

análise de conjuntura

Finanças Públicas

VERA MARTINS DA SILVA

p. 3

Vera Martins da Silva analisa as finanças públicas do Governo Federal no primeiro bimestre de 2024, apontando uma ampliação da arrecadação e crescimento das despesas.

Setor Externo

VERA MARTINS DA SILVA

p. 9

Vera Martins da Silva discorre sobre o desempenho do setor externo da economia brasileira, analisando dados referentes aos anos de 2022 e 2023 e do primeiro bimestre de 2024.

temas de economia aplicada

Reajustes Negociados e Inflação

HÉLIO ZYLBERSTAJN

p. 17

Hélio Zylberstajn analisa dados do Salariômetro da Fiipe, indicando aumentos reais de salários, gerados pelos reajustes salariais resultantes da negociação coletiva, e os possíveis impactos nas taxas de inflação futuras.

Estimação da Estrutura a Termo de Taxa de Juros por Spline Cúbico

MARCOS EUGÊNIO DA SILVA

p. 23

Marcos Eugênio da Silva ilustra como obter a Estrutura a Termo de Taxa de Juros de títulos públicos, usando *splines* cúbicos, uma técnica de interpolação que permite obter uma curva à vista de juros.

Estrutura do Gasto Governamental e Financiamento da Proteção Social no Brasil

ROGÉRIO NAGAMINE COSTANZI

p. 28

Rogério Nagamine Costanzi analisa a estrutura e composição do gasto público no Brasil, indicando um elevado nível de gasto governamental, composto principalmente pelos gastos com proteção social.

Acompanhamento das Finanças Públicas do Município de São Paulo (2019-2023)

CARLOS NATHANIEL ROCHA CAVALCANTE,
RODRIGO DE LOSSO

p. 35

Carlos Nathaniel Rocha Cavalcante e Rodrigo De Losso apresentam os principais indicadores das finanças públicas de São Paulo, considerando aspectos como receitas, despesas referentes a gastos com pessoal, juros e encargos.

Uma Taxonomia dos Modelos Quantitativos de Comércio Modernos

ALAN MARQUES MIRANDA LEAL

p. 57

Alan Marques Miranda Leal apresenta modelos quantitativos de comércio modernos, destacando modelos CGE (Equilíbrio Geral Computável), modelos de álgebra chapéu-exata e modelos quantitativos espaciais.

Incerteza Geopolítica e a Economia Brasileira

GABRIEL BRASIL

p. 60

Gabriel Brasil aponta como eventos como a invasão da Ucrânia, a competição entre China e os Estados Unidos, a guerra em Gaza e a eleição presidencial dos Estados Unidos podem afetar os mercados.

Relatório de Indicadores Financeiros

NEFIN-FEA-USP

p. 64

O NEFIN apresenta os principais fatores de risco utilizados na literatura, assim como o *dividend yield*, *short interest* e IVol-BR, utilizando dados brasileiros.

pesquisa na fea – Economia

p. 68

Esta seção divulga a pesquisa acadêmica desenvolvida por mestrandos e doutorandos do Departamento de Economia da FEA/USP, publicando os resumos das dissertações e teses defendidas recentemente.



economia & história

Angus Deaton Repensa a Pesquisa em Economia

RÔMULO MANZATTO

O Brasil e a Economia Internacional na Virada do Século XXI

IVAN COLANGELO SALOMÃO

Os Estágios do Desenvolvimento Industrial no Brasil à Luz da Historiografia: das Origens ao Final da Década de 1950

GUILHERME GRANDI

p. 70

Rômulo Manzatto discorre sobre importantes críticas feitas por Angus Deaton, economista e ganhador do Prêmio Nobel, à pesquisa no campo da Economia.

p. 73

Ivan Colangelo Salomão trata dos avanços políticos, institucionais e sociais observados no Brasil durante os anos 1990, e analisa o fato de o desempenho econômico ter sido aquém do esperado, apesar do controle da inflação.

p. 76

Guilherme Grandi discorre sobre a transição da economia brasileira de uma base agrícola-exportadora, centrada no café e no trabalho escravo, para uma economia mais industrializada, influenciada por fatores internos e externos.

INFORMAÇÕES FIPE É UMA PUBLICAÇÃO MENSAL DE CONJUNTURA ECONÔMICA DA FUNDAÇÃO INSTITUTO DE PESQUISAS ECONÔMICAS – ISSN 1678-6335

Conselho Curador

Simão Davi Silber
(Presidente)
André Franco Montoro Filho
Andrea Sandro Calabi
Denisard C. de Oliveira Alves
Francisco Vidal Luna
Hélio Nogueira da Cruz
José Carlos de Souza Santos
José Paulo Zeetano Chahad
Juarez A. Baldini Rizzieri

Diretoria

Diretor Presidente
Carlos Antonio Luque
Diretora de Pesquisa
Maria Helena Garcia
Pallares Zockun
Diretora de Cursos
Vera Lucia Fava

Pós-Graduação

Wilfredo Maldonado
Secretaria Executiva
Domingos Pimentel
Bortoletto
Conselho Editorial
Heron Carlos E. do Carmo
Lenina Pomeranz



Luiz Martins Lopes
José Paulo Z. Chahad
Maria Cristina Cacciamali
Maria Helena G. Pallares Zockun
Simão Davi Silber

Preparação de Originais e Revisão
Alina Gasparello de Araujo

<http://www.fipe.org.br>

Editora-Chefe
Fabiana F. Rocha

Produção Editorial
Sandra Vilas Boas

análise de conjuntura



Finanças Públicas: Tendência de Expansão das Despesas Certas Além das Receitas Prováveis

VERA MARTINS DA SILVA (*)

Os resultados fiscais do Governo Federal foram positivos no primeiro bimestre de 2024, com a ampliação da arrecadação conforme o princípio do novo governo de recuperar as bases de arrecadação erodidas no passado e a reconstrução da política fiscal sustentável no longo prazo. Isso permitiu um controle mais suave no início do ano, o não uso de contingenciamento orçamentário. No entanto, o acompanhamento crítico deve continuar, uma vez que não está assegurada a entrada de receitas de modo contínuo ao longo do ano, enquanto o crescimento das despesas está certamente assegurado.

Segundo o *Resultado do Tesouro Nacional* de fev/2024,¹ no acumulado de janeiro e fevereiro de 2024, a ar-

recadação total do Governo Central atingiu R\$ 468,4 bilhões (aumento de R\$ 57,5 bilhões em relação ao mesmo período do ano anterior), o que significou um aumento de 14% em termos nominais e de 9% em termos reais (atualização pelo IPCA/IBGE).² Esse expressivo aumento de arrecadação beneficiou também os níveis subnacionais de governo, para os quais as Transferências por Repartição de Receita atingiram R\$ 98,2 bilhões nesse bimestre – aumento de R\$ 10,8 bilhões, +7,5% em termos reais. Após as Transferências por Repartição de Receita, a Receita Líquida do Governo Central atingiu R\$ 370,2 bilhões no primeiro bimestre de 2023, ou seja, aumento de R\$ 46,7 bilhões, +9,5% real, contra o mesmo bimestre de 2023.

Apesar do aumento real expressivo das receitas, a Despesa Primária Total do Governo Central cresceu muito mais no mesmo período de análise, tendo atingido R\$ 349,3 bilhões no acumulado do primeiro bimestre – aumento de R\$ 64 bilhões, +17,1% real.

O Resultado Primário do Governo Central atingiu R\$ 21 bilhões no acumulado do primeiro bimestre de 2024, uma redução do superávit de R\$ 17,3 bilhões, -47% em relação ao mesmo período do ano anterior, lembrando que usualmente nos primeiros meses do ano é comum a obtenção de resultados primários positivos, pois a execução orçamentária está apenas começando e o grosso das despesas é efetivado ao longo dos meses seguintes.

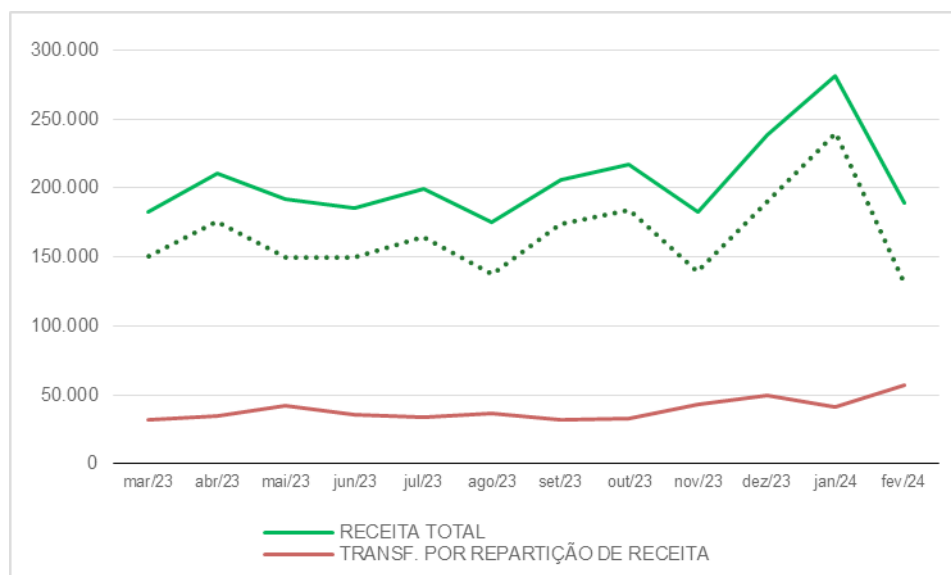
O Resultado Primário do Tesouro Nacional foi positivo nesse primeiro bimestre em R\$ 61,5 bilhões, uma redução de R\$ 14 bilhões, -22% real em relação ao mesmo bimestre de 2023. O Resultado Primário da Previdência Social foi deficitário em R\$ 40,5 bilhões, com um aumento de +3,3% em relação ao mesmo período do ano anterior. Ressalte-se que a apuração de déficit previdenciário está afetada pela continuidade da Desvinculação de Receitas da União, que desvincula 30% das receitas de seus fins originários, e pela existência de inúmeras isenções e imunidades a atividades específicas.

O Gráfico 1 apresenta o desempenho da Receita Total da União entre março de 2023 e fevereiro de 2024. Destaca-se o crescimento expressivo entre novembro de 2023 e janeiro de 2024, resultado de mudanças nas regras de aplicações financeiras de fundos diferenciados, chamados de exclusivos, dentro do conjunto de

ações para recuperação da receita pública. As Transferências por Repartição de Receitas também seguiram a trajetória da receita da União, especialmente devido ao aumento da arrecadação tributária do Imposto de Renda das aplicações, o que tem ajudado as finanças dos níveis subnacionais de governo.³

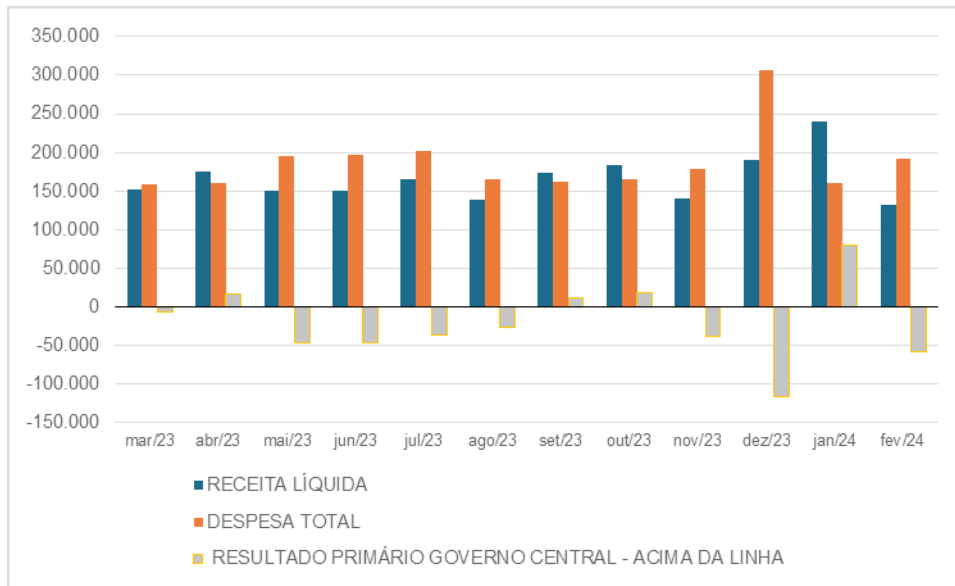
O Gráfico 2 apresenta a evolução mensal da Receita Primária Líquida da União, a Despesa Primária e o Resultado Primário, destacando-se os resultados negativos dos meses de maio e dezembro, que apresentam o impacto negativo dos pagamentos do décimo terceiro salário de aposentadorias e pensões, assim como do pagamento do décimo terceiro salário do funcionalismo federal. Em fevereiro de 2024, houve o pagamento de precatórios, que anteriormente eram pagos em outros meses do ano. Isto contribuiu para a ampliação da despesa federal nesse mês.

Gráfico 1 - Receita Total da União, Transferências por Repartição de Receita, Receita Líquida da União, Valores Mensais Reais (Valores de fev/2024, IPCA), Mar/2023 a Fev/2024. R\$ Milhões



Fonte: Séries Históricas/ Secretaria do Tesouro Nacional (STN).

Gráfico 2 - Receita Líquida da União, Despesa Primária Total e Resultado Primário do Governo Central, R\$ Milhões (Valores Reais de Fev/2024, IPCA), Mar/2023 a Fev/2024



Fonte: Séries Históricas/STN.

Destacando-se o desempenho das principais fontes de receita da União, pode-se ver que o Imposto de Renda – seu principal tributo – atingiu R\$ 163 bilhões nesse bimestre. Houve um aumento de R\$ 17,9 bilhões, +7,5% no comparativo contra o primeiro bimestre de 2023, especialmente devido ao aumento da arrecadação do Imposto de Renda Retido na Fonte como resultado das modificações da tributação sobre fundos de investimentos exclusivos (que corresponde a cerca de 80% do total do aumento da arrecadação desse imposto nesse bimestre).

A Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS) teve aumento de R\$ 14,3 bilhões, +27,1% real, devido principalmente à recomposição parcial

das alíquotas sobre combustíveis. A Arrecadação Líquida para a Previdência Social atingiu R\$ 99,7 bilhões nesse primeiro bimestre (aumento de R\$ 9,4 bilhões e crescimento real de 5,6%). Esse crescimento deve-se à melhoria no mercado de trabalho, dado o aumento da massa salarial de cerca de 4,5% no período e aumento da arrecadação de 7,1% do Simples Nacional Previdenciário.

Uma fonte de receita também relevante foi apurada em Demais Receitas, que atingiu R\$ 10 bilhões, aumento de +113%, decorrente da entrada de Depósitos Judiciais. Parte desses valores pode ser usada para pagamento de precatórios.

No sentido contrário ao aumento da arrecadação federal, houve queda expressiva no recebimento de Dividendos e Participações, que atingiram R\$ 3,8 bilhões nesse primeiro bimestre do ano de 2024 – uma redução real de 44% em relação ao mesmo bimestre de 2023. Concessões e Permissões também tiveram queda de 16,4%. Outro item que apresentou queda foram as receitas por Exploração de Recursos Naturais, que atingiram R\$ 22,8 bilhões, mas com queda real de 5,4%.

Pelo lado das despesas primárias, os Benefícios Previdenciários são o principal grupo de gastos e atingiram R\$ 140,2 bilhões no acumulado do primeiro bimestre de 2024 – um aumento nominal de R\$ 12,4 bilhões, +4,9% no comparativo real

com o primeiro bimestre de 2023. Isso se deveu ao aumento real do salário mínimo e ao aumento de cerca de 3% do número de beneficiários.

A política de valorização do salário mínimo nacional foi restabelecida pela Lei 14.663/2023, e a partir de 2024 seu valor deve ser corrigido pela variação do Índice Nacional de Preços ao Consumidor (INPC/IBGE) do ano anterior e pelo crescimento real do PIB nos dois anos anteriores. No caso de crescimento real negativo do PIB, o valor do salário mínimo deve ser corrigido apenas pelo INPC/IBGE. A importância desta política nas contas do Regime Geral da Previdência pode ser vista pelo percentual de benefícios pagos até um salário, que representa 69% de total de benefícios e 51% do montante pago pelo INSS.⁴ A continuidade desta regra de aumento real do mínimo mais a expansão do número de beneficiários deve colocar maior pressão sobre a nova regra fiscal, cujo maior limite de expansão possível é de 2,5% real sobre as despesas do ano anterior. Essa nova regra fiscal tende a reproduzir o problema da velha regra do teto, com a expansão das despesas obrigatórias comprimindo e eventualmente eliminando as despesas discricionárias.

O segundo maior grupo de despesa do Governo Federal é o de Pessoal

e Encargos, que atingiu R\$ 59,3 bilhões no primeiro bimestre de 2024 – aumento nominal de R\$ 4,5 bilhões, +3,6% real, em função do reajuste de várias categorias do funcionalismo federal.

Despesas Obrigatórias com aumentos relevantes incluem os Benefícios de Prestação Continuada (Renda Mensal Vitalícia/RMV/LOAS/), que atingiram R\$ 17,1 bilhões, aumento nominal de R\$ 3,1 bilhões, +16,5% real, também explicado pelo aumento real do salário mínimo e da forte expansão (+11%) do número de benefícios.

As Despesas com Sentenças Judiciais e Precatórios (relativos a Custeio e Capital) também foram expressivas no primeiro bimestre de 2024, quando chegaram a R\$ 29,5 bilhões contra R\$ 169 milhões no mesmo período do ano anterior. Além da mudança no cronograma de pagamentos, que em 2023 teve concentração em maio e em 2024 teve concentração em fevereiro, há também a mudança no marco legal do pagamento de precatórios, uma vez que a regra anterior, também chamada de PEC do Calote (PEC 23/2021, promulgada como Emenda Constitucional 113/2021), que limitava no ano e alongava esses pagamentos por vários outros, foi considerada inconstitucional pelo Supremo Tribunal Federal (STF) no final de 2023 e tem havido uma

retomada de pagamentos desde então.⁵

Entre as Despesas Obrigatórias com Controle do Fluxo, que atingiram R\$ 53 bilhões no acumulado do primeiro bimestre de 2024 (apresentando aumento nominal de R\$ 5 bilhões, +5,6% real), destacam-se o aumento de gastos com Saúde e com o programa Bolsa Família.

E, finalmente, as Despesas Discricionárias, que alcançaram R\$ 18,2 bilhões no primeiro bimestre. O aumento nominal foi de R\$ 5,4 bilhões, +36% real, ocorrido principalmente devido à ampliação de gastos com Saúde.

Mas, se em janeiro o Governo Federal pode exibir resultados positivos no primário, à medida que a execução avança no tempo, as despesas vão engolindo as receitas. Segundo o Banco Central do Brasil (Bacen), o Resultado Primário do Setor Público Consolidado, que inclui os diversos níveis de governo e as empresas estatais (exceto Petrobras e Eletrobras), atingiu um Déficit Primário de R\$ 48,7 bilhões em fevereiro de 2024, com R\$ 57,8 bilhões de Déficit Primário relativo ao Governo Central e R\$ 9,1 bilhões de Superávit Primário dos governos regionais e estatais.

Pelo lado das contas nominais, que além do Resultado Primário incluem os juros nominais, apropriados pelo critério de competência, as despesas com juros do setor público consolidado foram calculadas pelo Bacen em R\$ 65,2 bilhões em fevereiro de 2024 e alcançaram R\$ 747 bilhões no acumulado em 12 meses. Isso corresponde ao valor estimado de 6,8% no acumulado em 12 meses do PIB encerrado em fevereiro de 2024 contra 6,43% no acumulado de 12 meses encerrado em fevereiro de 2023.

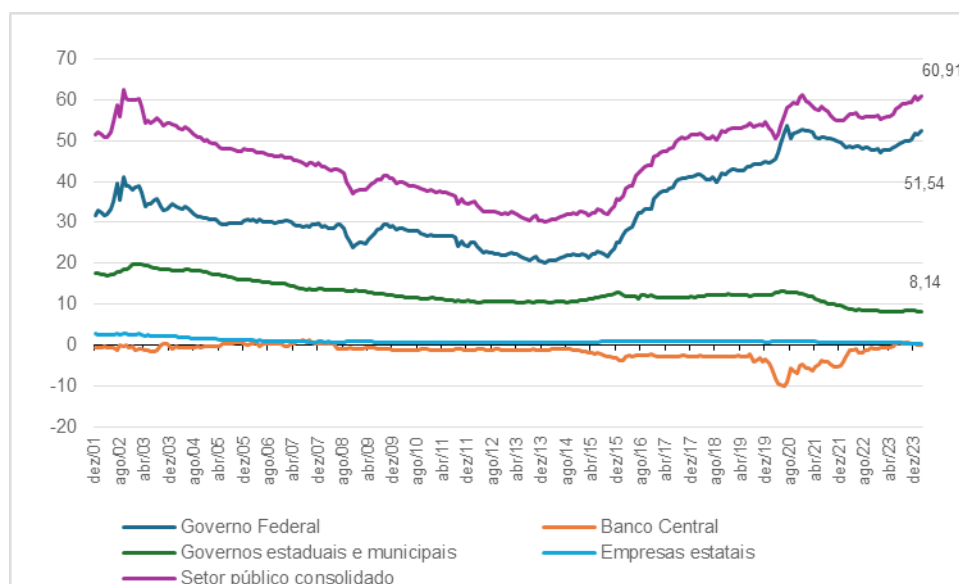
Adicionando-se a camada financeira nas contas públicas, o Resultado Nominal do Governo Consolidado (que inclui o Resultado Primário e os Juros Nominais) atingiu um Déficit Nominal de R\$ 1.015,1 bilhões para o fluxo de 12 meses encerrado em fevereiro de 2024, estimado em 9,24% do PIB contra 9,07% estimado para esse fluxo acumulado em janeiro de 2024.

A Dívida Bruta do Governo Geral, que inclui os vários níveis de governo não financeiro e estatais (exceto Pe-

trobras e Eletrobras), atingiu R\$ 8,3 trilhões, ou 75,5% do PIB em fevereiro de 2024. Já a Dívida Líquida do Governo Geral (que subtrai da Dívida Bruta os créditos dos governos junto às instituições financeiras e títulos em Tesouraria) atingiu R\$ 6,7 trilhões em fevereiro de 2024, estimada em 60,1% do PIB em fevereiro de 2024.

O Gráfico 3 apresenta o desempenho da Dívida Líquida do Setor Público sobre o PIB estimado em 12 meses. Observa-se que a tendência de aumento ocorreu a partir do período de recessão de 2016, em 2020, com a expansão da dívida para financiamento das ações de combate à pandemia da Covid-19 e a partir de 2023, com a política fiscal do novo governo federal. Enquanto a trajetória da dívida federal tem sido ascendente desde 2014, os níveis subnacionais de governo continuam muito mais restritos ao uso do endividamento pelas regras ainda restritivas da Lei de Responsabilidade Fiscal de 2000.⁶

Gráfico 3 - Dívida Líquida do Setor Público (% PIB), Dez/2001 - Fev/2024



Fonte: Séries Temporais/Bacen.

- 1 Boletim *Resultado do Tesouro Nacional*, v. 30, n. 2, fev/2024. Acesso em: 2 abr. 2024.
- 2 A referência a variações reais aqui é baseada na atualização dos valores nominais pelo Índice de Preços ao Consumidor Ampliado (IPCA/IBGE), conforme o Boletim citado anteriormente.
- 3 Efetivamente, no acumulado do primeiro bimestre do ano de 2024, o superávit primário de Estados era R\$ 3,7 bilhões superior ao do Governo Central, conforme apurado pelo Bacen (cf. *Estatísticas Fiscais do Bacen*. Acesso em: 5 abr. 2024). No fluxo acumulado em 12 meses, o Governo Central passa a apresentar um Déficit Primário de R\$281 bilhões (-2,6% do PIB), enquanto os Estados continuam apresentando Superávit Primário de R\$ 30 bilhões (+0,27% do PIB). No acumulado de 12 meses, os Municípios também apresentam Déficit Primário de R\$ 14,7 bilhões (-0,13% do PIB).
- 4 Informações do Boletim Estatístico da Previdência Social - BEPS, v. 29, n.1, jan. 2024. Acesso: site 04 abr. 2024.
- 5 As Despesas Previdenciárias também tiveram aumento devido à regularização dos pagamentos de Precatórios e Sentenças Judiciais, que aumentaram em termos reais 46% no âmbito dos Benefícios Previdenciários urbanos e 50% nos rurais.
- 6 Ressalte-se que a Dívida Líquida Federal inclui os títulos do Tesouro Federal junto ao Bacen para a realização de operações comprometidas, para a execução de operações que levem a taxa Selic ao valor estabelecido pelo Bacen na política monetária. A participação dos títulos do Tesouro na carteira do Bacen sobre o total de títulos emitidos pelo Tesouro foi de cerca de 28% na média de janeiro de 2023 a fevereiro de 2024 (informações a partir dos dados fiscais das *Séries Temporais* do Bacen, *site* Bacen. Acesso em: 8 abr. 2024).

(* *Economista e doutora em Economia pela FEA-USP.
(E-mail: veramartins2702@gmail.com).*

Setor Externo: Quantidades Exportadas Garantem Bons Resultados em 2023, Mas Investimento Direto em Tendência de Queda

VERA MARTINS DA SILVA (*)

O resultado de Transações Correntes apurado pelo Banco Central do Brasil (Bacen) apresenta a síntese dos fluxos de transações entre residentes e não residentes em determinado período, o que reflete o desempenho do setor externo da economia em determinado momento histórico. A conta de Transações Correntes engloba as subcontas de: 1) Balança Comercial de Bens e Serviços, 2) Renda Primária e 3) Renda Secundária.

A Balança Comercial de Bens e Serviços, que reflete as vantagens competitivas do país no que diz respeito às transações de bens e serviços e a conta Renda Primária são as principais para o resultado de Transações Correntes do Brasil. No caso da Renda Primária, são incluídos os fluxos de pagamentos referentes à remuneração de trabalho assalariado, os fluxos de rendas de investimentos diretos e em

carteira, além de outros fluxos de investimentos e renda de ativos de reserva. Finalmente, a Renda Primária inclui o item Demais Rendas, incluindo aí os fluxos de tributos sobre a produção e importação, subsídios e aluguéis.

