e Baumgarten de Bolle, Monica (org.), *“Novos Dilemas da Política Econômica”*, LTC-GEN (2013)
- Barbosa, Nelson, *“Brazil’s Political Challenge: building consensus on an economically sustainable strategy”*, Wilson Center, Brazil Institute, October 2013.
- Bayoumi T. and alii, *“Monetary Policy in the New Normal”*, SDN 14/3, IMF Staff Discussion Note April 2014
- Blanchard, Olivier, Romer D., Spence, M., Stiglitz, J. (ed.), *“In the Wake of the Crisis”*, The MIT Press, 2012
- Bonelli, Régis, *“Strengthening Long-Term Growth in Brazil”*, FGV-IBRE, Texto para Discussão No 8, Dezembro de 2010
- Dornbusch, Rudiger and Edwards, S., (eds.) *“The Macroeconomics of Populism in Latin America”*, University of Chicago Press, 1991
- Eichengreen, Barry, Donghyun Park and Kwanho Shin, *“Growth Slowdowns redux: New Evidence on the Middle-Income Trap”*, NBER Working Paper 18673, 2013
<http://www.nber.org/papers/w18673>
- Giambiagi, Fábio e Castelar Pinheiro, Armando, *“Além da Euforia, riscos e lacunas do modelo brasileiro de desenvolvimento”*, Elsevier ed. (2012)
- Greenspan, Alan, *“The Map and the Territory”*, The Penguin Press, New York, 2013
- Lisboa, Marcos Barros e Latif, Zeina Abdel, *“Democracy and Growth in Brazil”*, mimeo não publicado, 2013
- McMillan, Margaret S. and Dani Rodrik, *“Globalization, Structural Change and Productivity Growth”* NBER Working Paper n° 17143, 2011
- Piketty, Thomas, *“Le Capital au XXI^e Siècle”*, Seuil, Paris, 2013
- Pritchett Lant and Summers L., *“Asiaphoria Meet Regression to the Mean”*, mimeo, 2013
- Netto, Antonio Delfim, *“As condições para o crescimento do PIB”*, Coluna, Valor Econômico 30/09/2013
- Rogoff, Kenneth and Reinhart C., *“This Time is Different”*, Princeton Univesity Press, 2009
- Summers, Lawrence, speech at the Fourteenth Jacques Polak Annual Research Conference, Crises, Yesterday and Today, Washington DC on November 7-8, 2013, (session Responses to the Crisis) and <http://blogs.reuters.com/lawrencesummers/2013/12/16/on-secular-stagnation/>