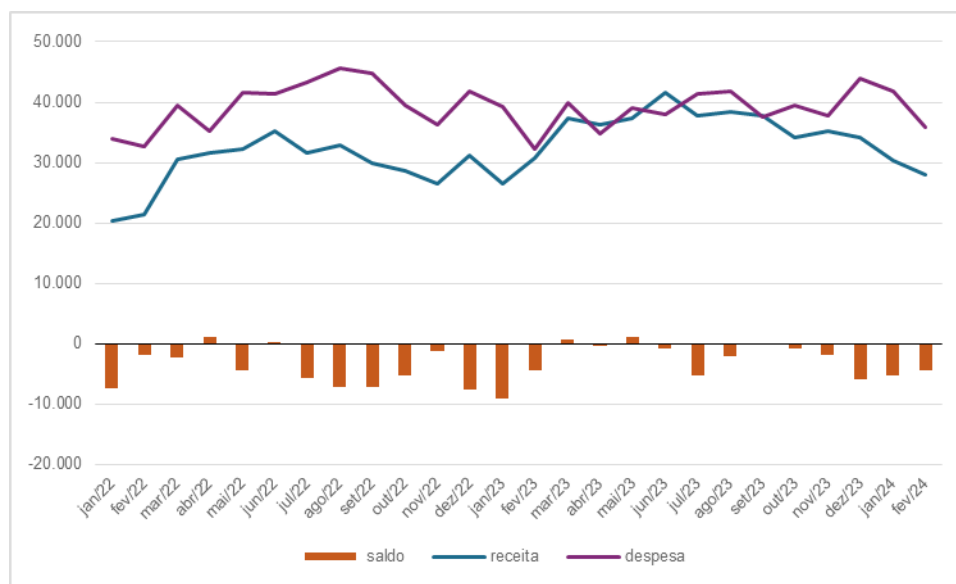
Já a Renda Secundária, antes chamada de Transferências Unilaterais, apresenta a renda gerada numa economia e distribuída para outra e, normalmente, tem sido pouco relevante para o Brasil. A Renda Secundária é dividida entre o grupo governo (cooperação internacional entre governos, tributos e contribuições sociais) e demais setores.

O saldo em Transações Correntes em fevereiro de 2024 foi de -US\$ 4,4 bilhões, estimado em -1,11% do PIB (Produto Interno Bruto/IBGE) e apresentou estabilidade em relação ao mesmo mês do ano de 2023.

O Gráfico 1 apresenta as Transações Correntes, valores mensais entre janeiro de 2022 e fevereiro de 2024. Normalmente, o resultado em Transações Correntes do Brasil é deficitário, contudo, no primeiro semestre de 2023 ocorreu um relativo equilíbrio nessa conta, voltando ao déficit característico a partir do segundo semestre de 2023.

O resultado deficitário de US\$ 4,4 bilhões em Transações Correntes em fevereiro de 2024 foi quase integralmente resultado da Conta Primária, déficit em pagamentos de rendimentos financeiros a não residentes, que atingiu um saldo negativo de US\$ 4,2 bilhões. Os saldos da Balança Comercial e de Serviços (-US\$ 229 milhões) e da Renda Secundária (US\$ 106 bilhões) foram montantes menos expressivos nesse mês de fevereiro de 2024.

Gráfico 1 - Transações Correntes, Valores Mensais, Jan/2022 a Fev/2024, US\$ Milhões

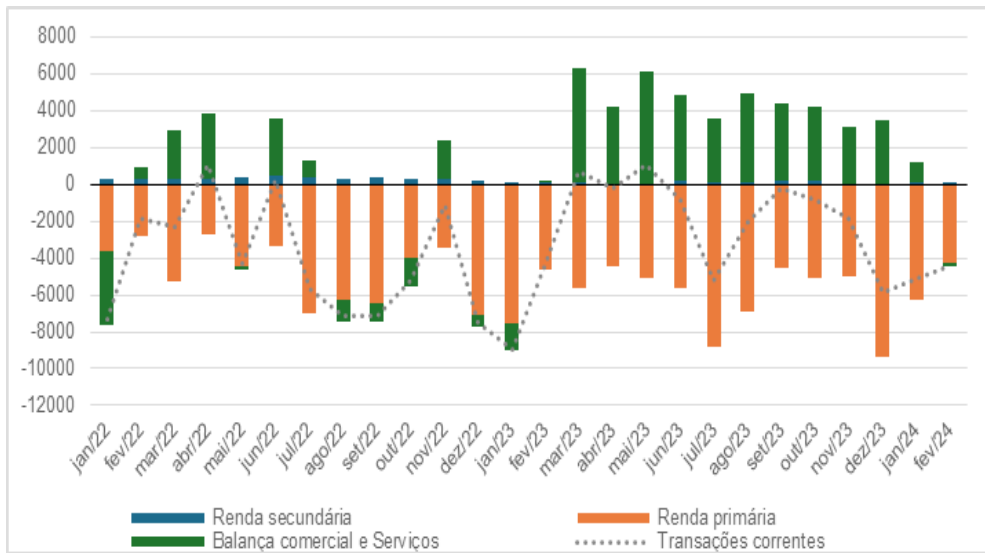


Fonte Séries Temporais/Bacen.

A Balança Comercial e de Serviços apresentou alternância entre resultados positivos, negativos e neutros no ano de 2022, conforme pode ser visto pelo Gráfico 2. Esse ano pode ser caracterizado como ainda de oscilação e recuperação da economia mundial do choque da pandemia da Covid-19 e resolução de problemas em várias cadeias de produção. Além das últimas ondas de choque da pandemia, a economia mundial presenciou a invasão da Ucrânia pela Rússia e o aumento dos preços de *commodities* e fretes marítimos em 2022.

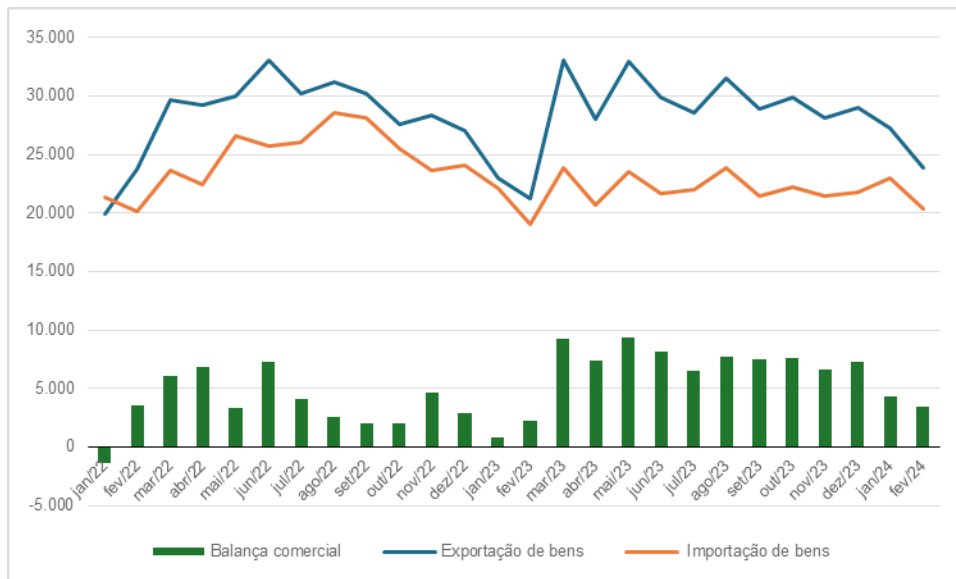
O ano de 2023 apresentou a restauração dos gargalos da produção e comércio internacional de vários produtos e o declínio de preços de *commodities*. Mesmo em declínio em 2023, o aumento dos preços das *commodities* já ocorrido em 2022 incentivou o aumento da produção e exportação do Brasil em 2023, mantendo os montantes das exportações em níveis elevados e saldos da Balança Comercial expressivos. O Gráfico 3 apresenta a evolução da Balança Comercial de Bens entre janeiro de 2022 e fevereiro de 2024.

Gráfico 2 - Transações Correntes, Balança Comercial e Serviços, Renda Primária e Renda Secundária, Valores Mensais, Jan/2022 a Fev/2024, US\$ Milhões



Fonte: Séries Temporais/Bacen.

Gráfico 3 - Exportação e Importação de Bens, Valores Mensais, US\$, Jan/2022 a Fev/2024, US\$ Milhões



Fonte: Séries Temporais/Bacen.

Na Tabela 1 são apresentadas as médias mensais das Exportações e Importações de Bens e o saldo da Balança Comercial de Bens nos anos de 2022 e 2023 assim como a média do primeiro bimestre de 2024, segundo as informações do Bacen. Entre 2022 e 2023, ocorreu estabilidade no valor médio das Exportações de Bens e redução na média das Importações de Bens. O saldo médio da Balança Comercial passou de US\$ 3,7 bilhões em 2022 para US\$ 6,7 bilhões em 2023. A média do saldo da Balança Comercial entre janeiro e fevereiro de 2024 foi de US\$ 3,9 bilhões, e provavelmente será inferior relativamente ao ano de 2023, pois a produção agropecuária apresenta sinais de queda de produção prevista para este ano em função de problemas climáticos.

Tabela 1 - Balança Comercial, Exportação e Importação de Bens, US\$ Milhões

| | Balança comercial | Exportação de bens | Importação de bens |
|--------------------|-------------------|--------------------|--------------------|
| Média 2022 | 3.679,45 | 28.360,68 | 24.681,23 |
| Média 2023 | 6.715,19 | 28.702,65 | 21.987,44 |
| Média jan/fev/2024 | 3.886,60 | 25.575,45 | 21.688,85 |

Fonte: Séries Temporais/Bacen, elaboração própria.

O desempenho da Balança Comercial brasileira pode ser visto também através dos dados da Secretaria de Comércio Exterior do Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio (MDIC).¹ Segundo essa fonte de dados, as Exportações do Brasil aumentaram 1,7% em 2023 em relação ao ano anterior, depois de dois anos de forte expansão relativamente aos anos precedentes: aumentaram 34% em 2021 na comparação com 2020 (retomada pós-choque da pandemia da Covid-19) e 19% em 2022 na comparação com 2021.

Pelo lado das Importações, houve uma queda de 12% em 2023 em relação a 2022, depois de dois anos de expansão. No cenário de preços de *commodities* em queda em 2023, a expansão das exportações brasileiras ocorreu em função do aumento de quantidades exportadas.

O grupo de atividades exportadoras que teve maior expansão entre 2022 e 2023 foi a Agropecuária, com crescimento de +9%. O principal destino das exportações brasileiras foi a China, que representou 31% do total exportado em 2023 e cujo crescimento foi de +16,7% entre 2022 e 2023. Notar que essa expansão ocorreu mesmo em meio à redução do crescimento da China e da existência de uma guerra comercial dos países ocidentais mais ricos contra o país asiático.

O principal produto exportado pelo Brasil em 2023 foi a soja, que representou 16% do valor exportado pelo país e teve um crescimento de 14,4% do valor exportado em relação a 2022. No caso da soja, ocorreu aumento da quantidade exportada (+29) apesar da redução do preço de exportação entre esses dois anos (-12%). Outro destaque das exportações brasileiras em 2023 foi o grupo Óleo Bruto de Petróleo e Metais Betuminosos, que representaram 12,5% do total exportado pelo Brasil em 2023 e que apresentaram estabilidade no valor exportado entre 2022 e 2023. No comparativo entre 2022 e 2023, esse grupo teve aumento de +18,5% na quantidade exportada e redução do preço de exportação de 15,5%.

Ressalte-se que, com a ampliação do comércio internacional, ocorre uma série de atividades associadas na área de serviços, como serviços financeiros e de transporte, e muitos deles realizados por não residentes, pressionando a Balança de Serviços. Conforme indicado no Gráfico 4, o resultado da Balança de Serviços reflete como os Serviços transacionáveis com o exterior são uma fonte de fuga da renda doméstica para o exterior. Nesse mesmo gráfico, o persistente déficit da Balança de Serviços pode ser observado por meio das principais contas relativas aos serviços transacionados entre residentes e não residentes entre janeiro de 2022 e fevereiro de 2024, em valores mensais.

O déficit em Despesas de Transporte tem predominado; em 2022, chegaram a representar 50% do déficit de serviços e em 2023 caíram para 35% – ainda assim, um percentual elevado. Convém recordar que em

2022 ocorreram problemas com os transportes marítimos na saída da pandemia da Covid-19 e com o começo da guerra na Ucrânia, fazendo com que os custos de transporte disparassem.

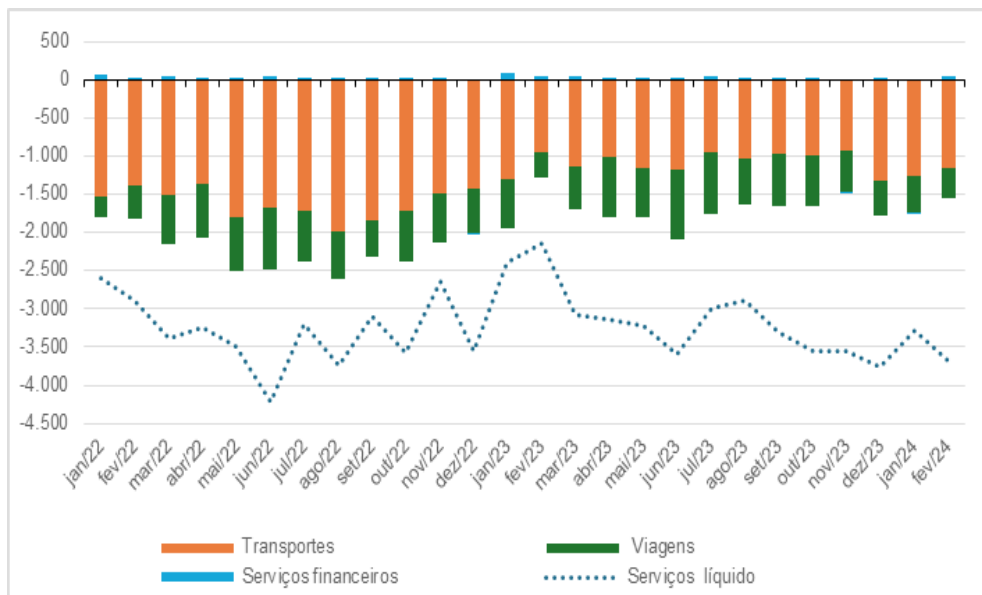
O déficit com Despesas de Viagens, segundo item mais relevante na Conta Comercial de Serviços, representou 18% dessa conta em 2022 e 20% em 2023. Um aspecto da Conta de Serviços que tem sido sistematicamente superavitário é a conta de Serviços Comerciais Financeiros. Porém, são valores pequenos proporcionalmente aos

demais e desaparecem no Gráfico 4. A média mensal do déficit em Conta Comercial de Serviços foi US\$ 3,3 bilhões em 2022 e US\$ 3,1 bilhões em 2023.

Conforme já apontado anteriormente, uma fonte expressiva de déficit em Transações Correntes tem sido verificada na Conta de Renda Primária, em especial na Conta de Investimentos, onde são registradas as transações de receitas e despesas relativas a Investimentos em Carteira e Investimentos Diretos. O Gráfico 5 apresenta os saldos da Conta Primária de In-

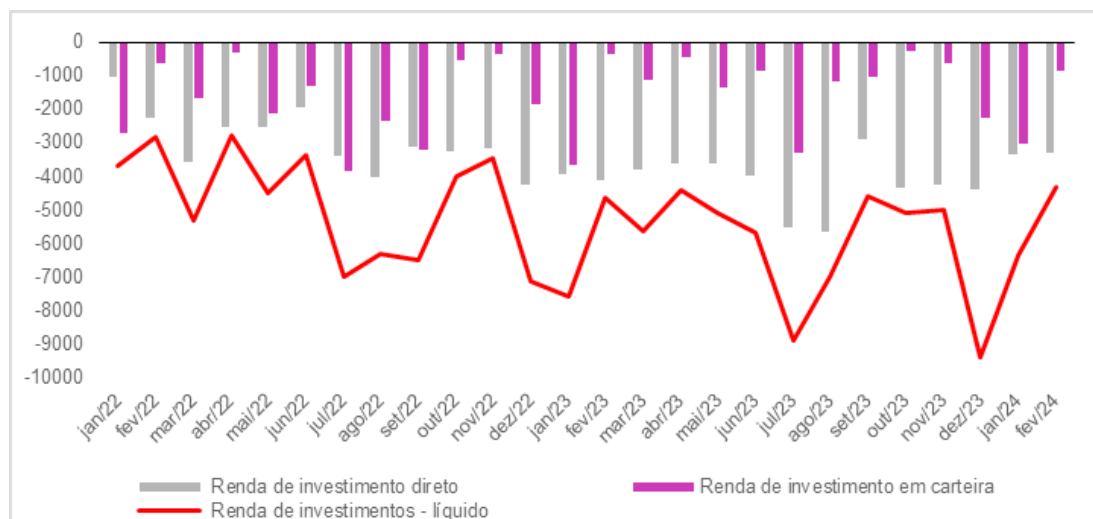
vestimentos Diretos e em Carteira, onde se pode verificar como são duas variáveis que oscilam muito ao longo dos meses e têm sido sistematicamente negativas no caso brasileiro, como mostra a linha Renda de Investimentos Líquido, em vermelho. Em 2022, o valor deficitário médio mensal dessa conta foi de US\$ 4,7 bilhões e em 2023, de US\$ 6,1 bilhões. No acumulado do ano de 2022, o déficit em Renda de Investimentos da Conta Primária atingiu US\$ 56,6 bilhões e em 2023, US\$ 72,7 bilhões.

Gráfico 4 - Balança Comercial de Serviços, Saldo Líquido, Transportes, Viagens e Serviços Financeiros, Jan/2022 a Fev/2024, US\$ Milhões



Fonte: Séries Temporais/Bacen.

Gráfico 5 - Conta de Renda Primária de Investimentos e Suas Principais Componentes, Investimentos Direto e Investimento em Carteira, Valores Mensais, Jan/2022 a Fev 2024, US\$ Milhões

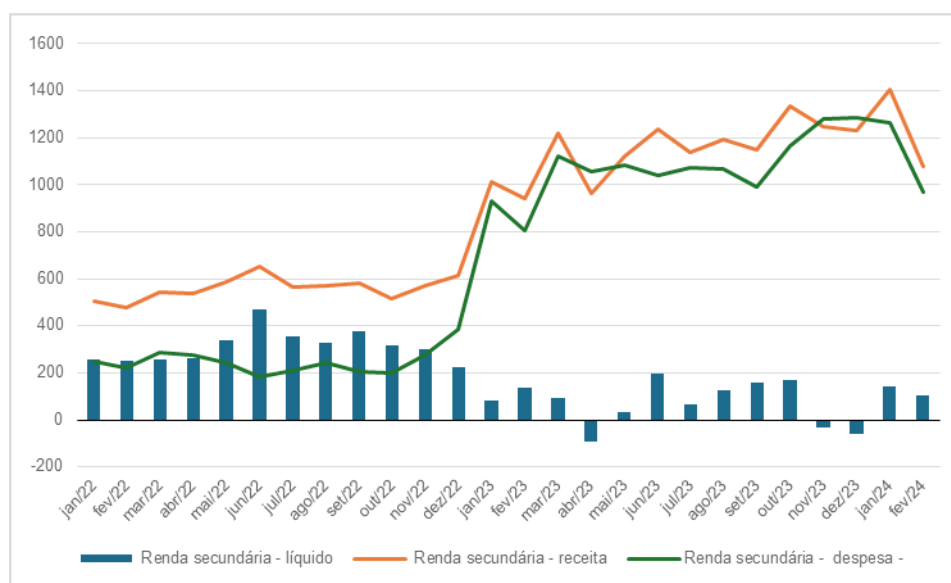


Fonte: Séries Temporais/Bacen.

A Renda Secundária, apesar de apresentar um montante bem menos relevante do ponto de vista do Balanço de Pagamentos, tem apresentado aumento expressivo de entradas e saídas a partir do início de

2023 e redução de seu resultado líquido, conforme indicado no Gráfico 6. Em 2022, o superávit da Renda Secundária atingiu US\$ 3,7 bilhões e em 2023 foi reduzido para US\$ 880 milhões.

Gráfico 6 - Receita Secundária Líquida, Receita e Despesa, Jan/2022 a Fev/2024, US\$ Milhões



Fonte: Séries Temporais/Bacen.

A Conta Financeira do Balanço de Pagamentos traz as informações sobre transações entre residentes e não residentes envolvendo ativos e passivos financeiros. No caso desta conta, valores negativos significam a compra de ativos financeiros do país por não residentes, gerando um passivo a ser pago no futuro. Ao contrário, valores positivos no saldo líquido da Conta Financeira indicam que residentes no país compraram ativos financeiros de não residentes e, portanto, têm ativos contra não residentes. No caso brasileiro, têm predominado saldos negativos, ou seja, geralmente não residentes compram ativos de residentes no país do que o contrário, de modo que o passivo externo financeiro tem tendência de crescimento.

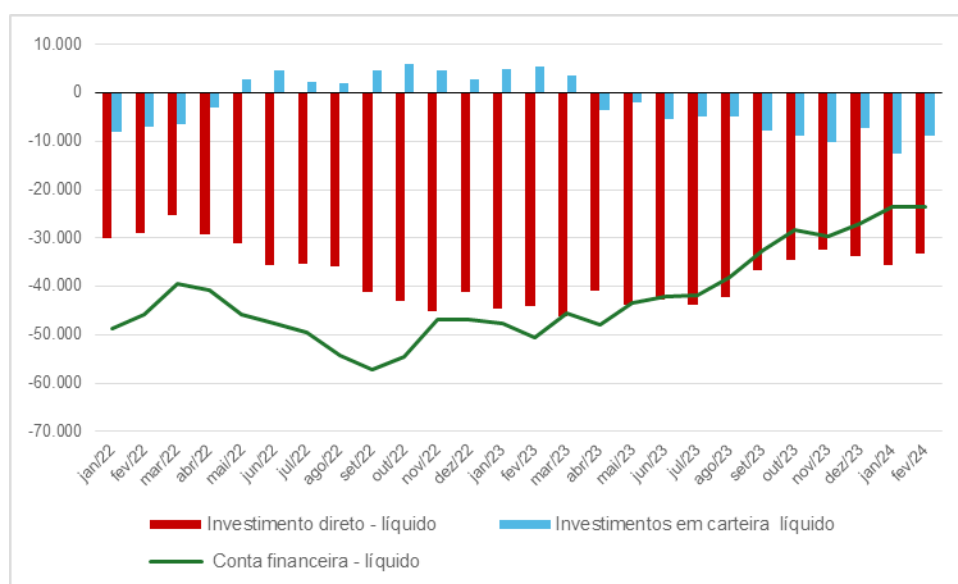
O Gráfico 7 apresenta as informações dos valores acumulados em 12

meses da Conta Financeira Líquida e suas principais componentes, Investimento em Carteira Líquido e Investimento Direto Líquido. Enquanto o Investimento em Carteira nesse período apresentou resultados positivos e negativos, refletindo a volatilidade comparativa entre mercados financeiros domésticos e externos, o Investimento Direto Líquido foi sistematicamente negativo, sendo a principal forma de entrada de recursos financeiros no país e tem sido uma fonte de recursos mais estável para financiar os déficits recorrentes em Transações Correntes.

Pelo Gráfico 7 é possível ver uma tendência de redução de entrada de recursos no país a partir do segundo semestre de 2022, refletido pela Conta Financeira Líquida que tem se reduzido no acumulado de 12 meses. Em termos anuais, o

saldo da Conta Financeira Líquida foi de -US\$ 46,8 bilhões em 2022 e -US\$ 27,1 bilhões em 2023. A redução de entrada de recursos de US\$ 20 bilhões entre 2022 e 2023 foi causada pela redução de Investimento Direto Líquido, com uma queda de US\$ 7,5 bilhões. A entrada adicional de US\$ 10,3 bilhões do Investimento em Carteira entre 2022 e 2023 ajudou a contrabalançar a queda do Investimento Direto. Contudo, sempre é importante lembrar que contar com recursos financeiros externos para equilibrar o Balanço de Pagamentos é uma fonte de incerteza, uma dependência do mercado internacional de ativos e um limitador à queda de juros internos no país, na medida em que o diferencial das taxas internas e externas contribui decisivamente para a atração desses recursos.

Gráfico 7 - Conta Financeira Líquida, Investimento Direto Líquido e Investimento em Carteira Líquido, Jan/2022 a Fev/2024, US Milhões, Valores Acumulados em 12 Meses



Fonte: Séries Temporais/Bacen.

1 As informações sobre exportações e importações são obtidas pelo Bacen a partir dos dados de comércio exterior do MDIC e então são feitos ajustes, como por exemplo, transações postais e aquelas em que não há mudança física no território, apesar de serem feitas entre residentes e não residentes.

() Economista e doutora em Economia pela FEA-USP.
(E-mail: veramartins2702@gmail.com).*

temas de economia aplicada



Reajustes Negociados e Inflação

HÉLIO ZYLBERSTAJN (*)

Os reajustes salariais resultantes da negociação coletiva estão não apenas repondo a inflação passada como também proporcionando aumentos reais aos trabalhadores. O Boletim Salariômetro deste mês (abril/2024) informa que isso vem ocorrendo há 16 meses, algo que não ocorria desde julho de 2018. Muitos observadores da cena econômica estão se perguntando se estes reajustes poderiam impactar as taxas de inflação futuras.

Este texto relaciona os dados históricos da negociação coletiva de salários com as taxas de inflação com o objetivo de verificar se, no passado, há evidências de um possível impacto inflacionário dos reajustes salariais. Para tanto, valemo-nos do Salariômetro da Fipe, que regis-

tra os reajustes negociados desde janeiro de 2007 até dezembro de 2023.

A próxima seção apresenta o comportamento da inflação no período mencionado medida pelos dois índices do IBGE, o IPCA e o INPC. A segunda seção compara os valores médios e medianos dos reajustes, oferecendo algumas considerações sobre estas duas estatísticas e preparando o terreno para extrair evidências da relação entre negociação salarial e inflação. A seção seguinte inclui um indicador de nível da atividade, a Taxa de Desocupação, para ampliar a abrangência da análise. A última seção apresenta algumas considerações finais.

1 INPC, IPCA e Negociação Salarial

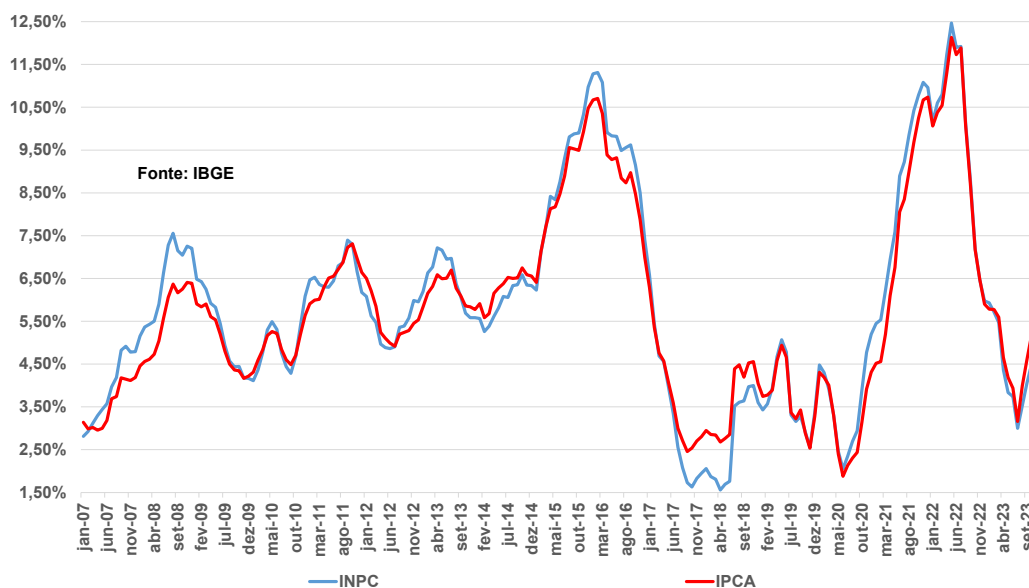
A referência de inflação nas mesas de negociação é o INPC porque este índice capta a variação de preços das famílias com renda de até cinco Salários Mínimos, que constituem a clientela mais tipicamente representada pelos sindicatos laborais.

A ponderação de itens como Alimentação e Transporte é maior no INPC do que no IPCA, enquanto Serviços Pessoais e Diversão pesam mais neste último do que no primeiro. No longo prazo, os dois índices tendem a convergir, mas em períodos curtos, podem ocorrer divergências na medição da inflação, ocasionadas pela diferente ponderação dos itens das respectivas cestas de consumo.

O Gráfico 1, a seguir, apresenta a taxa de inflação, acumulada em 12 meses, medida pelos dois índices e mostra que, entre janeiro/2007 e dezembro/2023, seus valores ficaram, na maior parte do tempo, muito próximos. Os períodos em que INPC e IPCA ficam algo distantes ocorrem ao final de forte aceleração ou forte desaceleração da inflação. Aparentemente, ao final de

uma aceleração, o INPC assume valores maiores que o IPCA, ocorrendo o contrário quando se verifica desaceleração. Curiosamente, entre o primeiro semestre de 2020 e o primeiro semestre de 2023, houve, primeiro, forte aceleração da inflação e em seguida, forte desaceleração, mas as duas curvas permaneceram bastante aderentes ao longo destes três anos.

Gráfico 1 – INPC e IPCA- Jan/07 a Dez/23



2 Comportamento dos Reajustes Mediano e Médio

Quando se analisam indicadores de rendimento, é recomendável prestar atenção ao comportamento conjunto dos valores medianos e médios. Ocorre que a distribuição de rendimentos tende a ser assimétrica porque algumas observações que correspondem a valores maiores e fora da curva arrastam a distribuição para a direita. Por essa razão, a mediana de uma distribuição de renda tende a ser sempre menor que a média.

O Gráfico 2 mostra a evolução das curvas dos dois reajustes e também a curva da diferença entre o reajuste mediano e o médio. Esta última curva situa-se pratica-

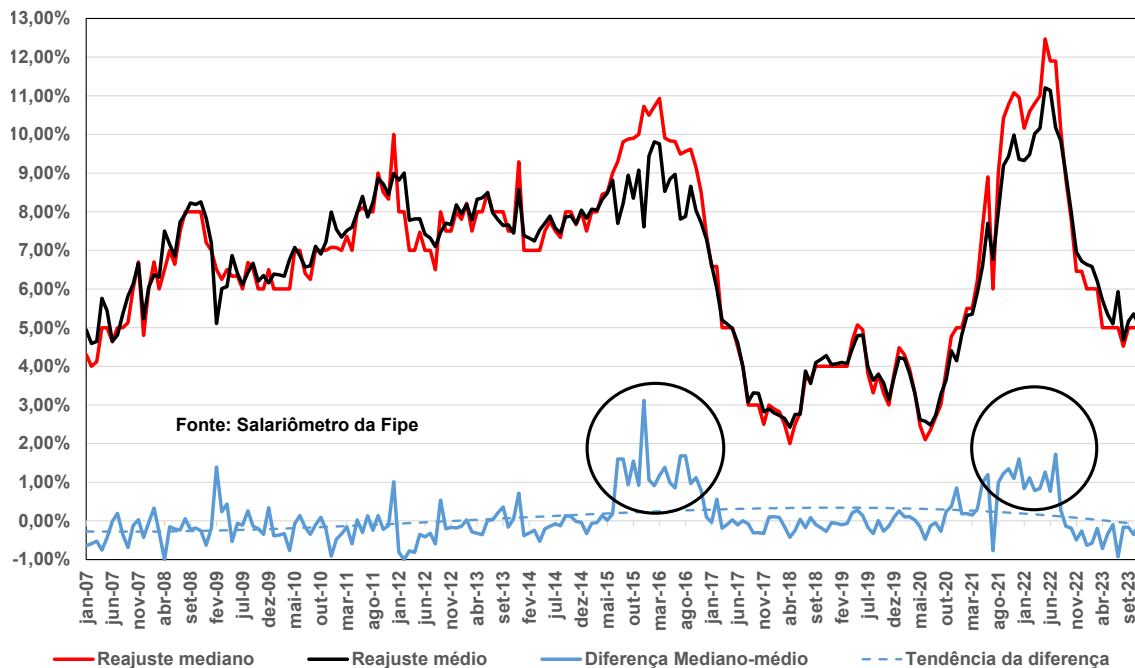
mente todo o tempo na proximidade do eixo horizontal, oscilando entre valores positivos e negativos. Na maioria dos meses, a diferença é negativa, indicando que o reajuste médio é maior que o mediano, resultado esperado em se tratando de indicadores de renda, pelo efeito da assimetria mencionado acima. De qualquer forma, o valor da diferença é sempre muito próximo de zero, indicando que reajustes medianos e médios são muito próximos na maior parte das vezes.

Mas, no Gráfico 2, há dois subperíodos, que fogem do padrão esperado, e durante os quais o reajuste mediano esteve acima do reajuste médio. Os dois períodos – assinalados com círculos – coincidem com movimentos pronunciados de crescimento da inflação,

indicados no Gráfico 1 da seção anterior. Este comportamento indica que, após um período de crescimento da inflação, as empresas resistem à demanda sindical por reposição e tendem a conceder reajustes menores que a inflação acumulada. Aparentemente, a nego-

ciação coletiva nos anos aqui considerados criou um mecanismo de autocontrole, que restringiu a continuidade da corrida preços-salários, típica de um sistema indexado.

Gráfico 2 – Reajuste Mediano e Médio e Sua Diferença – Jan/07 a Dez/23



Os dois próximos gráficos apresentam aspectos da distribuição da diferença entre o reajuste mediano e o reajuste médio no período de 204 meses aqui estudado.

O Gráfico 3 mostra a dispersão da diferença entre os dois reajustes, que oscila entre o valor mínimo de -1,00 ponto porcentual e máximo de 3,11 pontos por-

centuais. O valor mediano (-0,09 p.p.) é menor que o valor médio (0,07 p.p.), indicando que a distribuição da diferença entre as duas estatísticas é, ela também, assimétrica à direita. O Gráfico 4 apresenta o histograma da diferença entre os reajustes mediano e médio, que representa e reflete perfeitamente a dispersão apresentada no gráfico anterior.

Gráfico 3 – Dispersão da Diferença Entre o Reajuste Mediano e o Reajuste Médio

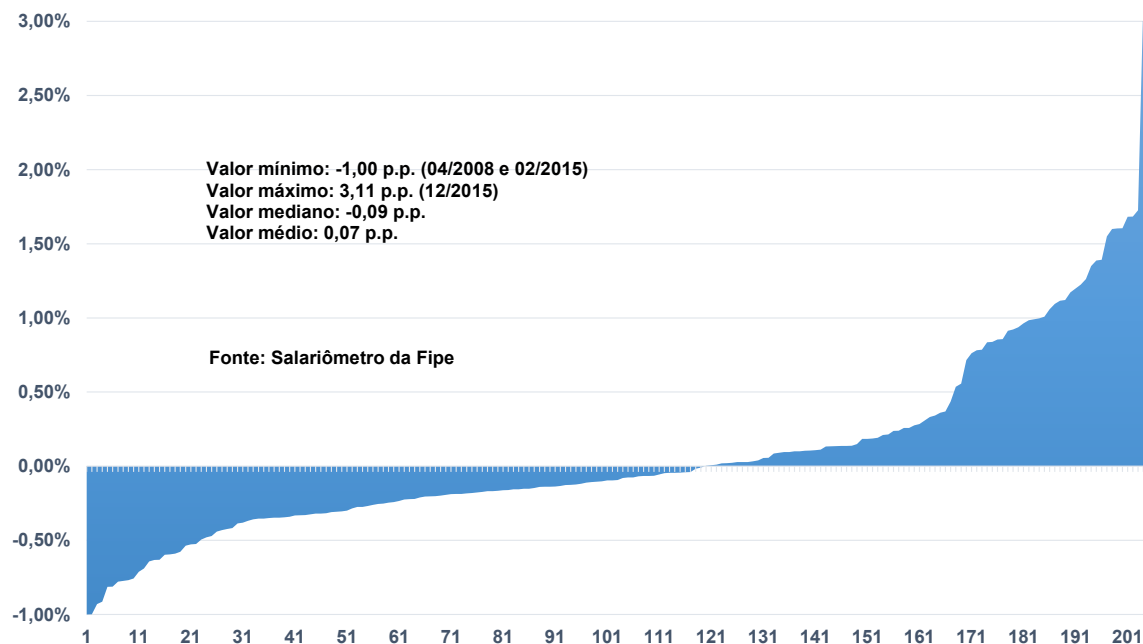
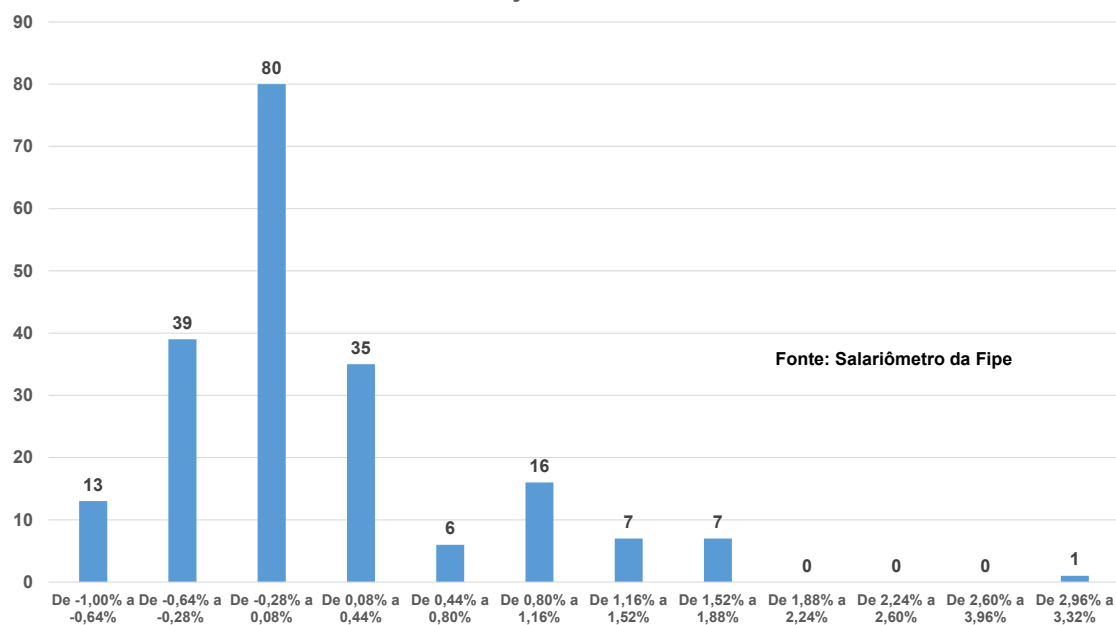


Gráfico 4 – Histograma da Diferença Entre o Reajuste Mediano e o Reajuste Médio



3 Reajustes Medianos, Inflação e Taxa de Desocupação

Esta seção reúne os dados de reajuste salarial e inflação discutidos separadamente nas seções anteriores e acrescenta a Taxa de Desocupação da Pnad Contínua, para encontrar um indício de resposta à questão inicial: há algum impacto identificável de reajustes negociados na taxa de inflação?

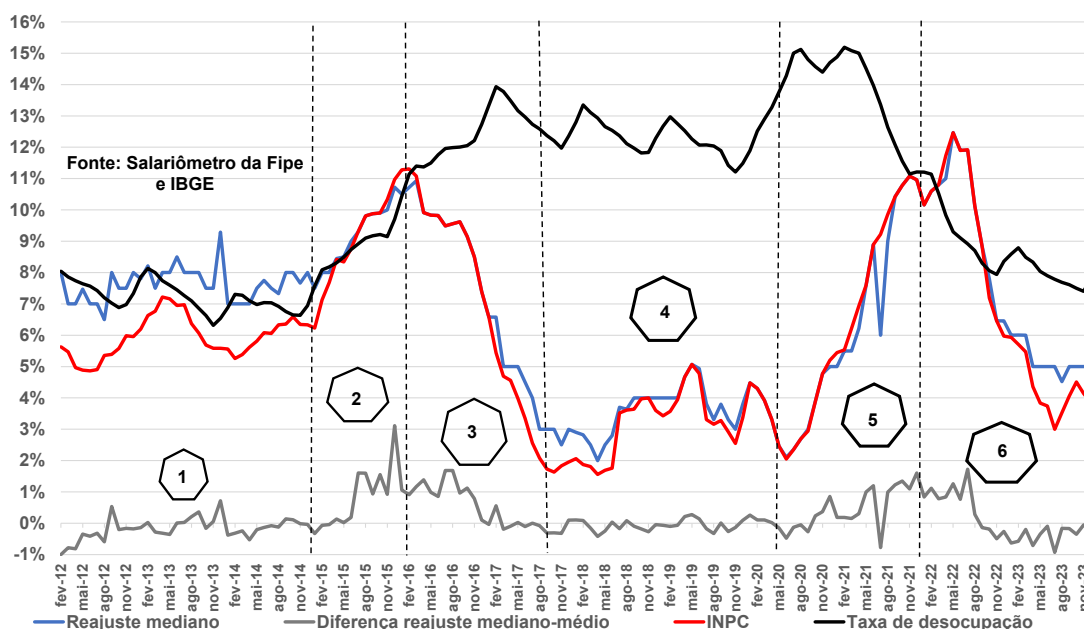
Como a Pnad Contínua foi criada no primeiro trimestre de 2012, é necessário ajustar o período da análise, desprezando os reajustes negociados anteriormente à criação da Pnad Contínua. Para compatibilizar os valores trimestrais da Pnad Contínua com os valores mensais do INPC e dos reajustes

negociados, a Taxa de Ocupação trimestral é considerada como se fosse a Taxa de Desocupação do segundo mês de cada trimestre. Dessa forma, o período de análise agora começa em fevereiro/2012 e termina em dezembro/2023. Finalmente, a análise desta seção utiliza os valores medianos dos reajustes negociados, que são mais estáveis que os reajustes médios, e o INPC, como indicador da inflação.

O Gráfico 5, que apresenta a evolução dos reajustes medianos, do INPC e da Taxa de Desocupação, pode ser dividido em seis Períodos. No Período 1, os três indicadores estão relativamente estáveis e o reajuste mediano se situa acima do INPC. No Período 2, os três indicadores crescem rapidamente e

os reajustes se igualam ao INPC. No Período 3, a Taxa de Desocupação continua a crescer enquanto o INPC e os reajustes medianos diminuem rapidamente. Os reajustes acompanham o INPC até o ponto em que este atinge valores abaixo de 6%, quando então o reajuste mediano fica maior que a inflação. O Período 4 apresenta estabilidade dos três indicadores. A Taxa de Desocupação se mantém elevada e os reajustes se situam acima do INPC. No Período 5, a Taxa de Desocupação começa a cair enquanto o INPC cresce rapidamente, acompanhado pelos reajustes medianos. Finalmente, no Período 6, os três indicadores caem rapidamente e, ao final, os reajustes se situam acima do INPC.

Gráfico 5 – Reajuste Salarial, Inflação e Taxa de Desocupação – Fev/12 a Dez/23



Os seis Períodos apresentam diversas combinações dos comportamentos dos três indicadores, o que torna difícil a tentativa de identificar algum padrão entre eles. Apesar das diferenças entre os Períodos, é possível extrair duas constatações. A primeira é que em quatro subperíodos (1, 3, 4 e 6) o reajuste mediano se situou predominantemente acima do INPC. A segunda é que nos dois Períodos em que o INPC cresceu rápida e significativamente (2 e 5), o reajuste mediano ficou acima do reajuste médio.

4 Considerações Finais

Os dados aqui apresentados e discutidos sugerem algumas considerações no seu conjunto intrigantes, que o autor passa a compartilhar. Primeiro, na maior parte do tempo, o reajuste mediano negociado ficou acima da taxa de inflação acumulada e medida pelo INPC. Segundo, quando a inflação medida pelo INPC se acelerou, os reajustes medianos o acompanharam, mas os ganhos reais deixaram de ser predominantes. Terceiro, no período considerado, o fator relevante para a definição dos reajustes salariais reais tem sido a taxa de inflação: quando é baixa, ocorrem ganhos reais e, quando cresce, os ganhos reais minguam, mas os reajustes o acompanham. Finalmente, apesar da ocorrência quase contínua dos ganhos reais nos reajustes, não é possível concluir que tenham impactado as taxas de inflação subsequentes. Os dados mostraram que quando a inflação medida pelo INPC se acelerou, os reajustes medianos se tornaram maiores que os reajustes médios, indicando que em muitos casos os trabalhadores não conseguiram repor a inflação. Como já mencionado, este fato sugere a possível existência de travas no próprio processo da negociação coletiva que impediriam a transmissão de aumentos de preços para os salários.

() Professor Sênior da FEA/USP e Coordenador do Salariômetro da Fipe. (E-mail: hzy@hzy.com.br).*

Estimação da Estrutura Termo de Taxa de Juros por Spline Cúbico

MARCOS EUGÊNIO DA SILVA (*)

Spline Cúbico é uma técnica de interpolação que permite obter uma curva à vista de juros a partir dos preços (ou TIR) de títulos negociados no mercado. Como boa parte desses títulos paga cupons periódicos, as suas TIR não refletem as taxas de desconto em cada momento do tempo mostradas na estrutura a termo de taxa de juros (ETTJ). O propósito desta nota é ilustrar como obter a ETTJ de títulos públicos no Brasil usando splines cúbicos. O exemplo utilizado baseia-se nos títulos prefixados, LTN e NTN, mas pode-se usar a mesma técnica para a obtenção de uma ETTJ “real”, a partir das NTN. A descrição teórica segue James e Webber (2000, p. 434 e seguintes).¹

As equações dos preços dos títulos, P , podem ser escritas em formato matricial como uma função dos fluxos dos papéis e dos fatores de desconto. Assim, temos

$$P = C\delta + \varepsilon$$

Onde P é o vetor coluna de preços (n° de títulos \times 1), C é a matriz de fluxos de caixa dos papéis (n° de títulos \times n° de fluxos), δ é o vetor coluna de fatores de desconto (n° de

fluxos \times 1) e ε é o vetor de erros (n° de títulos \times 1). O problema é achar

$$\hat{\delta} = \arg \min_{\delta} \{\varepsilon' \varepsilon | \varepsilon = P - C\delta\}$$

Resolvendo por OLS

$$\hat{\delta} = (C' C)^{-1} C' P$$

O problema com essa solução é que ela é muito instável. A matriz C tem muitos elementos e muitos zeros. Uma alternativa é reescrever o problema definindo δ como uma transformação linear de um vetor λ a partir de uma base que constitui uma matriz B . Assim, podemos escrever P como

$$P = CB'\lambda + \varepsilon, \delta = B'\lambda$$

A solução para λ equivale à solução inicial para δ . Definindo $D=CB'$ temos

$$\hat{\lambda} = \arg \min_{\lambda} \{\varepsilon' \varepsilon | \varepsilon = P - D\lambda\}$$

A solução por OLS é

$$\hat{\lambda} = (D' D)^{-1} D' P$$

A partir de $\hat{\lambda}$ podemos recuperar os fatores de desconto estimados, $\hat{\delta}$, e depois transformar $\hat{\delta}$ em taxas de juros anuais, gerando assim a ETTJ.

Isso é mais fácil de resolver porque em geral $\hat{\lambda}$ tem muito menos elementos que $\hat{\delta}$ e a matriz D é menor e muito mais densa que C .

A matriz B , no caso da técnica de spline cúbico, é definida como se segue.

Para um conjunto fixo preestabelecido de pontos no tempo chamados nós $\{\xi_0, \dots, \xi_n\}$ e para $p=0, \dots, n-4$, defina

$$B_p(\tau) = \sum_{j=p}^{p+4} \left(\prod_{i=p, i \neq j}^{p+4} \frac{1}{\xi_i - \xi_j} \right) (\tau - \xi_j)_+^3$$

$B_p(\tau)$ são B-splines cúbicos no momento τ , que são diferentes de zero apenas no intervalo de 5 nós consecutivos $[\xi_p, \xi_{p+4}]$.

A forma geral de um spline cúbico é

$$s(\tau) = \sum_{i=0}^3 a_i \tau^i + \frac{1}{3!} \sum_{p=1}^{n-1} b_p (\tau - \xi_p)_+^3$$

onde $(\tau - \xi_p)_+ = \max(\tau - \xi_p, 0)$

Um spline cúbico é uma aproximação polinomial por partes, com polinômios de grau 3 diferenciáveis 2 vezes em todos os pontos. Os nós são os pontos em que polinômios adjacentes se encontram. A primeira parte da fórmula é um polinômio

cúbico. A segunda parte é diferenciável apenas duas vezes nos nós. Para um spline com $n+1$ nós $\{\xi_0, \dots, \xi_n\}$, o spline tem $n+3$ parâmetros, $\{a_0, \dots, a_3, b_1, \dots, b_{n-1}\}$.

Essa fórmula geral não é adequada, pois as funções são ilimitadas e a modelagem de taxas de juros exige funções limitadas. As funções B_p acima são limitadas e mais adequadas para o problema em questão.

Como o spline tem $n+3$ parâmetros, são necessárias $n+3$ equações. Mas existem apenas $n-3$ equações B_p , sendo necessárias mais 6 equações. O truque é definir nós adicionais fora do intervalo original $[\xi_0, \xi_n]$. Assim, o conjunto de nós fica

$$\{\xi_{-3}, \xi_{-2}, \xi_{-1}, \xi_0, \dots, \xi_n, \xi_{n+1}, \xi_{n+2}, \xi_{n+3}\}$$

| | | | | | | | | | | | | | | |
|------------|------------|------------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|---------|------------|------------|
| ξ_{-3} | ξ_{-2} | ξ_{-1} | ξ_0 | ξ_1 | ξ_2 | ξ_3 | ξ_4 | ξ_5 | ξ_6 | ξ_7 | ξ_8 | ξ_9 | ξ_{10} | ξ_{11} |
| -3 | -2 | -1 | 1/252 | 0,1 | 0,4 | 1 | 1,5 | 2 | 4 | 6 | 10 | 15 | 20 | 25 |

Isso permite definir 11 funções B_p . Como $n+1=9$, tem-se $n+3=11$ parâmetros e o problema pode ser resolvido! Note-se que no problema original o vetor de fatores de desconto tinha 28 parâmetros (28 fluxos) a serem estimados. A Figura 3 mostra uma função B_p . A Figura 4 mostra todas as 11 funções geradas no exemplo tratado aqui.²

A solução $\hat{\lambda}$ acima é para o problema irrestrito. É conveniente forçar a curva de fatores de desconto a passar pelo valor presente da taxa Selic. Como ela é válida para 1 dia, o fator de desconto fica

$$\delta(0) = \delta(sel) = \frac{1}{\left(1 + \frac{sel}{100}\right)^{1/252}}$$

Isso trava a ponta curta do vetor de fatores de desconto e melhora o ajuste. Definimos

$W = (B_{-3}(0), \dots, B_{n-1}(0))'$ para o vetor de valores dos B-splines na origem e colocamos $w = \delta(0)$. A restrição é que $W'\lambda = w$. O problema restrito fica

A aproximação da função fator de desconto δ , usando B_p fica

$$\delta(\tau) = \delta(\tau | \lambda_{-3}, \dots, \lambda_{n-1}) = \sum_{p=-3}^{n-1} \lambda_p B_p(\tau)$$

onde $\lambda = (\lambda_{-3}, \dots, \lambda_{n-1})'$ são os coeficientes a serem determinados por OLS. A matriz B terá dimensão $(n+3 \times n^\circ \text{ de fluxos})$, o vetor coluna δ será $(n^\circ \text{ de fluxos} \times 1)$, o vetor coluna λ será $(n+3 \times 1)$ e $p=-3, \dots, n-1$.

No exemplo mostrado aqui o conjunto de nós será formado por 15 nós, 9 iniciais ($[1/252 \ 0,1 \ 0,4 \ 1 \ 1,5 \ 2 \ 4 \ 6 \ 10]$) mais 6 adicionais ($[-3 \ -2 \ -1 \ 15 \ 20 \ 25]$):

$$\lambda^\# = \arg \min_{\lambda} \{\varepsilon' \varepsilon | \varepsilon = P - D\lambda, W'\lambda = w\}$$

A solução é

$$\lambda^\# = \hat{\lambda} + (D'D)^{-1}W(W'(D'D)^{-1}W)^{-1}(w - W'\hat{\lambda})$$

Resolvendo o problema restrito, com a curva passando pela Selic, com os dados de títulos públicos publicados pela ANBIMA em 23/02/2024, chegamos aos resultados mostrados na Tabela 1 e nas Figuras 1 e 2.³ Na Figura 1, são mostradas, além da curva à vista de juros, as TIR (YTM) dos papéis em função das suas durações de Macaulay. Na Figura 2, aparece a mesma curva de juros e os nós do exemplo.

Note-se que os erros de estimativa das TIR dos títulos federais prefixados (LTNs e NTNFS) são menores que os reportados pela ANBIMA usando o modelo de Svensson.⁴

Tabela 1 – Spline Cúbico da Curva de Juros Prefixada

| Títulos Públicos Federais | | | | 23/Fev/2024 | |
|---------------------------|--------------------|------------------------|----------------------|-------------------|------------------------------|
| TIPO | Data de Vencimento | Tx. Indicativas Anbima | Tx. Estimadas Spline | Erro Spline (bps) | Erro Anbima - Svensson (bps) |
| LTN | 01/04/2024 | 11,0225 | 11,0224 | 0,01 | -7,03 |
| LTN | 01/07/2024 | 10,4951 | 10,4975 | -0,24 | -1,70 |
| LTN | 01/10/2024 | 10,1535 | 10,1350 | 1,85 | 0,25 |
| LTN | 01/01/2025 | 9,9593 | 9,9846 | -2,53 | 5,61 |
| LTN | 01/04/2025 | 9,9250 | 9,9115 | 1,35 | -1,83 |
| LTN | 01/07/2025 | 9,8814 | 9,8819 | -0,05 | -2,28 |
| LTN | 01/10/2025 | 9,8957 | 9,8856 | 1,01 | -4,17 |
| LTN | 01/01/2026 | 9,8920 | 9,9146 | -2,26 | 1,16 |
| LTN | 01/04/2026 | 9,9681 | 9,9563 | 1,18 | -2,20 |
| LTN | 01/07/2026 | 10,0152 | 10,0064 | 0,88 | -1,50 |
| LTN | 01/07/2027 | 10,2437 | 10,2500 | -0,63 | 2,89 |
| LTN | 01/01/2028 | 10,3960 | 10,3787 | 1,73 | -0,08 |
| LTN | 01/01/2030 | 10,7720 | 10,7765 | -0,45 | -2,54 |
| NTNF | 01/01/2025 | 9,9965 | 9,9945 | 0,20 | 2,81 |
| NTNF | 01/01/2027 | 10,1026 | 10,1101 | -0,75 | 2,44 |
| NTNF | 01/01/2029 | 10,5184 | 10,5249 | -0,65 | 0,37 |
| NTNF | 01/01/2031 | 10,7543 | 10,7498 | 0,45 | -2,13 |
| NTNF | 01/01/2033 | 10,8100 | 10,8113 | -0,13 | 2,41 |
| NTNF | 01/01/2035 | 10,8960 | 10,8958 | 0,02 | -0,63 |
| RMSE | | | | 1,14 | 2,88 |

Fonte: Anbima e estimação própria.

Figura 1 – ETTJ de Títulos Públicos Prefixados Estimada por B-Spline Cúbico – 23-fev-2024

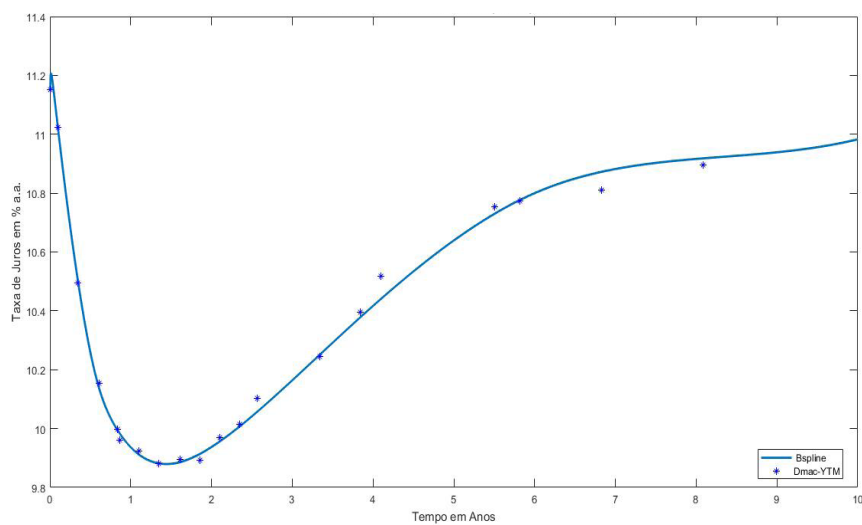


Figura 2 - ETTJ de Títulos Públicos Prefixados - B-Spline Cúbico – 23-fev-2024

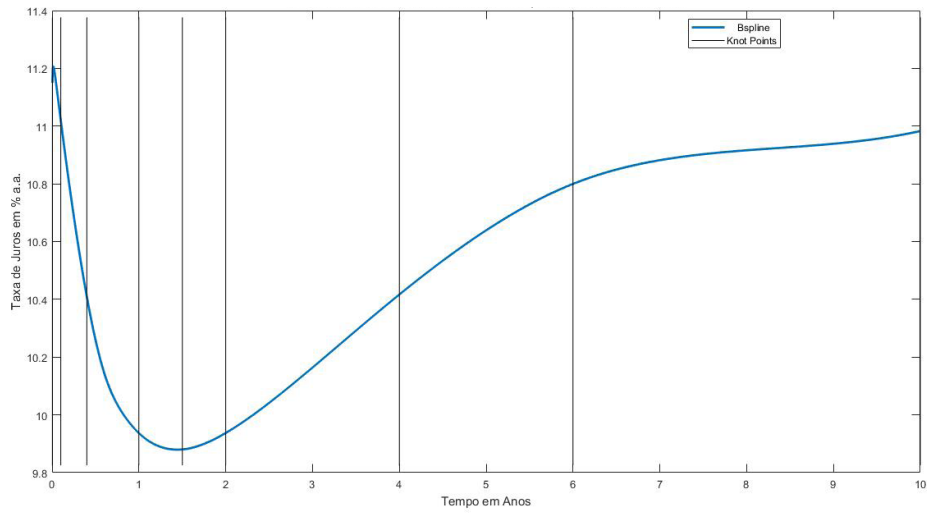


Figura 3 – Exemplo de Função Base do B-Spline Cúbico

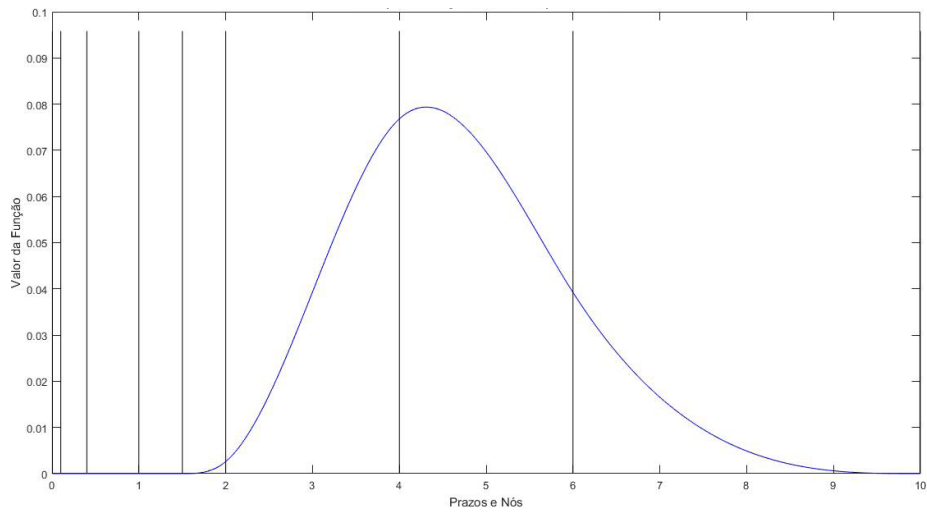
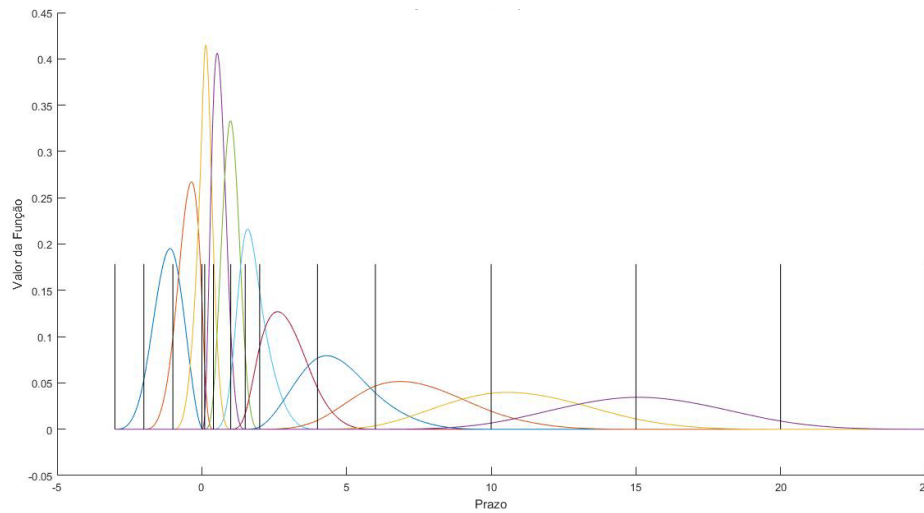


Figura 4 - Funções Base do B-Spline Cúbico



Referência

JAMES, J.; WEBBER, N. **Interest rate modelling**. Wiley, 2000.

- 4 Não é possível garantir que isso ocorra sempre, pois os modelos de spline cúbico e de Svensson coexistem na literatura com bons resultados de ambos os lados.

- 1 Alguns erros tipográficos foram encontrados nas fórmulas do texto e corrigidos para a implementação do modelo em MATLAB.
- 2 As dimensões das matrizes no exemplo ficam $P(20 \times 1)$, $C(20 \times 28)$, $B(11 \times 28)$, $D(20 \times 11)$, $\delta(28 \times 1)$, $\lambda(11 \times 1)$. São 20 títulos (13 LTN, 6 NTN e a Selic) e 28 pontos no tempo com fluxo de caixa diferente de zero para algum título.
- 3 Os fluxos dos papéis e os seus prazos em dias úteis foram reconstruídos, em rotinas EXCEL, a partir dos preços, taxas e datas de vencimento fornecidos pela ANBIMA. A taxa Selic foi 11,15 % a.a..

() Professor aposentado do Departamento de Economia da FEA-USP. (E-mail: medsilva@usp.br).*

Estrutura do Gasto Governamental e Financiamento da Proteção Social no Brasil

ROGÉRIO NAGAMINE COSTANZI (*)

Do ponto de vista da condução das políticas públicas, é importante saber tanto a dimensão global do gasto público como também sua composição. De modo geral, a despesa do governo não deve ser nem demonizada nem idealizada como algo fundamental e indispensável ao crescimento econômico. Na realidade, a política fiscal deve ser vista, em um primeiro momento, como um processo de realocação de recursos. Nesse referido processo, o que deveria ser idealizado é boa qualidade tanto da tributação como também do gasto público, que podem gerar ganhos tanto em termos de crescimento econômico como na distribuição de renda. Contudo, má qualidade da tributação e do gasto podem gerar piora na economia e da distribuição de renda, com geração de ineficiências.

A preocupação com boa qualidade do gasto público deveria ser algo mais presente nas discussões de políticas públicas no Brasil, mas a dinâmica política quase sempre é de criar novos gastos sem jamais revisar os já existentes. Essa tendência política tende a gerar uma situação de alta carga tributária

com estrutura de gastos ineficientes. Criar algum novo benefício ou incentivo fiscal é sempre fácil e conveniente do ponto de vista político, mas retirar essa vantagem posteriormente é mais difícil e sempre haverá resistência política. O ideal seria um maior rigor institucional na geração de novos ou maiores gastos.

Dado esse contexto, parece importante analisar a estrutura da despesa governamental no Brasil. Com esse intuito, o presente artigo está organizado da seguinte forma:

- a) Na primeira seção será feita análise da estrutura e composição do gasto público no Brasil;
- b) Na segunda parte serão feitas as considerações finais.

1 Composição e Nível do Gasto Governamental Geral no Brasil

No ano de 2022, a despesa do governo geral do Brasil alcançou a cifra de R\$ 4,6 trilhões, o equivalente a 45,9% do PIB, considerando governo federal, estados e municípios, bem como gastos de natureza extraorçamentária. Na comparação

com outros países, a despesa total do governo geral do Brasil, que em 2021 alcançou 42,7% do PIB, foi inferior à observada nas economias avançadas (45,3% do PIB) e substancialmente superior à de economias emergentes (35,2% do PIB) e da América Latina (31,1% do PIB – STN; SOF; IBGE, 2023).

Em relação às funções de governo, aquela com maior nível de despesa foi proteção social, que atingiu 16,7% do PIB, ou seja, cerca de R\$ 1,685 trilhão, dos quais R\$ 1,607 trilhão eram referentes a pagamento de benefícios previdenciários e assistenciais. O segundo maior nível de dispêndio corresponde a serviços públicos gerais (R\$ 1,1 trilhão ou 10,9% do PIB), que compreende, entre outros componentes, os juros da dívida pública, despesas administrativas gerais e com os poderes legislativo e executivo. Educação e Saúde alcançaram, respectivamente, 5,2% e 4,9% do PIB no ano de 2022 (STN; SOF; IBGE, 2023). Se for considerado o conjunto de proteção social e saúde, que são funções vinculadas à seguridade social, a despesa alcançou, em 2022, cerca de R\$ 2,2 trilhões (21,6% do PIB).

O patamar do gasto com proteção social no Brasil, em 2021, (16,3% do PIB) foi ligeiramente superior ao de economias avançadas (16,2% do PIB), bem como superior aos patamares observados nas economias emergentes (10,1% do PIB) e para a América Latina (8,4% do PIB – STN; SOF; IBGE, 2023).

Quando se considera a evolução no tempo também se pode notar incremento do gasto governamental geral com proteção social: cresceu de 14,4% para 16,7% do PIB entre 2010 e 2022. Saúde também passou a representar uma parcela maior: de 3,5% para 4,9% do PIB entre 2010 e 2022. Já a despesa com educação, nesse mesmo período, manteve-se relativamente estável em torno de 5% do PIB.

Do ponto de vista de composição ou importância relativa, os dispêndios com a função proteção social passaram de 34,1% para 36,4% da despesa total entre 2010 e 2022, ou seja, aumentaram sua importância relativa. Os desembolsos com saúde também ganharam espaço, tendo passado de 8,2% para 10,6% da despesa total entre 2010 e 2022, certamente influenciado pela pandemia de covid. Em compensação, todas as outras funções tiveram redução em sua participação na despesa total no mesmo período (STN; SOF; IBGE, 2023). O dispêndio crescente com benefícios previdenciários e assistenciais explica tanto o incremento em % do PIB,

como também o aumento da participação na despesa total, mesmo em um cenário de incremento do gasto governamental geral.

No âmbito da proteção social, as funções com maior nível de despesa eram com terceira idade (8,8% do PIB) e sobreviventes (2,8% do PIB), que, somadas, totalizaram R\$ 1,171 trilhão no ano de 2022. Essas vertentes englobam o pagamento de aposentadorias programadas ou não decorrentes de incapacidade permanente, bem como as pensões por morte, e alcançaram um patamar em torno de 11,6% do PIB no ano de 2022.

No âmbito da OCDE, o gasto público com benefícios para idosos e sobreviventes¹ cresceu de uma média de 6,5% para 7,7% do PIB entre 2000 e 2019, respondendo por cerca de 18,1% do total dos gastos governamentais (OCDE, 2023). Entre os países com maior nível de gasto previdenciário (*old-age e survivor benefits*) no ano de 2019 estão Itália (15,9% do PIB), Grécia (15,7% do PIB), França (13,4% do PIB), Áustria (13% do PIB), Portugal (12,4% do PIB), Finlândia (11,9% do PIB) e Espanha (11,3% do PIB).

Além destas subfunções, também se destacam as despesas com doença e invalidez, que totalizaram R\$ 157 bilhões (1,6% do PIB) e abarcam gastos com aposentadoria por invalidez, auxílio-doença e benefícios para pessoas com deficiência.

Essas três subfunções representam um conjunto que atingiu o patamar de 13% do PIB no ano de 2022. Na comparação internacional, o Brasil possui nível de dispêndio com proteção social acima da média dos países emergentes ou da América Latina. Enquanto no Brasil o gasto com terceira idade chegava a 8,7% do PIB no ano de 2021, essas cifras eram de 5,6% do PIB nas economias emergentes. No caso de sobreviventes, enquanto o patamar no Brasil, em 2021, era de 2,9% do PIB, essa mesma função contabilizava 0,8% e 0,4% do PIB, respectivamente, nas economias avançadas e emergentes (STN; SOF; IBGE, 2023). Todos esses dados deixam claro que o gasto previdenciário no Brasil é elevado e, de modo geral, acima dos padrões internacionais, mesmo sendo um país que não está entre os mais velhos e após a ampla reforma de 2019, mas cujos efeitos tendem a ser mais significativos no médio e no longo prazo e de menor incremento da despesa.

Esse retrato exige um planejamento de médio e longo prazo em relação às despesas com proteção social tendo em vista que, se por um lado, devem continuar a crescer por conta do rápido e intenso envelhecimento populacional (que pressiona os gastos com saúde, assistência e previdência social), por outro lado, parece cada vez mais difícil, inclusive politicamente, incrementar a já elevada carga tributária brasileira. Desde a Cons-

tituição de 1988, grosso modo, o Brasil tem seguido o caminho de gastos públicos crescentes que não levaram a uma situação fiscal ainda mais delicada devido ao relevante incremento da carga tributária nas últimas décadas. Contudo, a dificuldade do atual governo em revogar a desoneração da folha e dos municípios denota a resistência política em conseguir elevações adicionais da arrecadação, em que pese seja necessário forte incremento da receita para garantir as metas de resultado primário estabelecidas no novo arcabouço fiscal.

Quando se desagrega pela classificação econômica e funcional, os principais componentes são a despesa com benefícios previdenciários e assistenciais (cerca de R\$ 1,7 trilhão com extraorçamentário) e remuneração de empregados (próximo ou cerca de R\$ 1,2 trilhão com contribuições sociais efetivas e imputadas). Já o investimento bruto acaba sendo o menor componente, tendo sido estimado em torno de R\$ 196 bilhões. Efetivamente o incremento de despesas obrigatórias tem reduzido o espaço para alocação de recursos em investimento público.

Um aspecto importante é o financiamento da seguridade social como um todo. Durante várias décadas, criou-se o mito ou a *fake news* de que não havia déficit da previdência e sim superávit da seguridade social, de forma a evitar

ou postergar a necessária reforma da previdência. Mas além desse efeito indesejado, esse mito acabou evitando uma discussão mais séria e mais profunda a respeito do financiamento da previdência e da seguridade. Em 2023, o resultado da seguridade social apresentou um déficit de cerca de R\$ 429 bilhões, fruto de uma despesa aproximada de R\$ 1,6 trilhão e uma receita de R\$ 1,179 trilhão.²

Portanto, mesmo com o fim da DRU ainda se nota déficit, que mostra que o argumento de superávit da seguridade social, com a exclusão da DRU, sempre foi um mito ou *fake news* inadequada, seja por ter postergado a necessária reforma da previdência ou por evitar um debate fundamental sobre o futuro do financiamento. Em 2023, as receitas da seguridade social cobriram cerca de 73,3% da despesa total. A perspectiva é que essa insuficiência pode crescer ao longo do tempo, tendo em vista a esperada continuidade do crescimento das despesas de previdência, saúde e assistência social, ao mesmo tempo que as receitas tendem a ter incremento mais modesto, até mesmo pelo avanço das agendas de desoneração da folha, que incluiu também municípios, bem como haverá necessidade de ver como ficará a questão do financiamento da seguridade no atual contexto de reforma tributária.

Para se ter uma ideia da importância desse debate, no ano de 2000, a

receita do Regime Geral de Previdência Social (RGPS) cobriu cerca de 84,7% da despesa total.³ Em 2023, a arrecadação do referido regime foi suficiente para custear 65,9% do dispêndio total do RGPS.⁴ A receita do RGPS em 2023 está estimada em 5,5% do PIB, mesmo patamar observado no ano de 2009. Já a despesa cresceu de 6,7% para 8,3% do PIB entre 2009 e 2023.

Essa questão fica ainda mais relevante tendo em vista a crescente participação do MEI no total de contribuintes do RGPS, bem como há forte fragilidade no financiamento da previdência rural. O MEI tem aumentado sua participação no total de contribuintes do RGPS de forma expressiva desde a sua criação: cresceu de 2,3% do total, em 2012, para 11,2% em 2022 (vide Tabela 1). Enquanto o total de contribuintes para o RGPS e os segurados empregados (exceto doméstico) tiveram incremento de, respectivamente, 7,3% e 1,8%, entre 2012 e 2022, o MEI registrou um incremento, no mesmo período, de 430,2%, ou seja, foi multiplicado por 5 vezes. Em termos de crescimento médio anual, enquanto o total de contribuintes e de empregados mostrou relativa estagnação no período, com incrementos de apenas, respectivamente, +0,7%a.a. e 0,2%a.a. entre 2012 e 2022, o MEI, no mesmo período, cresceu a uma média anual de +18,2%a.a..

Esses dados são um claro indício de que o incremento do MEI não pode ser atribuído principalmente pela formalização, mas parece envolver parcela relevante de substituição/migração de outros tipos de segurados, inclusive empregados com carteira, por MEI. Esse

movimento não gera ganho de cobertura previdenciária, mas fragiliza o financiamento. Em 2022, embora o MEI tenha representado cerca de 11,2% do total de contribuintes do RGPS, respondeu por uma estimativa de apenas 0,9% da arrecadação do RGPS.⁵

Tabela 1 – Evolução Contribuintes para o RGPS Segundo Tipo de Segurado ou de Contribuinte - Brasil – 2012 a 2022

| Tipo de contribuinte | 2012 | 2022 | Participação no total em 2012 em % | Participação no total em 2022 em % |
|--|------------|------------|------------------------------------|------------------------------------|
| 1 - Total | 67.246.003 | 72.130.936 | 100,0 | 100,0 |
| 2 – Empregado (exceto doméstico) | 53.912.656 | 54.874.398 | 80,2 | 76,1 |
| 3 – Contribuinte Individual (CI) | 11.910.290 | 17.766.141 | 17,7 | 24,6 |
| 3.1 CI - plano completo | 8.278.311 | 7.774.057 | 12,3 | 10,8 |
| 3.2 CI - plano simplificado | 2.108.848 | 1.917.116 | 3,1 | 2,7 |
| 3.3. CI – Microempreendedor Individual (MEI) | 1.523.131 | 8.074.968 | 2,3 | 11,2 |

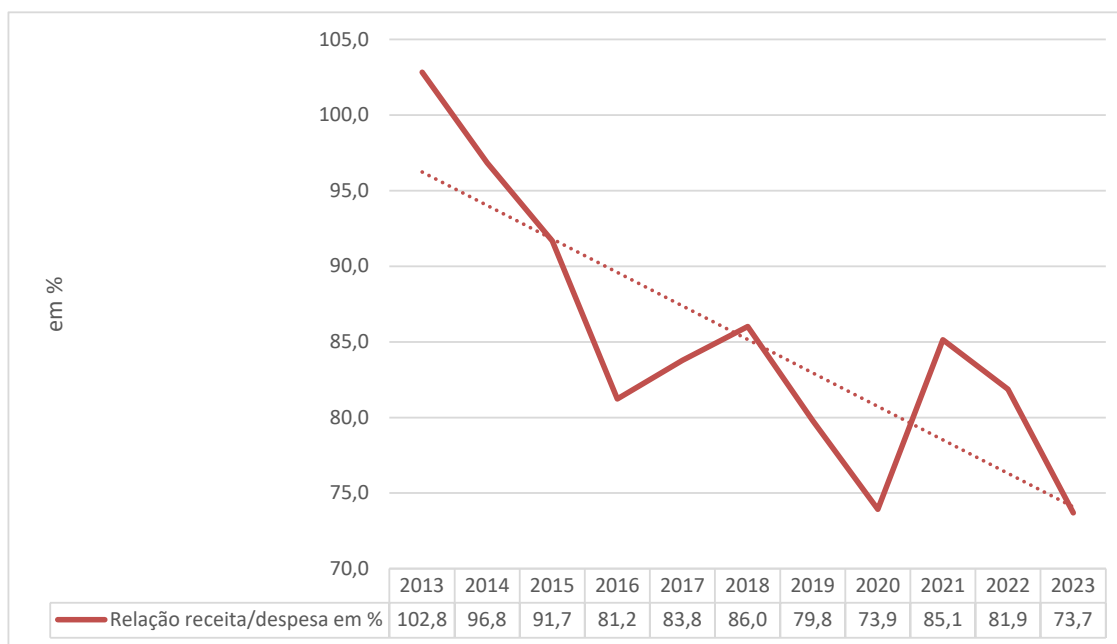
Fonte: Elaboração do autor a partir de dados do Anuário Estatístico da Previdência Social do Ministério da Previdência Social – dados de 2022 são preliminares e sujeitos a revisão.

Além da fragilidade do MEI, há também grave insuficiência de financiamento da previdência rural. Em 2022, o setor rural do RGPS/INSS teve uma receita de cerca de R\$ 9 bilhões e despesa de R\$ 163 bilhões, ou seja, a arrecadação do RGPS rural permitiu cobrir apenas cerca de 6% do dispêndio do setor. Em um período de 10 anos (2013 a 2022), o déficit do RGPS/INSS rural chegou a R\$ 1,1 trilhão em valores nominais (GIAMBIAGI; COSTANZI; SIDONE, 2024). No ano de 2023, a despesa do RGPS rural foi de R\$ 185,8 bilhões e a receita foi de R\$ 8,6 bilhões, ou seja, a arrecadação cobriu apenas 4,6% do gasto.

Um exercício ainda mais amplo, que agrega as principais receitas e despesas da seguridade social como PIS, COFINS, CSLL, CPMF e arrecadação líquida do

RGPS e dispêndios de natureza previdenciária (RGPS, aposentadorias e pensões de servidores públicos e militares), assistência social com BPC/LOAS e Bolsa Família e Saúde, mostra que essas receitas estão cada vez mais insuficientes para o custeio. Enquanto em 2008 essas receitas representaram 111,8% da despesa, em 2023 essa proporção já havia caído para 73,7% (ver Gráfico 1 e Tabela 1A do Anexo). Com o envelhecimento populacional, que deve pressionar os gastos com previdência, assistência e saúde, essa insuficiência tende ou pode se ampliar nas próximas décadas. No atual contexto de reforma tributária, parece fundamental debater, com profundidade, a questão do custeio integral da seguridade social nas próximas décadas.

Gráfico 1 – Relação entre Receitas Típicas da Seguridade Social e Despesas de Natureza Previdenciária, Assistência Social (BPC/LOAS e Bolsa Família), Abono e Seguro-Desemprego e Saúde – Governo Federal – 2013 a 2023 – em %



Fonte: Elaboração do autor a partir de informações da Secretaria do Tesouro Nacional do Ministério da Fazenda.

2 Considerações Finais

O presente artigo mostrou que o Brasil possui um elevado nível de gasto governamental acima da média dos países emergentes e da América Latina. Também foi mostrado que o principal componente do gasto público está na função de proteção social, que atingiu 16,7% do PIB, ou seja, cerca de R\$ 1,685 trilhão, a maior parte com pagamento de benefícios previdenciários e assistenciais. O gasto com proteção social aumentou tanto em proporção do PIB como em termos de participação na crescente despesa total. A despesa com proteção social aumentou de 14,4% para 16,7% do PIB, entre 2010 e 2022, e a participação no dispêndio governamental geral saltou de 34,1% para 36,4% no mesmo período. Portanto, o Brasil apresenta um elevado nível de gasto com proteção social, que tende a ser pressionado nas próximas décadas devido ao rápido e intenso envelhecimento populacional.

Frente a este cenário, é fundamental tanto planejar o financiamento da previdência e seguridade social como também tomar medidas do lado do gasto que permitam garantir a sustentabilidade de médio e longo prazo. Como mostrado, as tradicionais fontes de receita da seguridade social estão se mostrando cada vez mais insuficientes para o custeio integral das políticas públicas de previdência, assistência social e saúde. Considerando receitas e despesas mais tradicionais ou típicas da seguridade social, enquanto em 2008 essas receitas representaram 111,8% da despesa, em 2023 essa proporção já havia caído para 73,7%. Com o rápido e intenso envelhecimento populacional, as despesas devem ser pressionadas e, portanto, agravar ainda mais esse quadro de insuficiência. Nesse contexto, parece fundamental debater de forma profunda e com visão de médio e longo prazo o financiamento da previdência e seguridade social como um

todo no Brasil nas próximas décadas no atual contexto de reforma tributária.

Cabe destacar que a *fake news* de que não havia déficit da previdência, mas sim superávit da seguridade social, por conta da DRU, foi provada falsa com elevados déficits mesmo após o fim da DRU em 2019. Contudo, esse mito acabou não apenas postergando a adoção de uma reforma da previdência mais ampla, como a que ocorreu em 2019, como também acabou obscurecendo a necessidade do debate de planejar no médio e no longo prazo o financiamento da previdência e seguridade social no Brasil. Também cabe destacar a crescente dificuldade política de conseguir incrementos adicionais de arrecadação. Obviamente, existe capacidade limitada de tributação a partir da qual começa a prejudicar a atividade produtiva, que demanda racionalização e priorização do gasto público de forma a se atingir os objetivos em relação aos serviços públicos com a utilização dos recursos disponíveis, sem

que haja necessidade de crescimento desmesurado do gasto, ou seja, há necessidade de racionalização do gasto (SECRETARIA DO TESOIRO NACIONAL, 2015).

Referências

- GIAMBIAGI, Fábio; COSTANZI, Rogério Nagamine; SIDONE, Otávio. **A reforma previdenciária que faltou: a revisão das regras de aposentadoria rural**. FGV/IBRE, 2024. (Texto para Discussão 11).
- OCDE. **Pensions at a Glance 2023: OECD and G20 Indicators**. OECD Publishing, Paris, <https://doi.org/10.1787/678055dd-en>, 2023.
- SECRETARIA DO TESOIRO NACIONAL. **Avaliação da qualidade do gasto público e mensuração da eficiência**./BOUERI, Rogério; ROCHA, Fabiana; RODOPOULOS, Fabiana (Orgs). Brasília: Secretaria do Tesouro Nacional, 2015.
- STN; SOF; IBGE - Secretaria do Tesouro Nacional, Secretaria do Orçamento Federal e IBGE. **Despesa por função do governo geral**. Classificação COFOG – Classification of Functions of Government, 2023.

ANEXO

Tabela 1 A – Receitas Tradicionais da Seguridade Social e Despesas de Natureza Previdenciária, Abono/Seguro, Assistência Social (BPC/LOAS e Bolsa Família) e Saúde – Governo Federal – Brasil – 2013 a 2023 – em R\$ Bilhões Nominais

| ANO | Receitas (a) | Despesas (b) | (a) / (b) em % |
|------|--------------|--------------|----------------|
| 2013 | 626 | 609 | 102,8 |
| 2014 | 654 | 675 | 96,8 |
| 2015 | 667 | 728 | 91,7 |
| 2016 | 685 | 843 | 81,2 |
| 2017 | 749 | 894 | 83,8 |
| 2018 | 787 | 915 | 86,0 |
| 2019 | 799 | 1.001 | 79,8 |
| 2020 | 769 | 1.040 | 73,9 |
| 2021 | 927 | 1.089 | 85,1 |
| 2022 | 1.051 | 1.284 | 81,9 |
| 2023 | 1.119 | 1.518 | 73,7 |

Fonte: Elaboração do autor a partir de informações da Secretaria do Tesouro Nacional do Ministério da Fazenda.

- 1 Ver OCDE (2023, p. 211, Tabela 8.2: Public Expenditure on old-age and Survivor benefits).
- 2 https://sisweb.tesouro.gov.br/apex/f?p=2501:9:::9:P9_ID_PUBLI-CACAO:48780 - p. 58. Acesso em: 21 mar. 2024.
- 3 A receita do RGPS, em valores nominais, foi de R\$ 55,7 bilhões e a despesa de R\$ 65,8 bilhões no ano de 2000.
- 4 No ano de 2023, a receita do RGPS foi de cerca de R\$ 593 bilhões e a despesa atingiu cerca de R\$ 899 bilhões.
- 5 De acordo com informações da Receita Federal, a arrecadação do MEI (5% do salário mínimo ou 12% no caso do caminhoneiro) foi, em 2022, de cerca de R\$ 4,8 bilhões. A arrecadação líquida do RGPS foi de 535,7 bilhões.

() Doutor em Economia pela Universidade Autônoma de Madrid. Mestre em Economia pelo IPE/USP e em Direção e Gestão de Sistemas de Seguridade Social pela Universidade de Alcalá/Espanha e pela Organização Ibero-americana de Seguridade Social (OISS). Especialista em Políticas Públicas e Gestão Governamental do Governo Federal. O autor teve passagens pelo Ministério da Previdência Social (Assessor Especial do Ministro, Diretor do Departamento e Subsecretário do Regime Geral de Previdência Social e Coordenador-Geral de Estudos Previdenciários), Ministério do Trabalho e Emprego (Assessor Especial do Ministro e Coordenador-Geral de Emprego e Renda), Ministério do Desenvolvimento Social, IPEA (Coordenador de Seguridade Social) e OIT. Foi membro do Conselho Nacional de Previdência Social (CNPS), do Conselho Deliberativo do Fundo de Amparo ao Trabalhador (CODEFAT), do Conselho Nacional dos Direitos do Idoso (CNDI) e do Conselho Nacional do Trabalho (CNT). Ganhador do Prêmio Interamericano de Proteção Social (2º lugar) da Conferência Interamericana de Seguridade Social (CISS) em 2015 e do Prêmio SOF de Monografia (2º lugar) do Ministério do Planejamento/ESAF em 2016. Foi Presidente do Cone Sul da Conferência Interamericana de Seguridade Social (CISS) e Vice-Presidente da Comissão de Adultos Mayores da Conferência Interamericana de Seguridade Social (CISS). (E-mail: rogerio.costanzi@uol.com.br).*

Acompanhamento das Finanças Públicas do Município de São Paulo (2019-2023)

CARLOS NATHANIEL ROCHA CAVALCANTE (*)
RODRIGO DE LOSSO (**)

1 Introdução

A análise das Finanças Públicas do Município de São Paulo tem como motivação entender como se encontra sua saúde fiscal. Para fins de comparação, o Município de São Paulo tem uma arrecadação maior do que 22 dos 27 Estados da Federação, ficando à retaguarda dos estados do Rio de Janeiro, Paraná, Rio Grande do Sul, São Paulo e Minas Gerais, além do orçamento da União Federal. Os valores analisados neste artigo serão deflacionados para fins de comparação.

São Paulo teve que lidar com a pandemia da Covid-19 e desenhar novos mecanismos de condução das finanças públicas mediante dois cenários: dificuldade de arrecadação e aumento de gastos essenciais. O cenário atual de redução da taxa de juros e mudanças institucionais como reforma tributária podem exigir diferentes reações no que concerne às finanças públicas do município.

Este artigo tem o propósito de apresentar os principais indicadores das finanças públicas de São Paulo para que o cidadão tenha no-

ções de quais são as restrições orçamentárias do município e como este ente federativo tem gerido tais recursos. A ideia é tornar mais acessíveis informações para o cidadão que tem consciência de que boa gestão pública é pré-requisito para a qualidade dos serviços públicos.

Para fins de padronização, os dados deste estudo foram disponibilizados pelos relatórios resumidos de execução orçamentária (RREO) e relatórios de gestão fiscal (RGF), os quais podem apresentar pequenas diferenças contábeis daqueles dados disponibilizados pela base de dados do Sistema de Informações Contábeis e Fiscais do Setor Público Brasileiro (SINCONFI).

Além disso, no que concerne aos gastos do ente federativo, utilizamos as despesas empenhadas. Por último, salienta-se novamente que os dados foram deflacionados mensalmente, com período-base em dezembro de 2023. Esse deflacionamento mensal é de suma importância, visto que a inflação acumulada entre janeiro de 2019 e dezembro de 2023 é de aproximadamente 32%, utilizando o Índice de Preços ao Consumidor (IPCA).

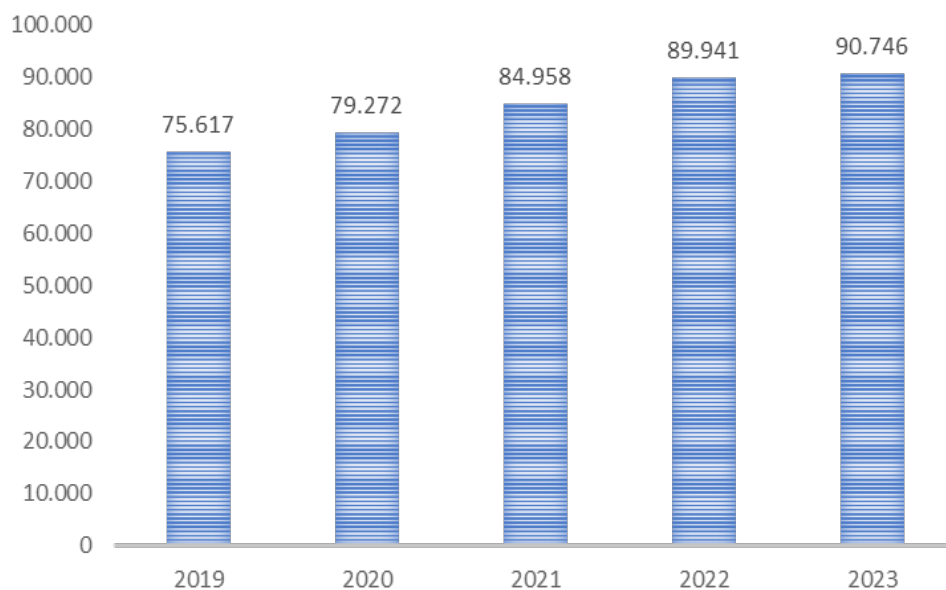
2 Receita Corrente

A análise da Figura 1 retrata a trajetória das receitas correntes entre 2019 e 2023 do Município de São Paulo. Como é possível verificar, as receitas correntes do Município de São Paulo não sofreram queda com o início da pandemia em 2020. Surpreendentemente, a arrecadação do Município de São Paulo cresceu, aproximadamente, 20% em valores reais, entre 2019 e 2023.

Contudo, não se pode ignorar que a análise das receitas correntes inclui aquelas oriundas da arrecadação própria e aquelas advindas de transferências correntes. Há entes federativos que dependem demasiadamente das transferências correntes para manter o equilíbrio fiscal. Este não é o cenário observado no Município de São Paulo.

A Figura 2 ratifica a afirmação de que o Município de São Paulo é um ente federativo com alto índice de independência fiscal, visto que 60,2% das receitas são oriundas de impostos e apenas 25,8% são oriundas de transferências correntes. Tal cenário é totalmente diferente do que é costumeiramente verificado nos entes federativos municipais.

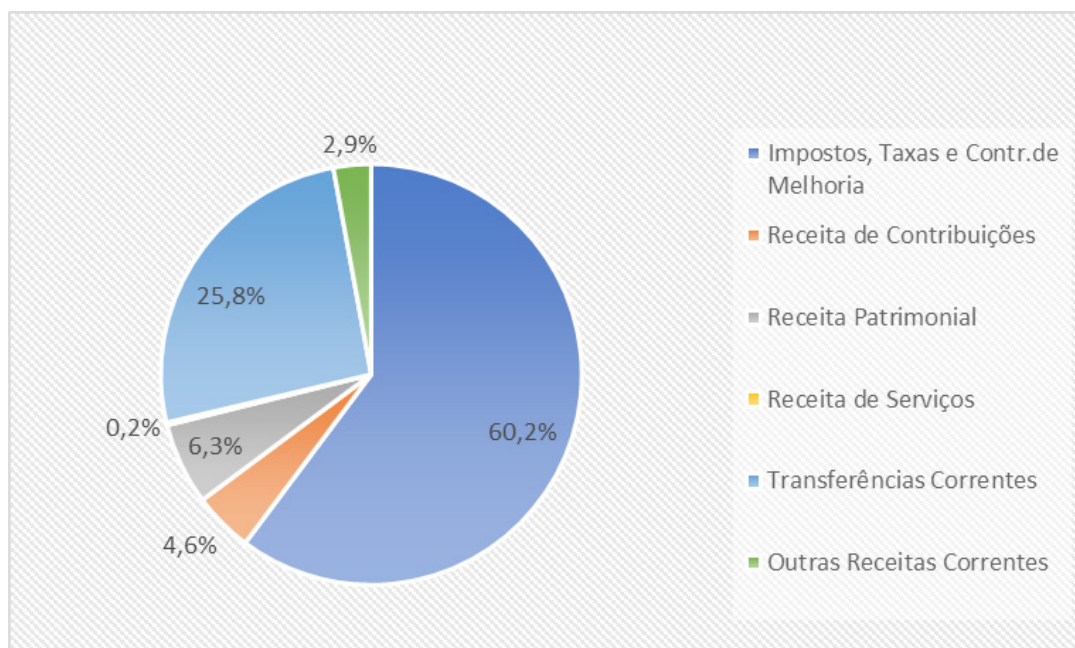
Figura 1 - Receitas Correntes em R\$ Milhão - (2019-2023)



Nota: Valores deflacionados com período-base dezembro/2023.

Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP)/Demonstrativo da Receita Corrente Líquida.

Figura 2- Composição da Receita Corrente – Janeiro a Dezembro de 2023



Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP)/Demonstrativo do Balanço Orçamentário. Valores nominais.

3 Receita Corrente Líquida

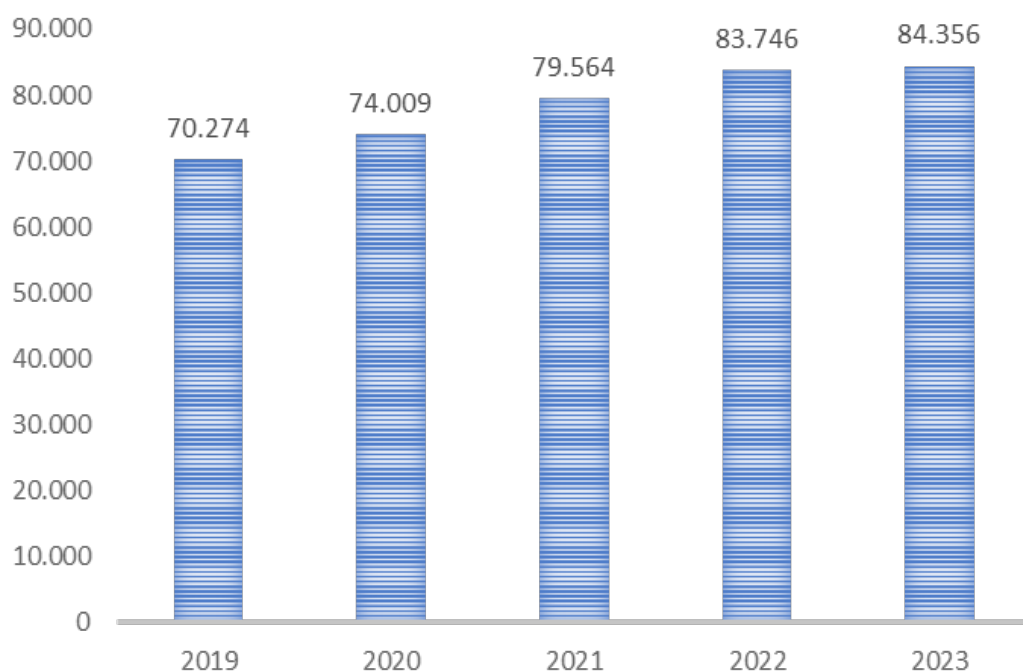
A Receita Corrente Líquida (RCL) é o indicador contábil que sinaliza as restrições financeiras para todos os entes da Federação. Além disso, é o indicador-base que norteia o cumprimento das despesas perante a Lei de Responsabilidade Fiscal. A Figura 3 apresenta o comportamento da RCL entre 2019 e 2023. Verifica-se de imediato que a RCL teve um aumento considerável entre 2019 e 2023, com alta na

arrecadação de, aproximadamente, 20% neste período que compreendeu os dois principais anos da pandemia.

Essa melhora da arrecadação da RCL é de suma importância para a saúde fiscal do município. Logo, a trajetória da Figura 3 mostra que a RCL teve acréscimo mesmo diante do cenário da pandemia. A trajetória de aumento da arrecadação se manteve no biênio 2021-2022.

No que concerne à arrecadação de 2022, observa-se um aumento de 0,7% entre o acumulado no ano de 2022 e 2023. Essa melhora da arrecadação da RCL é de suma importância para a saúde fiscal do município. Logo, a trajetória da Figura 3 mostra que a RCL teve acréscimo mesmo diante do cenário da pandemia (2020/2021) e outras externalidades que assolaram o ano de 2022.

Figura 3 - Receita Corrente Líquida em R\$ Milhão - (2019-2023)



Nota: Valores deflacionados com período-base dezembro/2023.

Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP)/Demonstrativo da Receita Corrente Líquida.

As Figuras 4 a 8 são importantes para ajudar a entender alguns motivos que levaram ao aumento da RCL mesmo no período da pandemia da Covid-19. A Figura 4 representa a trajetória da arrecadação tributária própria do Município de São Paulo, isto é, as receitas tributárias.

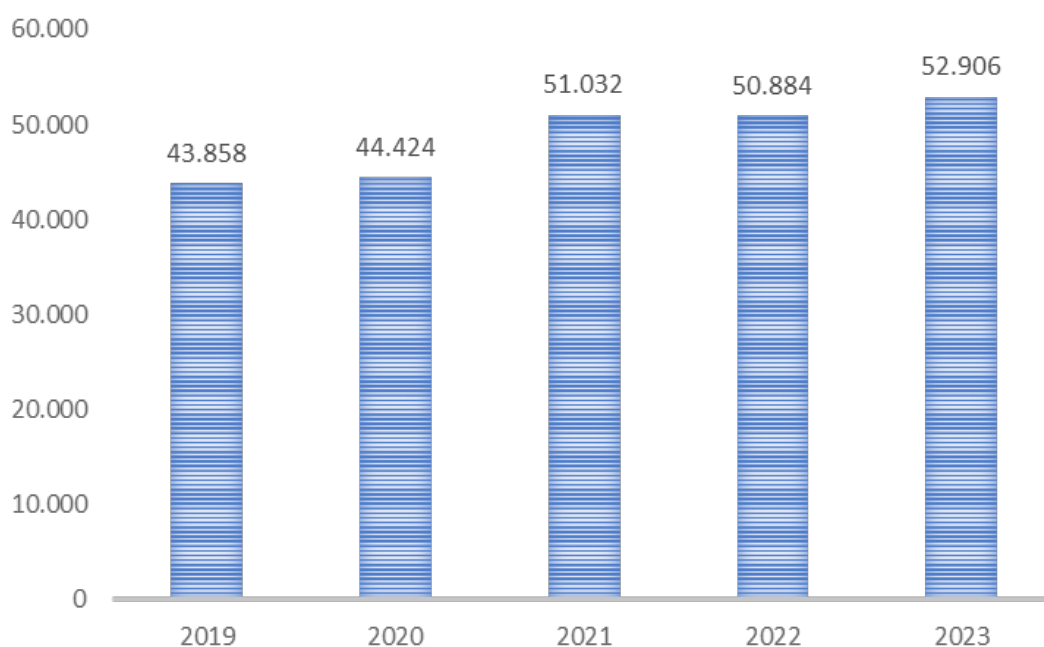
A Figura 5, por sua vez, mostra a trajetória do Imposto sobre Serviços de Qualquer Natureza (ISS), a Figura 6 disserta sobre o Imposto Predial e Territorial Urbano (IPTU) nos últimos anos e a Figura 7 retrata o Imposto sobre Transmissão de Bens Imóveis (ITBI). Por último, a Figura 8 retrata o Imposto sobre Renda Retido na Fonte (IRRF).

No que concerne à Figura 4, observa-se um aumento significativo de 20,6% da rubrica de Impostos, Taxas e contribuições de melhoria no acumulado do ano entre

2019 e 2023. No que se refere à arrecadação em 2023, nota-se um aumento de quase 4%, se comparado a 2022. Embora a arrecadação tenha caído em 2022, o resultado é um forte indício de que o município tem conseguido aumentar sua arrecadação própria de forma consistente ao longo dos últimos anos.

O crescimento na participação do ISS na arrecadação dos municípios deveu-se em parte ao crescimento do peso do setor de serviço nas atividades urbanas. No que diz respeito à arrecadação do ISS no Município de São Paulo, observa-se uma evolução crescente, embora não ininterrupta, entre 2019 e 2022, em que a arrecadação aumentou 22,8% ao longo do período supracitado, como é possível verificar na Figura 5. No que concerne ao exercício de 2022, constatou-se uma estagnação deste tipo de receita se comparado ao mesmo período do ano anterior.

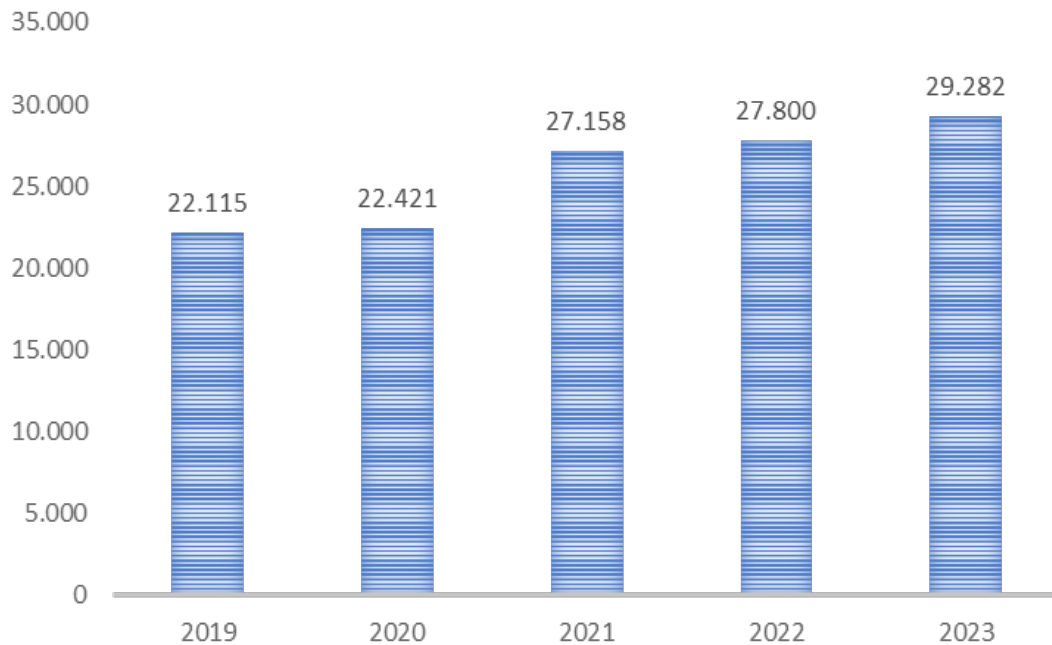
Figura 4 - Impostos, Taxas e Contribuições de Melhoria em R\$ Milhão - (2019-2023)



Nota: Valores deflacionados com período-base dezembro/2023.

Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP)/Demonstrativo da Receita Corrente Líquida.

Figura 5 - ISS em R\$ Milhão - (2019-2023)



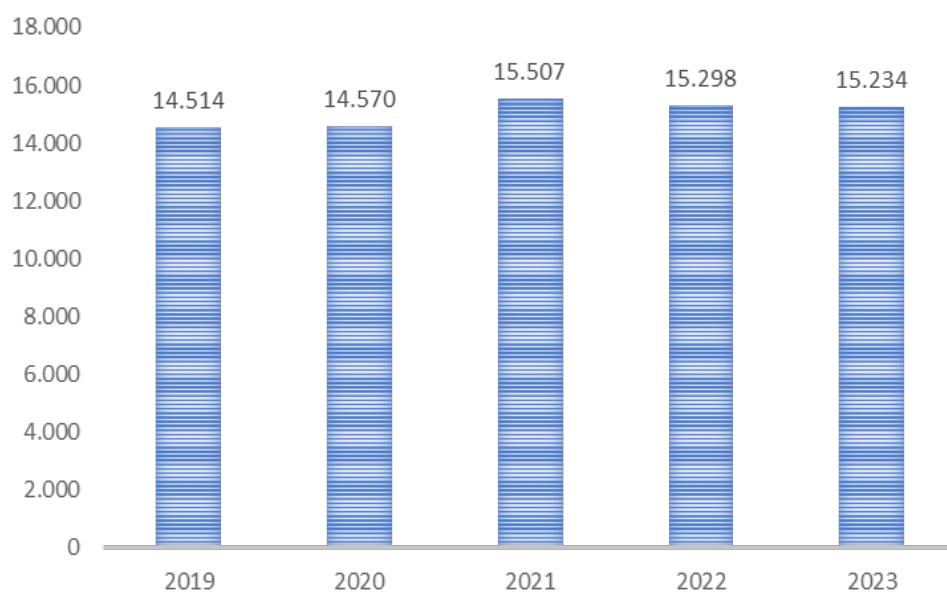
Nota: Valores deflacionados com período-base dezembro/2023.

Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP)/Demonstrativo da Receita Corrente Líquida.

No que se refere ao IPTU, observou-se um aumento de 5%, aproximadamente, entre 2019 e 2023. Contudo, tal imposto teve uma queda de 0,2% no ano de 2023 quando comparado com o respectivo período de 2022, conforme a Figura 6. Salienta-se que a arrecadação do IPTU tem mais correlação com legislação e tabelas de preços estabelecidos pelo ente federativo do que com a atividade econômica em si, caso do ISS.

A Figura 7 retrata o Imposto Sobre Transmissão de Bens Imóveis, também conhecido só como ITBI, um tributo municipal que precisa ser pago sempre que ocorre uma compra ou transferência de imóveis. Portanto, é uma receita muito volátil. Conforme a Figura 7, observa-se que esse tipo de receita teve um aumento significativo de 8%, entre 2019 e 2023, muito embora tenha tido uma redução de 0,59% no último ano se comparado ao exercício fiscal de 2022.

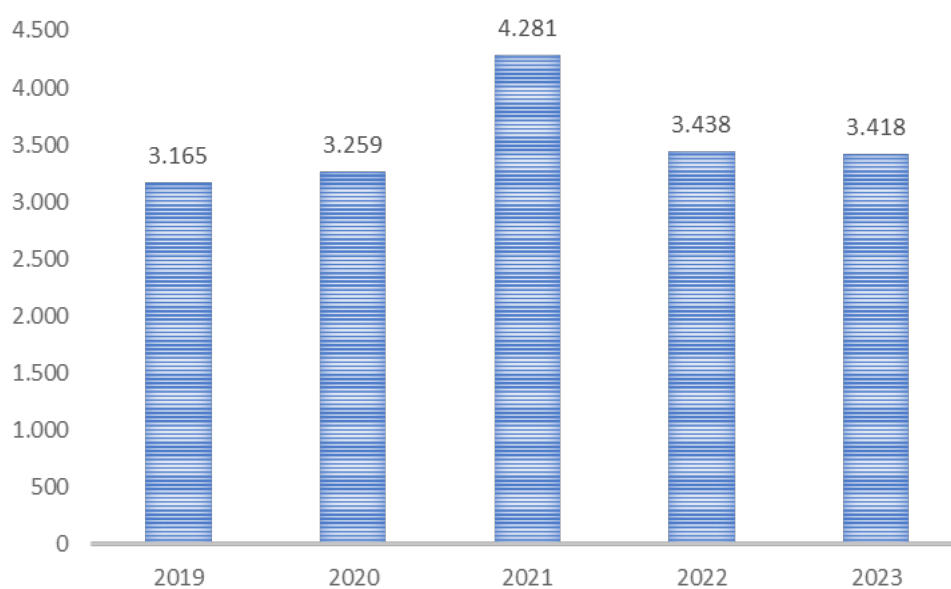
Figura 6 - IPTU em R\$ Milhão - (2019-2023)



Nota: Valores deflacionados com período-base dezembro/2023.

Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP)/Demonstrativo da Receita Corrente Líquida.

Figura 7 - ITBI em R\$ Milhão - (2019-2023)



Nota: Valores deflacionados com período-base dezembro/2023.

Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP)/Demonstrativo da Receita Corrente Líquida.

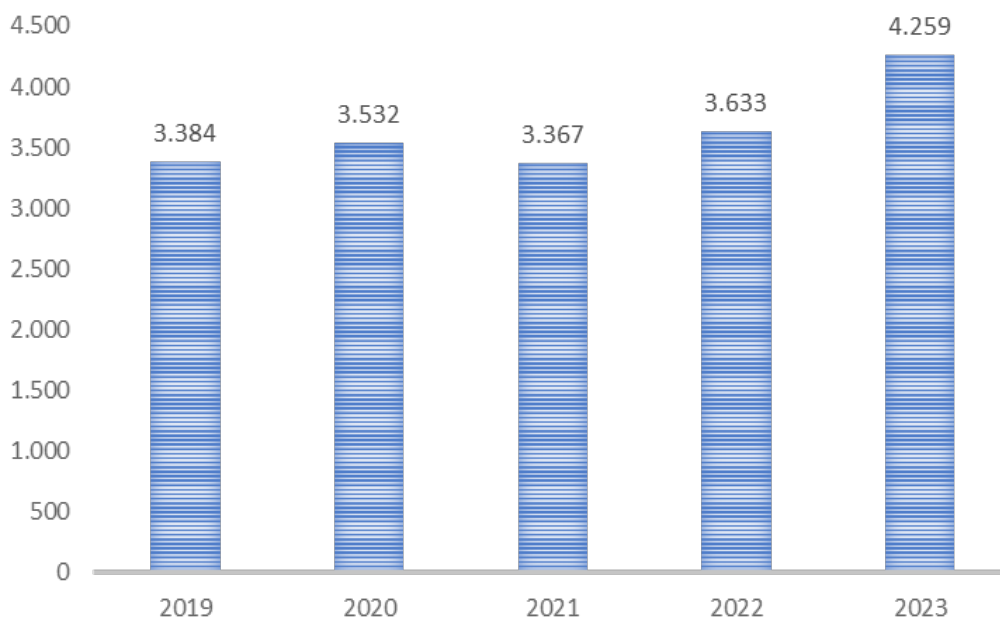
A Figura 8 retrata o Imposto de Renda Retido na Fonte (IRRF), um dos principais tributos que incide sobre determinados tipos de rendimentos pagos a pessoas físicas ou jurídicas. Esse tipo de renda teve aumento relevante nos últimos anos, de tal modo que a receita

com IRRF apresentou aumento de 25,85% entre 2019 e 2023.

A Figura 9 apresenta outra importante fonte de arrecadação, as transferências correntes. São Paulo é um município com alta independência fiscal, diferente da maioria dos entes federativos municipais.

Conforme a figura, as transferências correntes do Município de São Paulo tiveram aumento de 6,4% entre 2019 e 2023. No que refere ao exercício financeiro de 2023, as transferências correntes tiveram um pequeno declínio de 3,81% na comparação com o mesmo período do ano anterior.

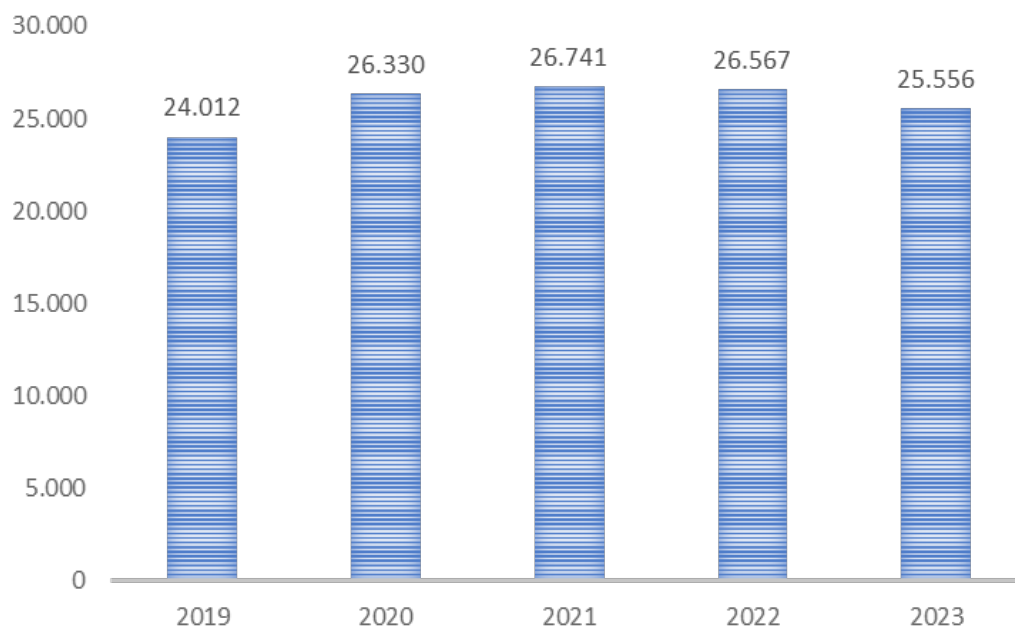
Figura 8 - IRRF em R\$ Milhão - (2019-2023)



Nota: Valores deflacionados com período-base dezembro/2023.

Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP)/Demonstrativo da Receita Corrente Líquida.

Figura 9 - Transferências Correntes em R\$ Milhão - (2019-2023)



Nota: Valores deflacionados com período-base dezembro/2023.

Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP)/Demonstrativo da Receita Corrente Líquida.

4 Despesa Corrente

A análise das despesas correntes é tão importante quanto a das receitas correntes. A Figura 10 evidencia a trajetória recente das despesas correntes do Município de São Paulo, observando-se o acumulado do ano entre 2019 e 2023. Como esperado, as despesas correntes do município aumentaram ao longo do período analisado neste estudo em, aproximadamente, 24,8% entre 2019 e 2023. No que concerne ao biênio de 2022 e 2023, observou-se

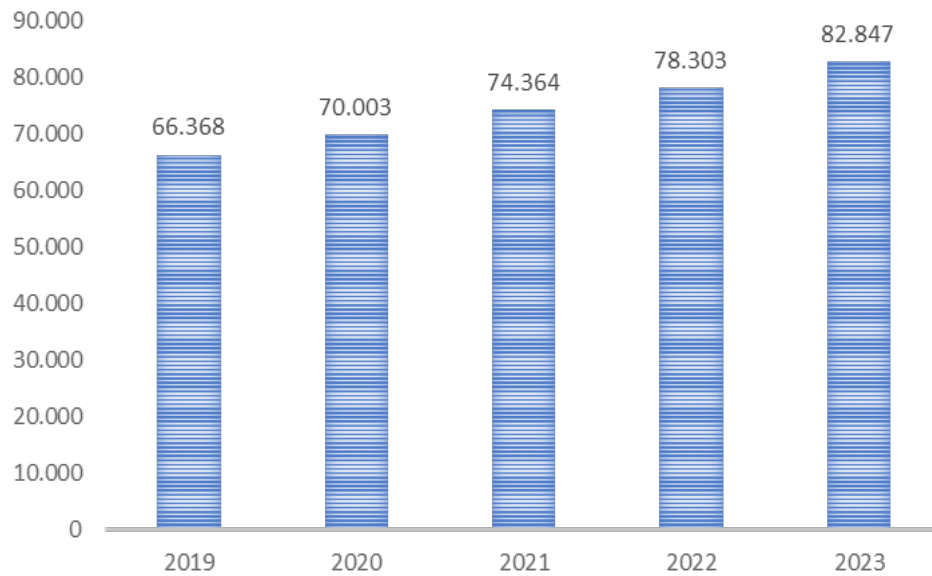
um aumento de 4,9% nos gastos correntes do município.

As despesas correntes são divididas em gastos com pessoal e encargos sociais, juros e encargos da dívida pública e demais despesas correntes. Esta última parcela contém os gastos com o custeio administrativo da máquina municipal, sem considerar os gastos com pessoal.

Figura 11 retrata os gastos com pessoal e encargos do município entre 2019 e 2023. Conforme essa

figura, os gastos com pessoal aumentaram apenas 8,1% entre 2019 e 2023, aumento bem inferior ao observado na receita corrente e na RCL. Além disso, um fato curioso é que essa rubrica de gastos obteve uma redução entre 2020 e 2021. No que se refere ao ano de 2023, observou-se um aumento de, aproximadamente, 4,9%, em valores reais, se comparado ao exercício anterior. Esse equilíbrio dos gastos com Pessoal e Encargos é um sinal positivo de que há controle das contas públicas do município.

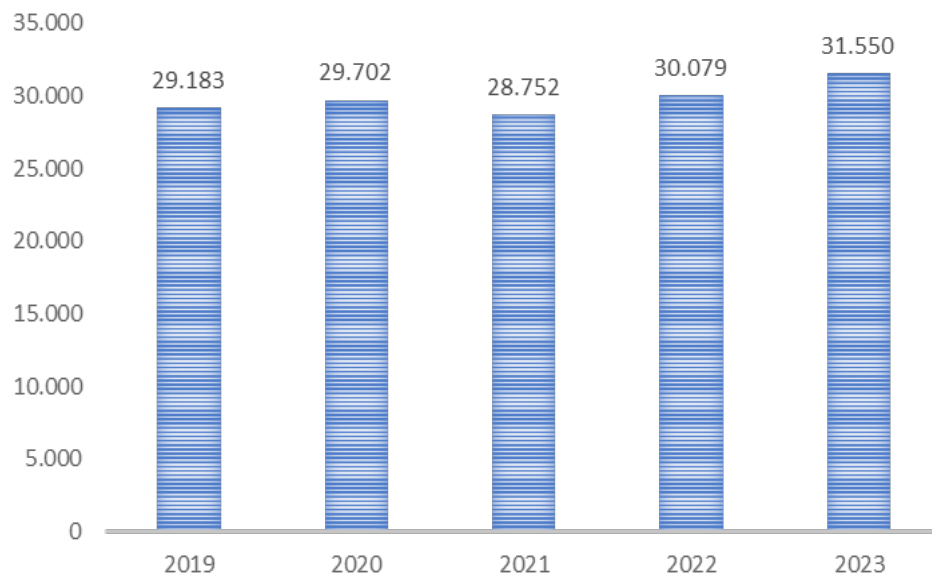
Figura 10 - Despesas Correntes em R\$ Milhão - (2019-2023)



Nota: Valores deflacionados com período-base dezembro/2023.

Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP)/Demonstrativo da Receita Corrente Líquida.

Figura 11 - Pessoal e Encargos Sociais em R\$ Milhão - (2019-2023)



Nota: Valores deflacionados com período-base dezembro/2023.

Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP)/Demonstrativo da Receita Corrente Líquida.

Em relação aos gastos com pessoal, a Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) estabelece que a despesa total com pessoal no Poder Executivo, em cada período de apuração e em cada ente da Federação, não poderá exceder os percentuais da receita corrente líquida, a seguir discriminados:

- a) 6% para o Legislativo, incluído o Tribunal de Contas do Município, quando houver;
- b) 54% para o Executivo.

A Tabela 1 sintetiza os gastos com pessoal discriminados para fins de análise do cumprimento da LRF. Conforme a tabela, é possível verificar que os gastos com Poder Executivo sempre estiveram abaixo dos li-

mites constitucionais no período de 2019 a 2023. Além disso, o percentual dos gastos com Poder Executivo em relação à RCL caiu de 35,4% em 2019 para 29,98% em 2023.

No que concerne aos gastos com Poder Legislativo, também é possível verificar que tais gastos sempre estiveram muito abaixo dos limites constitucionais ao longo do período analisado neste estudo. Os gastos com pessoal por poderes no ano de 2023 estão com percentuais bem menores aos limites estipulados pela LRF. Esse cenário corrobora as análises retratadas nas figuras anteriores, em que se ressalta forte contenção de gastos e aumento de receitas ao longo dos últimos anos.

Tabela 1 - Gastos com Pessoal por Poderes/ RCL em % – 2019-2023

| Ano | Poder Executivo | Poder Legislativo | Consolidado |
|-------------------|-----------------|-------------------|-------------|
| 2019 | 35,36% | 1,43% | 36,79% |
| 2020 | 33,58% | 1,32% | 34,90% |
| 2021 | 30,62% | 1,14% | 31,76% |
| 2022 | 29,00% | 1,22% | 30,22% |
| 2023 | 29,98% | 1,28% | 31,26% |
| Limite Máximo | 54,00% | 6,00% | 60,00% |
| Limite Prudencial | 51,30% | 5,70% | 57,00% |
| Limite de Alerta | 48,60% | 5,40% | 54,00% |

Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP).

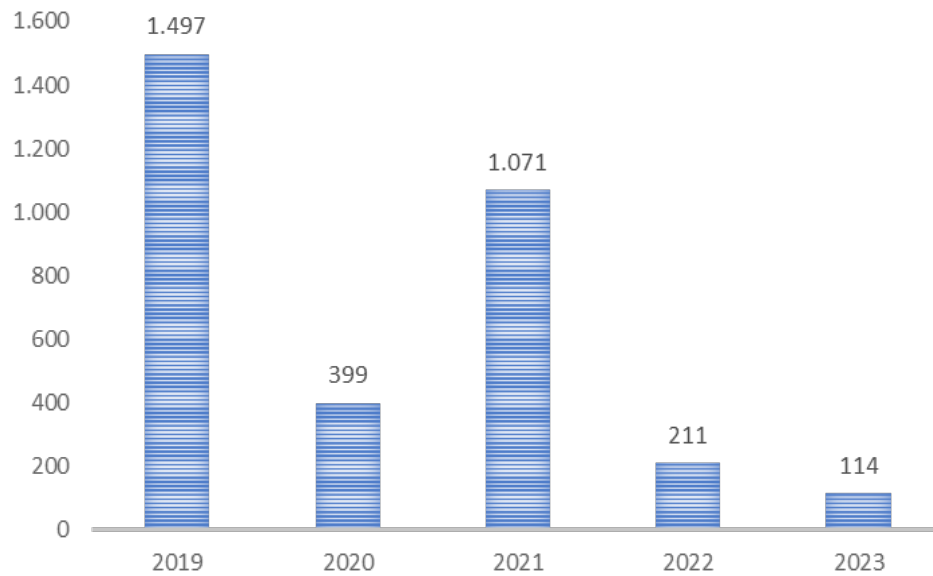
Os juros e encargos sociais são parcelas importantes dos gastos correntes dos entes federativos. Controlar esse tipo de despesa significa manter o orçamento intertemporal equilibrado no longo prazo. A Figura 12 retrata a trajetória dos gastos com juros e encargos do Município de São Paulo entre 2019 e 2023.

Por último, observa-se novamente uma redução drástica dos gastos com esse tipo de rubrica em 2022 e 2023, quando comparado com os anos observados até 2021.

A Figura 13 retrata as outras despesas correntes que, conforme a figura, aumentaram entre 2019 e 2023, aproximadamente, 43,4%. Tal aumento de custeio, nos últimos dois anos, foi impulsionado pelo aumento do consumo de insumos básicos nos serviços públicos.

Ainda no âmbito das despesas, a Figura 14 retrata os gastos por função do ente federativo em relação às despesas totais. Conforme essa figura, os principais componentes de despesas são Educação (21,3% em 2023), Saúde (20,4% em 2023) e Previdência Social (14,6% em 2023).

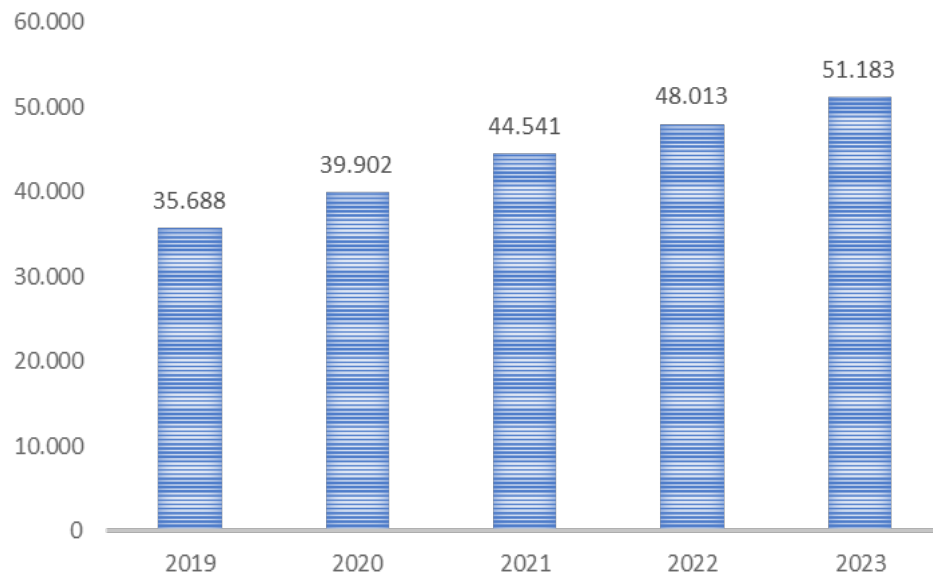
Figura 12 - Juros e Encargos em R\$ Milhão - (2019-2022)



Nota: Valores deflacionados com período-base dezembro/2023.

Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP)/Demonstrativo da Receita Corrente Líquida.

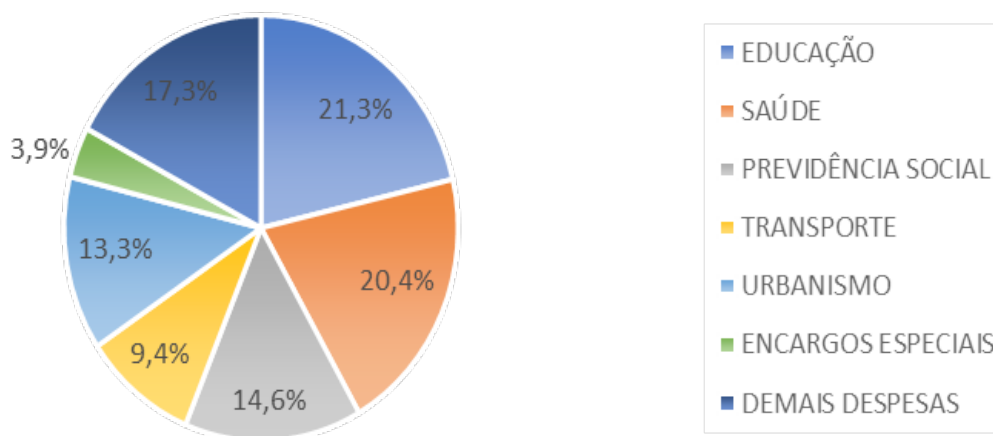
Figura 13 - Outras Despesas Correntes em R\$ Milhão - (2019-2023)



Nota: Valores deflacionados com período-base dezembro/2023.

Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP)/Demonstrativo da Receita Corrente Líquida.

Figura 14 - Gastos por Função em % - 2023



Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP)

5 Receitas de Capital

As receitas de capital são as receitas provenientes da realização de recursos financeiros oriundos de constituição de dívidas; da conversão, em espécie, de bens e direitos; recursos recebidos de outras pessoas, de direito público ou privado, destinados a atender despesas classificáveis em despesas de capital. O principal componente das receitas de capital são as operações de créditos, receita que também possui restrições legais perante a LRF.

A Figura 15 retrata a trajetória das receitas de capital do Município

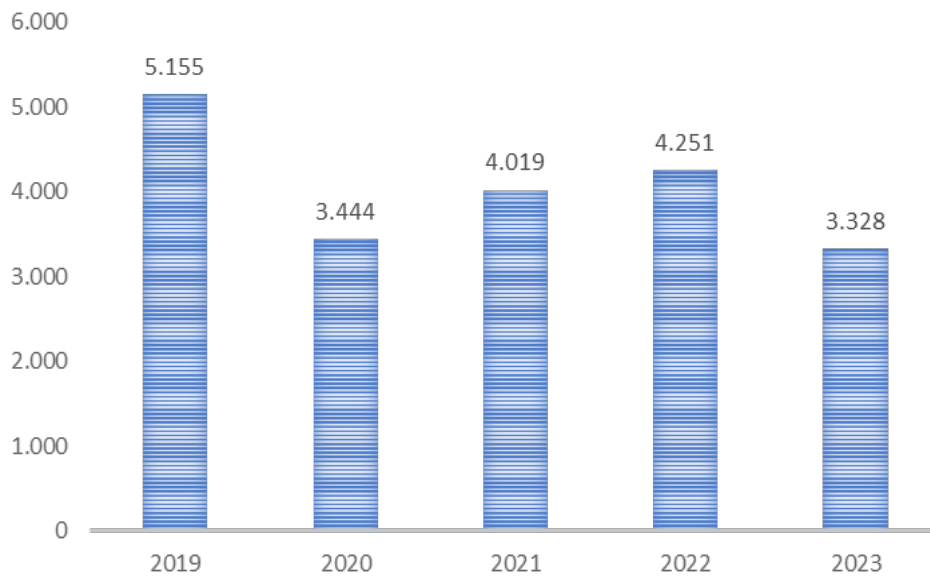
de São Paulo. Conforme a figura, observou-se um declínio acentuado entre 2019 e 2020, com queda de, aproximadamente, 33,2%. No que concerne ao ano de 2023, nota-se um declínio de 21,7% das receitas de capital quando comparado com o mesmo período do ano anterior.

Ainda no que diz respeito às receitas de capital, é importante observar o limite de operações de crédito em relação à RCL por exercício financeiro. Conforme a Resolução nº 43, de 2001, as Operações de Crédito não podem ser superiores a 16% da RCL. A Figura 16 mostra a trajetória das operações de crédito do município nos últimos anos. No-

ta-se claramente que as operações de crédito têm deixado de ser fonte crucial de captação de receitas de São Paulo.

A Figura 17 retrata que a proporção da Operação de Crédito em relação à RCL é inferior a 16% ao longo de todo o período analisado, com larga margem para expansão nos próximos anos. Contudo, essa estratégia não parece ser interessante, haja vista o aumento nas taxas de juros por um lado e, por outro, o aumento da capacidade de arrecadação de recursos via tributos.

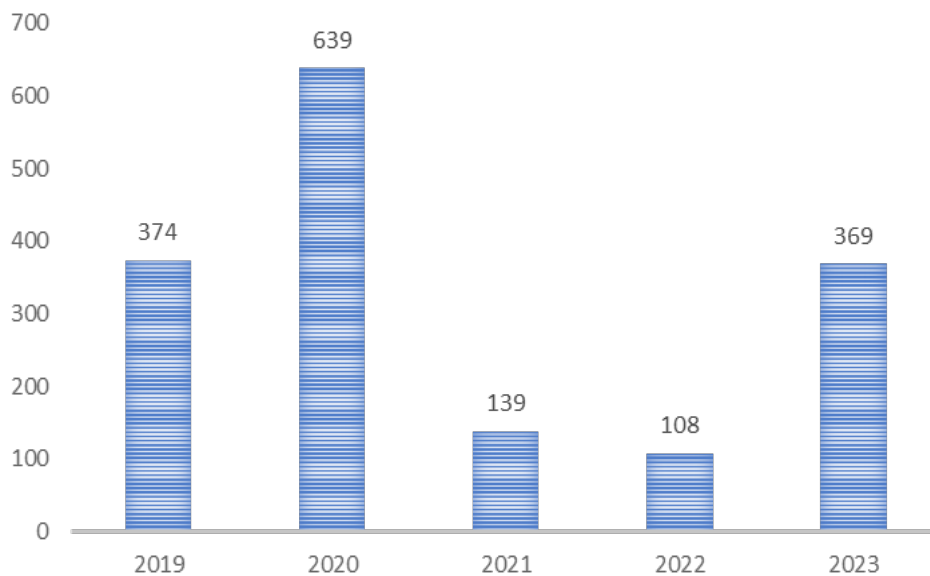
Figura 15 - Receitas de Capital em R\$ Milhão - (2019-2023)



Nota: Valores deflacionados com período-base dezembro/2023.

Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP)/Demonstrativo da Receita Corrente Líquida.

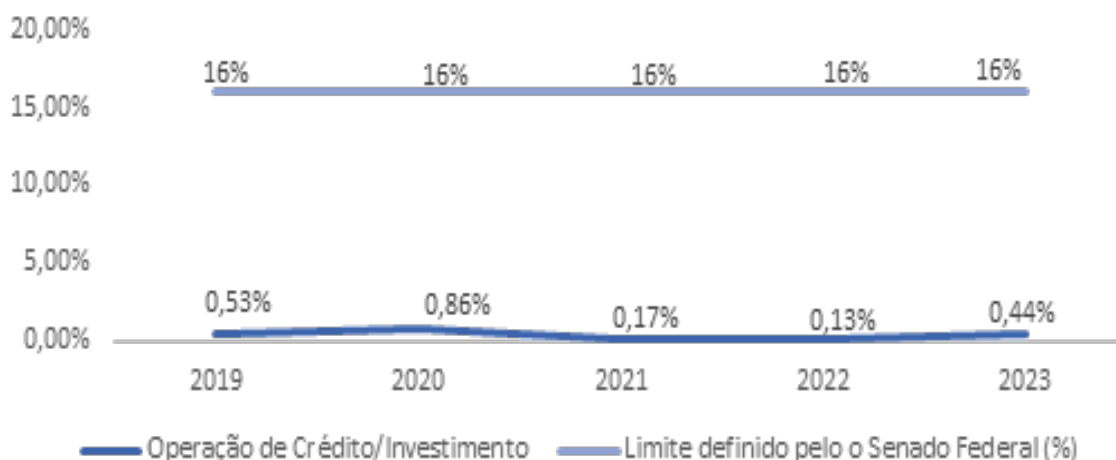
Figura 16 - Operação de Crédito em R\$ Milhão - (2019-2023)



Nota: Valores deflacionados com período-base dezembro/2023.

Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP)/Demonstrativo da Receita Corrente Líquida.

Figura 17 - Operação de Crédito/RCL - (2019-2023) (%)



Nota: Valores deflacionados com período-base dezembro/2023.

Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP)/Demonstrativo da Receita Corrente Líquida.

6 Despesas de Capital

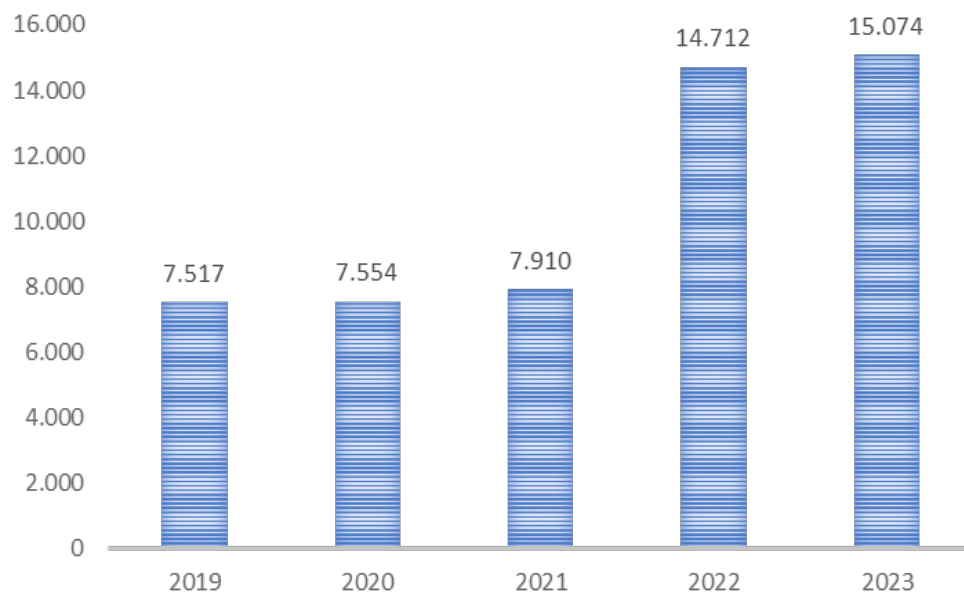
Avaliar as despesas de capital do município tem caráter particularmente importante, pois nelas estão elencados os valores destinados à realização de investimentos públicos. Além dos investimentos, nas despesas de capital também estão incluídos gastos com inversões financeiras e amortizações da dívida pública.

A Figura 18 retrata a trajetória das despesas de capital e seus componentes ao longo dos últimos 5 anos. Conforme a Figura 18, o volume das despesas de capital tem aumentado ao longo dos últimos anos. Entre 2019 e 2023, o aumento foi de, superior a 100%. No que con-

cerne ao exercício de 2023, observou-se um aumento substancial de 2,46% quando comparado ao mesmo período do ano anterior.

Ainda no que diz respeito às despesas de capital, observa-se que o volume de investimentos em 2023 continua acelerado, em que os gastos com investimentos do ano aumentaram em mais de 50% em relação ao ano anterior, período de alto nível de investimento do Município de São Paulo. Ressalta-se que o volume de inversões financeiras se mostrou irrisório, a ponto de ser quase insignificante quando comparado com o volume de investimentos, conforme a Figura 20.

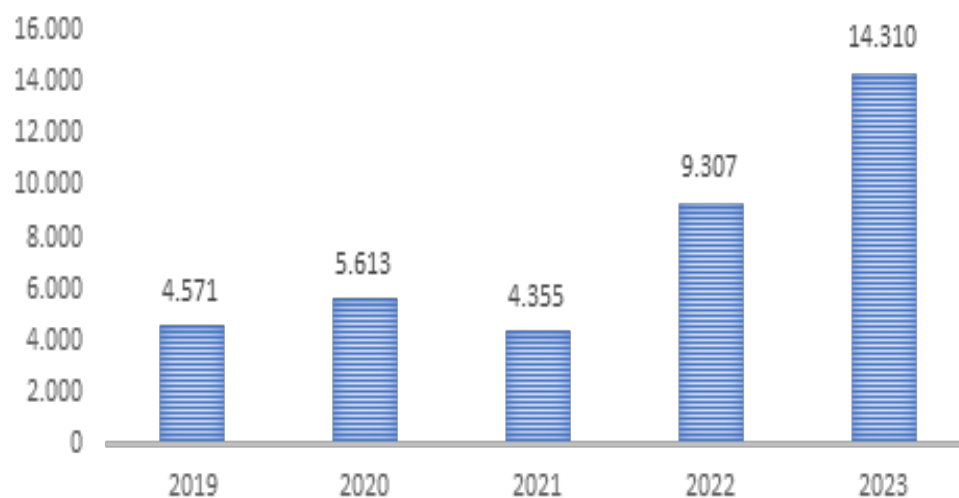
Figura 18 - Despesas de Capital em R\$ Milhão - (2019-2023)



Nota: Valores deflacionados com período-base dezembro/2023.

Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP)/Demonstrativo da Receita Corrente Líquida.

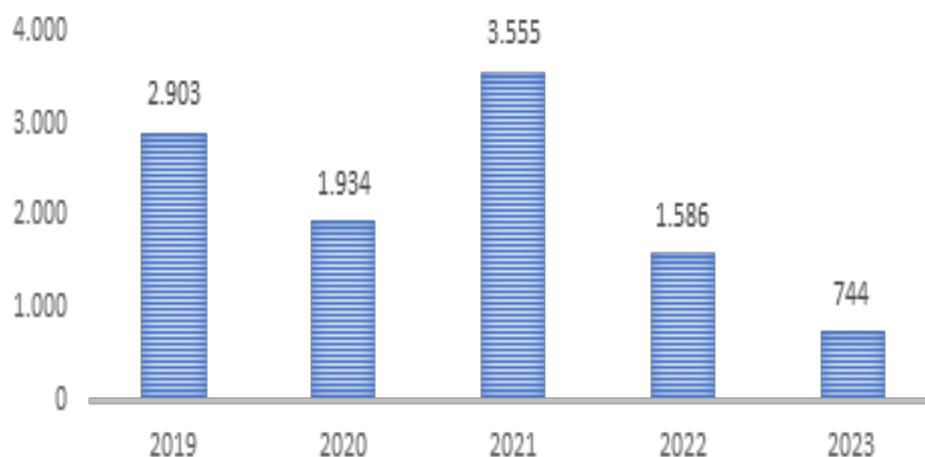
Figura 19 - Investimento em R\$ Milhão - (2019-2023)



Nota: Valores deflacionados com período-base dezembro/2023.

Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP)/Demonstrativo da Receita Corrente Líquida.

Figura 20 - Inversões Financeiras - (2019-2023)



Nota: Valores deflacionados com período-base dezembro/2023.

Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP)/Demonstrativo da Receita Corrente Líquida.

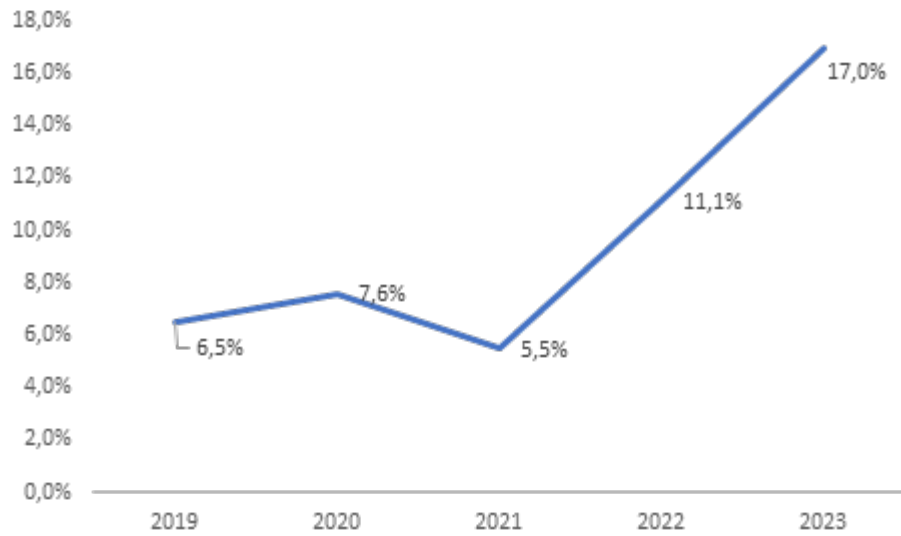
Para muitos economistas e/ou gestores públicos, o componente mais importante das despesas de capital é a rubrica de investimento. Por isso, existe a necessidade de analisar os investimentos como proporção da RCL para verificar o esforço que o ente federativo tem feito neste importante componente de despesa. Em todos os anos observados, o Município de São Paulo

tem mantido seus investimentos em níveis superiores a 6,5% da RCL, como mostra a Figura 21. Isto é considerado um montante razoável, haja vista o volume da arrecadação do município.

Por último, na Figura 22, há as amortizações da dívida, despesas de capital de extrema importância no controle do endividamento

público. O volume de Amortização da Dívida tem tido comportamento volátil ao longo dos últimos anos. Tal rubrica de gastos precisa ser analisada em conjunto com os contratos do ente federativo. Contudo, observa-se que o montante gasto com o serviço da dívida tem reduzido a dívida do município, o que será averiguado ainda neste relatório.

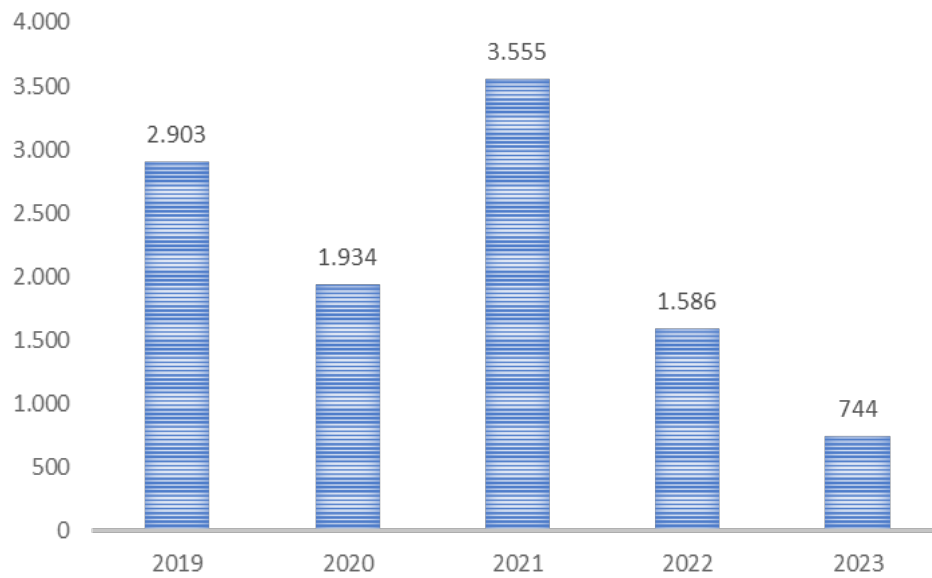
Figura 21 - Investimento/RCL (%) - (2019-2023)



Nota: Valores deflacionados com período-base dezembro/2023.

Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP)/Demonstrativo da Receita Corrente Líquida.

Figura 22 - Amortização da Dívida em R\$ Milhão - (2019-2023)



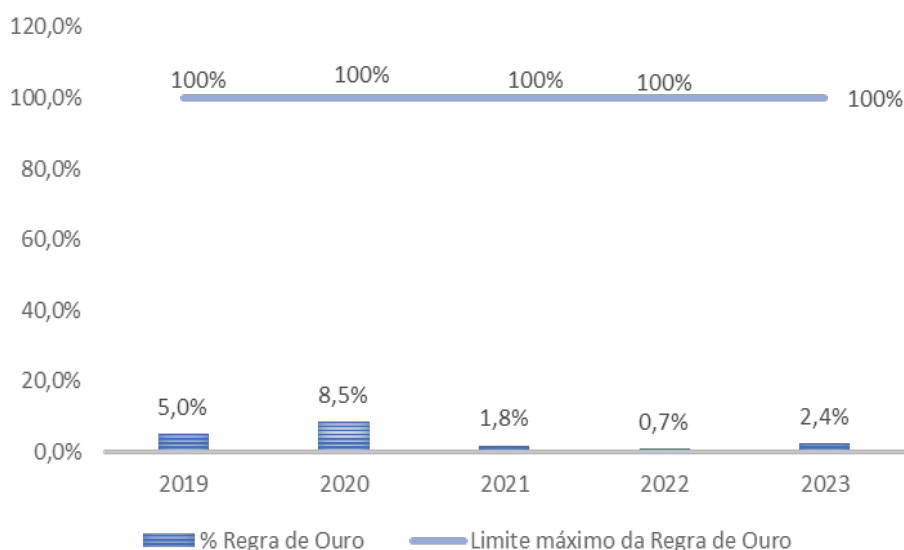
Nota: Valores deflacionados com período-base dezembro/2023.

Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP)/Demonstrativo da Receita Corrente Líquida.

No que tange aos limites determinados por lei às operações de crédito, destaca-se o dispositivo conhecido como Regra de Ouro. A Regra de Ouro é uma regra da Constituição Federal de 1988 que possui o objetivo de evitar o endividamento para pagar despesas correntes. Sendo assim, a Regra prevê que o montante auferido pelas operações de crédito, em determinado exercício financeiro, não pode ser superior às despe-

sas de capital do período. Esta regra tem como intuito garantir o princípio do equilíbrio orçamentário, evitando que a receita oriunda de empréstimos seja utilizada para custear a máquina pública. Conforme a Figura 23, o Município de São Paulo tem obtido êxito no cumprimento da Regra de Ouro, em que as operações de crédito estão muito abaixo das despesas de capital ao longo dos cinco anos.

Figura 23 - Regra de Ouro em % - (2019-2023)



Nota: Valores deflacionados com período-base dezembro/2023.

Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP)/Demonstrativo da Receita Corrente Líquida.

7 Resultados Primário e Nominal

O resultado primário é definido pela diferença entre as receitas e despesas não financeiras. A existência de superávit primário não garante a saúde das contas públicas. Contudo, é evidente que déficits primários constantes no longo prazo não se sustentam. Alguns entes federativos excluem os investimentos do resultado primário. Por isso, a comparação do resultado primário entre os entes federativos possui relativa dificuldade contábil. O Resultado Nominal (RN), por sua

vez, é obtido acrescentando-se ao resultado primário os valores pagos e recebidos de juros nominais.

O Resultado Nominal pode ser considerado como a Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP), que, por sua vez, indica se o ente necessitará ou não de empréstimo para conseguir cumprir com seus dispêndios em determinado exercício financeiro. As Figuras 24 e 25 retratam a trajetória dos resultados primário e nominal do Município de São Paulo entre 2019 e 2023.

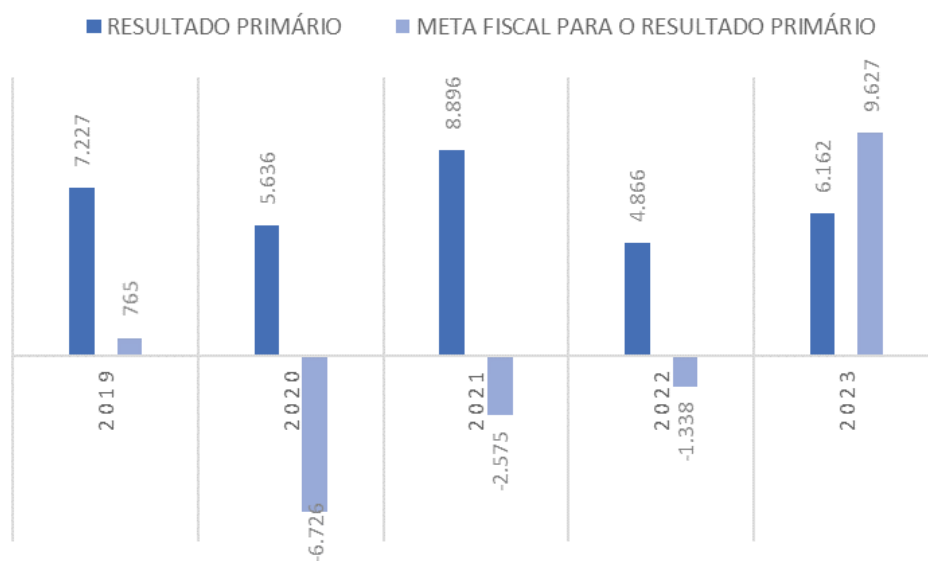
Como é possível verificar na Figura 24, o Município tem conseguido um bom desempenho em resultados primários, obtendo superávit primário em todo o período analisado e quase sempre cumprindo as metas fiscais

fixadas pela Lei de Diretriz Orçamentária (LDO). Note ainda que o volume do resultado primário em 2023 é inferior à meta fixada para o exercício financeiro de 2023, embora um resultado positivo.

A Figura 25, por sua vez, diagnostica o resultado nominal do

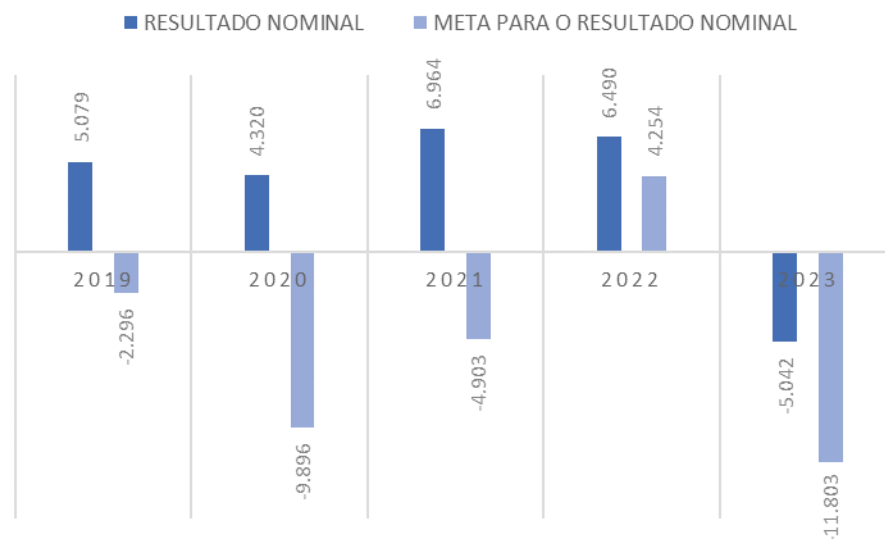
município. Conforme a figura, o resultado nominal apresentou superávits fiscais nos últimos anos. Contudo, nota-se que as projeções de metas para os resultados primários e nominais são bem conservadoras.

Figura 24 - Resultado Primário e Metas Fiscais em R\$ Milhão – (2019-2023)



Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP).

Figura 25 - Resultado Nominal e Metas Fiscais em R\$ Milhão – (2019-2023)



Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP).

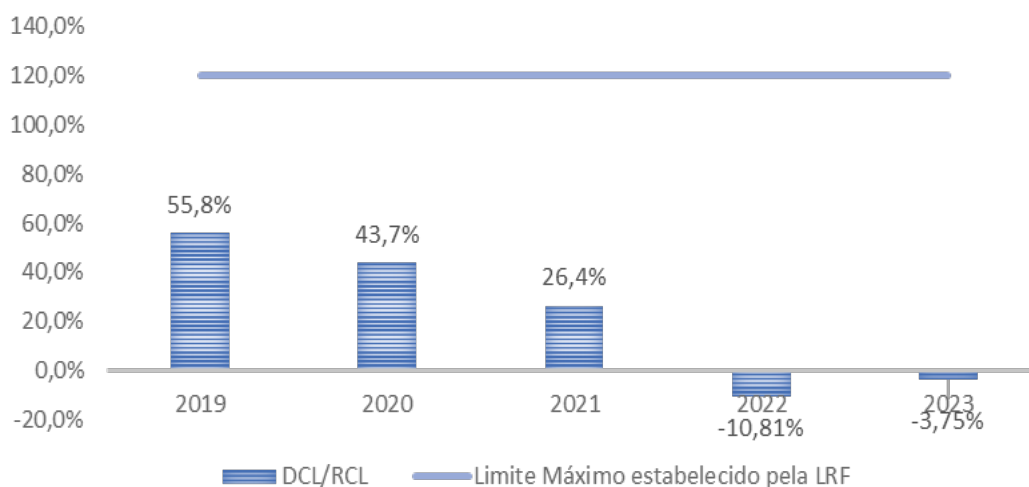
8 Endividamento

A Dívida Consolidada Líquida (DCL) representa o montante da Dívida Consolidada (DC) deduzidas as disponibilidades de caixa, as aplicações financeiras e os demais haveres financeiros. De acordo com a LRF, a Dívida Consolidada Líquida dos municípios não poderá exceder em 120% a Receita Corrente Líquida.

A Figura 26 mostra a proporção DCL/RCL. Conforme a figura, podemos verificar que o ente federativo tem

cumprido a determinação da LRF. Além disso, o município conseguiu reduzir a razão DCL/RCL de 55,8% em 2019 para, aproximadamente, -3,75% no primeiro ano de 2023. Essa redução drástica da relação DCL/RCL é um excelente indicador de melhora de solvência e capacidade de pagamento do município. Esse valor negativo ocorre quando os ativos financeiros líquidos de um ente federativo são maiores do que sua dívida consolidada total. Nesse caso, o município possui mais ativos financeiros do que dívidas, o que indica uma posição financeira mais favorável.

Figura 26 - DCL/RCL em % - (2019-2023)



Fonte: Relatório Resumido de Execução Fiscal (RREO/SEFAZ-SP).

9 Considerações Finais

São Paulo é o município mais rico e populoso do país. A qualidade da condução das finanças públicas do município tem efeitos colaterais nos demais entes federativos. O estrangulamento das contas públicas deste ente federativo pode ocasionar redução do investimento e, por consequência, redução do crescimento de outros municípios vizinhos, por exemplo.

Este relatório possui alguns dos principais indicadores de finanças públicas que mostram que o ente em questão tem sido bem gerido ao longo dos últimos anos. Observa-se que, ao contrário do esperado, o município conseguiu aumentar sua arrecadação em termos de receita corrente e receita corrente líquida. Por outro lado, observou-se uma queda das receitas tributárias e das transferências correntes.

Quanto às despesas correntes, observou-se aumento acentuado entre 2019 e 2023, saltando de R\$ 66.368 milhões em 2019 para R\$ 82.847 milhões em 2023. Ao discriminar as despesas correntes, observou-se que os gastos com pessoal e encargos se mantiveram equilibrados ao longo do período analisado. Além disso, no que se refere ao cumprimento da LRF, a rubrica de gastos com pessoal esteve sempre abaixo dos limites estabelecidos por lei.

Ainda sobre as despesas correntes, os juros e encargos caíram drasticamente ao longo do período observado entre 2019 e 2023.

No que se refere às receitas de capital, notou-se que as operações de crédito não são as principais fontes desse tipo de receitas para as despesas de capital. Notou-se ainda que quase não houve nenhu-

ma operação de crédito realizada em 2022 e 2023. As despesas de capital tiveram incrementos consideráveis, sendo os investimentos o componente mais importante das despesas de capital.

Conforme a Figura 21, o Município de São Paulo tem mantido seus investimentos em níveis superiores a 6,5% da RCL, o que é considerado um montante razoável, haja vista o volume da arrecadação do município. Além disso, o município tem respeitado a regra de ouro, importante dispositivo que prevê que o montante auferido pelas operações de crédito, em determinado exercício financeiro, não pode ser superior às despesas de capital do período. Quando analisados os resultados primário e nominal, observou-se que o município apresentou resultados satisfatórios tanto no que concerne ao resultado

primário quanto no que se refere ao resultado nominal, ao longo do período analisado.

Por último, este artigo analisou o nível de endividamento do município através do estudo da relação DCL/RCL. Conforme observado na Figura 26, verifica-se que o ente federativo tem cumprido a determinação da LRF. Além disso, o município conseguiu reduzir drasticamente a razão DCL/RCL entre 2019 e 2023.

A principal contribuição deste relatório é mostrar para o cidadão, através de gráficos simples e claros, como tem sido a condução das finanças públicas do Município de São Paulo. Ao trazer os principais indicadores de finanças públicas, observou-se que o município tem conseguido amenizar os impactos da pande-

mia e de crises externas, ao menos no que diz respeito às principais variáveis analisadas neste artigo.

() Mestre em Economia pela FEA-USP.*

(E-mail: nathanielrocha18@usp.br).

*(**) Professor Titular da FEA-USP e pesquisador da Fipe.*

(E-mail: delosso@usp.br).

Uma Taxonomia dos Modelos Quantitativos de Comércio Modernos

ALAN MARQUES MIRANDA LEAL (*)

1 Introdução

Modelos quantitativos espaciais são modelos que postulam relações econômicas de produção, consumo, comércio, deslocamento, aglomeração e dispersão de forma não neutra no espaço. Dessa forma, colocar equações econômicas que postulam alguma relação de equilíbrio no espaço e ver como essas relações se realizam na prática é de crucial interesse para os modelos quantitativos espaciais. De especial interesse para este breve texto é o subconjunto de modelos quantitativos espaciais diretamente relacionados ao comércio internacional, chamados de QTMs (*quantitative trade models*). Esses modelos têm por foco realizar análise de bem-estar ou PIB no que concerne a mudanças nos termos de comércio ou na política comercial internacional. Para a consecução dessa tarefa, exibem-se uma breve descrição dos modelos de CGE – equilíbrio geral computável – e alguns exemplos, os modelos de álgebra chapéu-exata – *hat-exact algebra* – e, por fim, um breve resumo dos modelos quantitativos espaciais. Esta comparação segue Bekkers (2019).

2 CGE

Segundo Bekkers (2019), no modelo CGE em nível, as variáveis são resolvidas tanto no cenário base quanto contrafactual e a comparação deles informa o impacto da política comercial simulada. Ao mesmo tempo, no CGE em mudanças relativas, resolvem-se apenas pelas mudanças relativas, ou contrafactuais, num único passo. O modelo CGE é um modelo relativamente extenso, com milhares de equações, que ainda assim tem certa facilidade de incorporar parâmetros comportamentais retirados de outras literaturas, mesmo daquelas não diretamente relacionadas à econômica. Em termos de calibração do modelo, as *shares* de importação são equalizadas às *shares* obtidas dos dados de comércio.

Uma família de modelos bastante conceituada e estabelecida nessa temática diz respeito aos modelos GTAP, que também se baseiam nos dados do GTAP (AGUIAR *et al.*, 2016). Versões mais básicas desse modelo permitem a modelagem de relações de consumo e produção entre regiões, países e blocos de países de forma que simulações

de diferentes cenários comerciais são bastante naturais ao bloco. Adicionalmente, essa vertente de modelos foi expandida de forma a considerar modelagens outras que apenas a modelagem comercial e econômica. Assim, por exemplo, têm-se os modelos do GTAP-BIO (GOLUB; HERTEL, 2012) que consideram o fluxo energético e de mudança na terra no comércio internacional, dentre outros modelos inspirados na modelagem GTAP ou usando a base de dados do GTAP. À medida que esse modelo se especializa em tópicos outros que o comércio, contudo, mais provável é a perda de granularidade de regiões dentro de um país e o enfoque no estudo da relação entre comércio de regiões nacionais e subnacionais.

3 Exact-hat Algebra

No *exact-hat algebra*, o modelo é resolvido nos contrafactuais apenas usando a aproximação algébrica do *exact-hat*, que torna a solução do baseline e contrafactuais simultaneamente redundantes. Ao mesmo tempo, os modelos comportamentais são todos calibrados ou esti-

mados internamente. É incomum, pois, a união desse tipo de modelo quantitativo de comércio com modelos auxiliares de outras áreas de conhecimento. Em contraposição ao CGE, ele é um modelo mais parcimonioso em termos dos números de equações; contudo, de forma análoga ao CGE, suas *shares* de importação são semelhantes às aquelas obtidas com os dados (BEKKERS, 2019).

Esse método de solução de modelos de equilíbrio geral ganhou *momentum* após a publicação de Eaton e Kortum (2002), que projetou sobre um modelo ricardiano de comércio – isto é, um modelo focado sobretudo na oferta e vantagens comparativas – o espaço. O modelo faz uso de hipóteses simplificadoras sobre produtividade, considerando que elas são amostragens de uma variável aleatória que segue uma distribuição de Frechet. Isso permite maior tratabilidade numérica do modelo de comércio. Mais recentemente, Caliendo e Parro (2015) expandem o modelo para analisar o impacto do NAFTA sobre os estados americanos. Caliendo *et al.* (2018) analisam o impacto de choques de produtividade sobre os estados americanos. De forma análoga, Maggi (2018) analisa o impacto da produtividade chinesa sobre os estados brasileiros. Kleinman, Liu e Redding (2023) é uma outra implementação desse mode-

lo, considerando-o sob um aspecto dinâmico.

4 Gravidade Estrutural

Aqui de forma análoga ao CGE em nível, o modelo é resolvido no cenário base e contrafactual de forma que seus custos de comércio e produto são comparados para se estimar a mudança de bem-estar. De modo análogo ao *exact-hat algebra*, os parâmetros são estimados internamente ao modelo e o modelo é relativamente parcimonioso. O modelo de gravidade estrutural se diferencia dos outros dois tipos de modelo na medida em que os custos de comércio são estimados internamente ao modelo, através de seus regressores de gravidade – os efeitos fixos desse modelo econométrico proveem uma riqueza informacional considerável dos custos de comércio entre os países. Os modelos baseados em gravidade sugerem que há uma relação diretamente proporcional entre os fluxos comerciais entre os países considerados e seus respectivos tamanhos da economia, enquanto a relação é inversa para a distância. Apesar de essa ideia ter sido obtida junto à gravidade da Física, ela tem algumas adaptações, tais como a de que a distância entra sem o expoente quadrado na relação inversa entre dois países. Adicionalmente, apesar de esse modelo ser unicamente conhecido por gravidade estrutural, todos os

modelos anteriores de comércio e todo bom modelo de comércio cria previsões em conformidade às aquelas previstas pela gravidade. Dessa forma, apesar de os modelos CGE e *exact-hat algebra* não lidarem diretamente com a gravidade, seus resultados são condizentes com essa expectativa teórica. Mais detalhes sobre esse método, com dicas e limitações, podem ser encontrados em Head e Mayer (2014).

5 Conclusões

As três categorias de modelos exibidas previamente neste texto têm suas vantagens e desvantagens. CGE geralmente coloca certas limitações em termos de modelagens possíveis e grau de granularidade dos dados. *Exact-hat algebra* é bastante flexível em termos de regiões passíveis de modelagem, contudo, não tem tanta facilidade e naturalidade em se modelar aspectos externos ao equilíbrio geral. A gravidade estrutural, por outro lado, enquanto simples modelagem econométrica, é um método focado principalmente em equilíbrios parciais, logo, ela não produz o mesmo tipo de *insight* que o CGE e *exact-hat algebra* produzem. Ao mesmo tempo, a gravidade estrutural produz valores de custo de comércio internacional de forma mais metódica que apenas os valores assumidos pelo CGE e *exact-hat algebra*. Logo, o pesquisador que pretende utilizar uns dos métodos

listados neste texto deve se inteirar das vantagens e desvantagens de cada um deles.

Referências

- AGUIAR, Angel; NARAYANAN, Badri; MCDOUGALL, Robert. An overview of the GTAP 9 data base. **Journal of Global Economic Analysis**, v. 1, n. 1, p. 181-208, 2016.
- BEKKERS, Eddy. **The welfare effects of trade policy experiments in quantitative trade models: the role of solution methods and baseline calibration**. WTO Staff Working Paper, 2019.
- CALIENDO, Lorenzo; PARRO, Fernando. Estimates of the Trade and Welfare Effects of NAFTA. **The Review of Economic Studies**, v. 82, n. 1, p. 1-44, 2015.
- CALIENDO, Lorenzo *et al.* The impact of regional and sectoral productivity changes on the U.S. economy. **The Review of Economic Studies**, v. 85, n. 4, p. 2042-2096, 2018.
- EATON, Jonathan; KORTUM, Samuel. Technology, geography, and trade. **Econometrica**, v. 70, n. 5, p. 1741-1779, 2002.
- GOLUB, Alla A.; HERTEL, Thomas W. Modeling land-use change impacts of biofuels in the GTAP-BIO framework. **Climate Change Economics**, v. 3, n. 03, p. 1-30, 2012.
- HEAD, Keith; MAYER, Thierry. Gravity equations: workhorse, toolkit, and cookbook. **Handbook of International Economics**, Elsevier, v. 4, p. 131-195, 2014.
- KLEINMAN, Benny; LIU, Ernest; REDDING, Stephen J. Dynamic spatial general equilibrium. **Econometrica**, v. 91, n. 2, p. 385-424, 2023.
- MAGGI, Andres Jorge *et al.* **Essays on geography and trade**, 2018.

(*) Doutorando em Teoria Econômica na FEA/USP.
(E-mail: prof@alanleal-econ.com).

Incerteza Geopolítica e a Economia Brasileira

GABRIEL BRASIL (*)

Nos últimos três anos, elevados riscos geopolíticos marcaram o ambiente econômico global na medida em que eventos de impacto significativo disruptaram cadeias de suprimentos e o apetite de investidores ao redor do planeta. Notadamente, a invasão da Ucrânia pela Rússia, a crescente competição estratégica entre China e Estados Unidos e, nos últimos meses, a guerra em Gaza entre Israel e o Hamas trouxeram volatilidade a mercados e indicadores variados, prejudicando expectativas mais otimistas para o crescimento da economia global. Tais eventos persistem e se somarão, nos próximos meses, à conturbada eleição presidencial dos Estados Unidos e à deterioração da saúde climática do planeta, que também alimentarão a já preocupante instabilidade geopolítica.

Embora tais eventos envolvam o Brasil de forma limitada, vale a pena discutir seus prospectos, já que o país depende de condições geopolíticas favoráveis para atrair os investimentos necessários para a aceleração do crescimento da economia brasileira.

1 Os Conflitos

As guerras na Ucrânia e em Gaza têm tido efeito direto limitado na economia brasileira. Apesar da notável exceção da Rússia, de quem o Brasil importa quantidades relevantes de fertilizantes e combustíveis, o Brasil tem fluxos comerciais pouco significativos com as partes envolvidas. Além disso, a distância geográfica dos conflitos limita efeitos indiretos, como aqueles associados a ondas migratórias de refugiados.

No entanto, os dois casos têm aquecido debates diplomáticos nos últimos meses, forçando países historicamente neutros – como o Brasil – a adotar posturas mais incisivas com relação às alegadas violações de leis internacionais e de direitos humanos. Nesse sentido, o Brasil tem se tornado um player ativo, se alinhando de forma sistemática às posições do chamado Sul Global – efetivamente ilustradas pelo apoio à causa Palestina, no caso da guerra em Gaza, e pela não-condenação da Rússia no contexto da invasão da Ucrânia (o que configura, em termos práticos, um alinhamento à Rússia, consideradas as circuns-

tâncias). Embora legítimas, tais posições têm distanciado o Brasil, ao menos diplomaticamente, do eixo ocidental liderado pelos Estados Unidos e pela União Europeia.

Economicamente, as implicações de tal tendência são difíceis de mensurar, mas podem ser discutidas por diferentes ângulos. O mais importante deles diz respeito às chamadas tendências de localização, que têm a ver com as iniciativas de *nearshoring* e *friendshoring* praticadas por multinacionais nos últimos anos – e que devem persistir nos próximos meses dadas as evidências presentes. De modo geral, trata-se de uma tentativa de empresas globais de reduzir a exposição ao risco geopolítico das suas operações e dos seus investimentos a partir da realocação das suas cadeias de valor para jurisdições percebidas como mais amistosas (e geograficamente mais próximas).

Alguns países têm se beneficiado de forma significativa de tal tendência – sendo o México o melhor exemplo: de acordo com dados oficiais, em 2023 o país ultrapassou a China e se tornou o maior parceiro

comercial dos Estados Unidos.¹ Embora seja um país bem posicionado, em termos teóricos (dada sua limitada exposição a conflitos e sanções), o Brasil parece não estar se beneficiando de cenário parecido – o que é ilustrado, por exemplo, pelos decrescentes níveis de investimento estrangeiro direto. Segundo o Banco Central, em 2023 o Brasil reportou uma queda de 17% em tal indicador – isso tudo apesar do crescimento da economia local no mesmo período.²

O governo federal tem, nos últimos meses, tentado emplacar uma agenda de promoção do chamado *powershoring* – isto é, uma vertente da tendência de localização com foco no acesso a uma matriz de eletricidade majoritariamente limpa como forma de promover a descarbonização de cadeias de suprimento, explorando o notório potencial do Brasil nesta frente. No entanto, não há evidências sólidas de que tal oportunidade esteja sendo considerada de forma concreta por grandes investidores, o que pode ser explicado, ao menos parcialmente, pelo desfavorável panorama geopolítico e a resposta do Brasil a ele.

2 A Competição Estados Unidos Versus China

No que alguns analistas têm caracterizado como uma reedição da Guerra Fria, as duas maiores potências globais têm mostrado apetite

significativo para uma competição estratégica de longo prazo.³ Envolvendo campos diversos – incluindo o militar, o econômico e o ideológico – tal competição provavelmente marcará o ambiente geopolítico dos próximos anos na medida em que ela tem contado com elevados níveis de apoio doméstico nos dois países. Nos EUA, aliás, este é um dos poucos temas políticos que atraem consenso bipartidário atualmente.

Ainda que uma escalada aguda seja improvável, dado que nenhum dos dois países tem incentivos claros para um cenário de disrupções abruptas, diversos outros países têm se preparado para uma nova ordem mundial cada vez mais marcada por tal polarização. Do ponto de vista econômico, a implementação de barreiras comerciais (por exemplo, no setor dos minerais críticos, dominados pela China), de subsídios (por exemplo, no setor automotivo, impulsionado por uma abrangente política industrial nos Estados Unidos), de compartilhamento tecnológico (tema cada vez mais sensível nos dois países, com efeitos diretos, por exemplo, no segmento de semicondutores), deve prejudicar o crescimento global. Este crescente protecionismo deverá gerar campeões e vencedores – tanto entre setores e empresas mas também como países aliados.

Embora o Brasil faça um trabalho explicitamente pragmático para

lidar com a competição entre Estados Unidos e China – o que parece ser a estratégia mais adequada do ponto de vista econômico estrito – não há evidências de como o Brasil pretende se beneficiar de tal cenário de forma concreta. Embora a economia brasileira tenha virtudes que possam ser exploradas (por exemplo, na frente da transição energética, que será um tema central na competição geopolítica da próxima década), são tímidos os movimentos do governo e das empresas locais para fazê-lo. Outras potências médias, como Indonésia e Índia, têm mantido posturas mais proativas em tal contexto, atuando para construir pontes e canais que coloquem suas economias em posição de destaque global.

O alinhamento ideológico ocasional do Brasil em certos casos – por exemplo, com relação à Rússia – também parece problemático em tal contexto. Como amplamente reportado pela imprensa nos últimos meses, o governo brasileiro tem trabalhado para manter um relacionamento próximo com o regime de Vladimir Putin – condenado pelo Tribunal Penal Internacional por crimes de guerra –, o que tem sido criticado de forma contundente por países ocidentais. Não há evidências de como o Brasil possa estar se beneficiando de tal postura, embora sejam claros os problemas (no mínimo reputacionais) associados a ela.

Nos próximos anos, à medida que China e Estados Unidos acirram suas posturas, aumentará a pressão para que outros players globais escolham lados. Esse será o caso, sobretudo, na eventual escalada das tensões em Taiwan – que constitui, atualmente, o gatilho mais provável para uma escalada do relacionamento entre as duas maiores potências do planeta. Tudo indica que, neste caso, a economia brasileira estará vulnerável não apenas aos choques de mercado (por exemplo, nos mercados de *commodities* e no apetite global dos investidores) como também a um panorama comercial muito mais delicado.

3 A Eleição Americana

Do ponto de vista objetivo, as eleições gerais de novembro devem ser o maior evento geopolítico de 2024, dadas suas potenciais implicações globais. Um cenário significativamente acirrado entre o atual presidente Joe Biden e o ex-presidente Donald Trump sustentará incertezas consideráveis, sobretudo considerando o caráter disruptivo que uma eventual nova gestão Trump representaria em múltiplas frentes – incluindo a econômica.

Embora Biden e Trump estejam na mesma página, ao menos do ponto de vista geral, na questão da competição com a China são enormes as diferenças dos dois líderes políticos em outros temas.

Se por um lado Biden tem priorizado a crise climática, reconhecendo sua gravidade para os EUA e o planeta, Trump é um notório negacionista com relação ao tópico – o que deve se refletir no seu programa político e impactar preços relativos e incentivos globais para o amadurecimento de tal agenda, considerando o peso dos Estados Unidos no tema.

No âmbito do comércio, Biden tem implementado políticas industriais de caráter protecionista, mas segue mantendo uma abordagem geral mais favorável ao livre-comércio do que aquela adotada por Trump durante a sua gestão, que foi marcada pela implementação de tarifas em múltiplos setores (inclusive danosas ao Brasil, no caso, por exemplo, do aço).

Biden e o Partido Democrata atuam, de forma ativa (ainda que sujeita a críticas legítimas) pela promoção da democracia no planeta – inclusive atuaram, conforme amplamente reportado pela imprensa brasileira, em favor da estabilidade institucional no Brasil no contexto das conturbadas eleições de 2022. Trump e o Partido Republicano, por outro lado, têm nutrido relações próximas e controversas com líderes autoritários, como Viktor Orbán, na Hungria, e Javier Milei, na Argentina, além de terem protagonizado, nos próprios Estados Unidos, eventos preocupantes do ponto de vista democrático, notadamente a invasão do Capitólio

por parte de apoiadores radicais de extrema direita em 6 de janeiro de 2021. Como bem documentado na literatura econômica, a democracia é pressuposto importante para o desenvolvimento econômico, e uma deterioração democrática global tende a impactar negativamente o ambiente de negócios global de longo prazo.

4 Multilateralismo e Cooperação

Tal contexto geopolítico – marcado por elevada fragilidade e incerteza – tem impactos além daqueles associados a cada tema ou evento específico. O mais importante deles provavelmente tem a ver com a decrescente capacidade dos países de lidarem com crises importantes de forma colaborativa. Atualmente há várias, todas requerendo elevados níveis de cooperação, incluindo os conflitos em curso, as mudanças climáticas, a regulação do uso de novas tecnologias (sobretudo em torno da inteligência artificial, que tem gerado preocupações grandiosas na frente da segurança) e a desigualdade econômica.

Na condição de presidente temporário do G20, o Brasil tem a oportunidade de se colocar como ator virtuoso em tal cenário – e, com isso, promover avanços coletivos, potencialmente se beneficiando, no processo, de maior credibilidade diplomática, que, no limite, tende a se materializar em ganhos econômicos. No entanto, é preciso que a

agenda da política externa brasileira esteja em linha com objetivos estratégicos claros, pragmáticos e bem embasados. Considerando os resultados preliminares do começo do novo governo e sinais mais recentes, não parece que o Brasil esteja particularmente bem posicionado.

-
- 1 Mexico's Moment: The Biggest US Trading Partner Is No Longer China. Bloomberg, 12 de setembro de 2023. Disponível em: <https://www.bloomberg.com/graphics/2023-mexico-china-us-trade-opportunity/>
 - 2 Estrangeiros investiram 17% menos no país em 2023, informa BC. CNN Brasil, 5 de fevereiro de 2024. Disponível em: <https://www.cnnbrasil.com.br/economia/investimentos/estrangeiros-investiram-17-menos-no-pais-em-2023-informa-bc/>
 - 3 The New Cold War: How the Contest Between the US and China Will Shape Our Century. Robin Niblett, Atlantic Books, March 2024.

() Economista pela Universidade Federal de Minas Gerais (UFMG) e mestre em economia política internacional pela Universidade de São Paulo (USP). (E-mail: gabrielchbrasil@gmail.com).*

Relatório de Indicadores Financeiros¹

NÚCLEO DE ECONOMIA FINANCEIRA DA USP – NEFIN-FEA-USP (*)

Em 02/jan/2012 foram (teoricamente) investidos R\$ 100 em quatro carteiras *long-short* tradicionais da literatura de Economia Financeira. O Gráfico 1 apresenta a evolução dos valores das carteiras. (1) Carteira de Mercado: comprada em ações e vendida na taxa de

juros livre de risco; (2) Carteira Tamanho: comprada em ações de empresas pequenas e vendida em ações em empresas grandes; (3) Carteira Valor: comprada em ações de empresas com alta razão “valor contábil-valor de mercado” e vendida em ações de empresas com

baixa razão; (4) Carteira Momento: comprada em ações de empresas vencedoras e vendida em ações de empresas perdedoras. Para detalhes, visite o *site* do NEFIN, seção “Fatores de Risco”: <http://nefin.com.br/risk_factors.html>.

Gráfico 1 – Estratégias de Investimentos (Long - Short)(02/01/2012 – 05/04/2024)

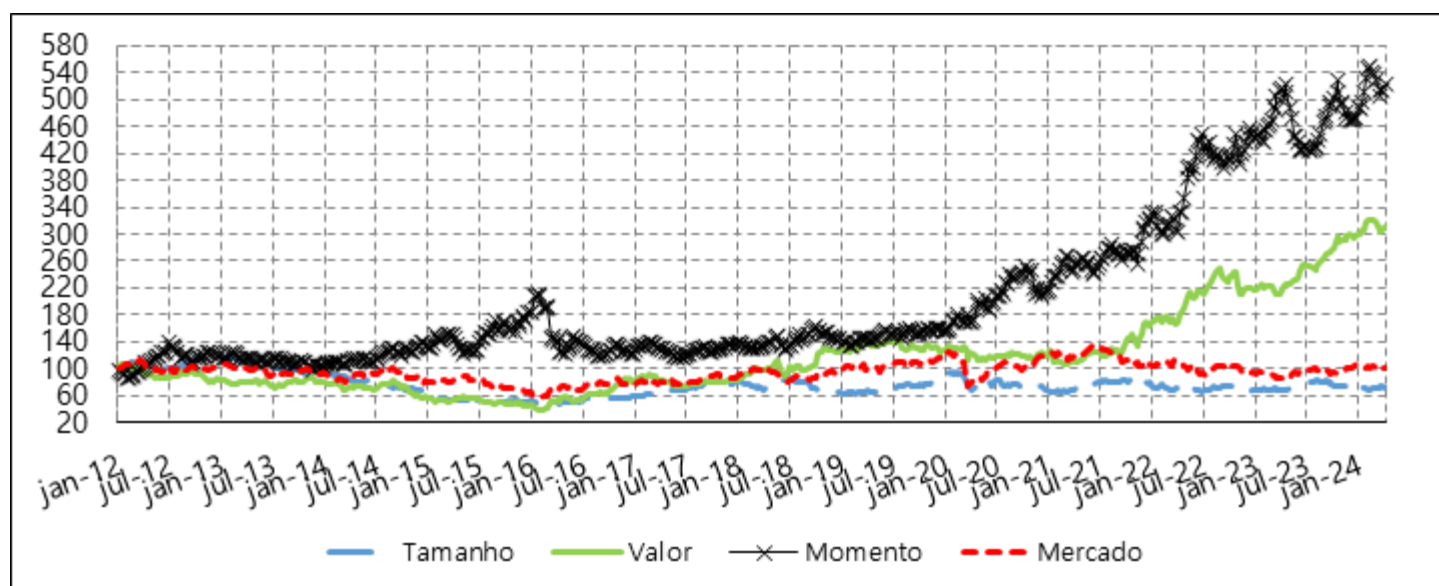


Tabela 1

| | Tamanho | Valor | Momento | Mercado |
|--------------|---------|---------|---------|---------|
| Semana | -1,47% | 1,59% | 1,93% | -1,05% |
| Mês de março | 3,03% | -3,45% | -2,72% | -0,55% |
| 2024 | -3,31% | 3,76% | 10,73% | -4,89% |
| 2010-2024 | -22,73% | 121,80% | 872,87% | -19,48% |

O Gráfico 2 apresenta a evolução histórica do *dividend yield* do mercado acionário brasileiro: razão entre o total pago de dividendos nos últimos 12 meses pelas empresas e o valor total das empresas hoje. Essa é tradicionalmente uma variável estacionária (reverte à média) e é positivamente correlacionada com o retorno futuro esperado dos investidores. Ou seja, é alta em momentos ruins (de alto risco ou alta aver-

são ao risco), quando os investidores exigem retorno esperado alto para investir no mercado, e baixa em momentos bons. A Tabela 2 apresenta o inverso do *dividend yield*, conhecido como Razão Preço-Dividendo, de algumas empresas. Ordenam-se os papéis da última semana de acordo com essa medida e reportam-se os papéis com as dez maiores e dez menores Razões Preço-Dividendo.

Gráfico 2 – Dividend Yield da Bolsa (01/01/2009 - 05/04/2024)

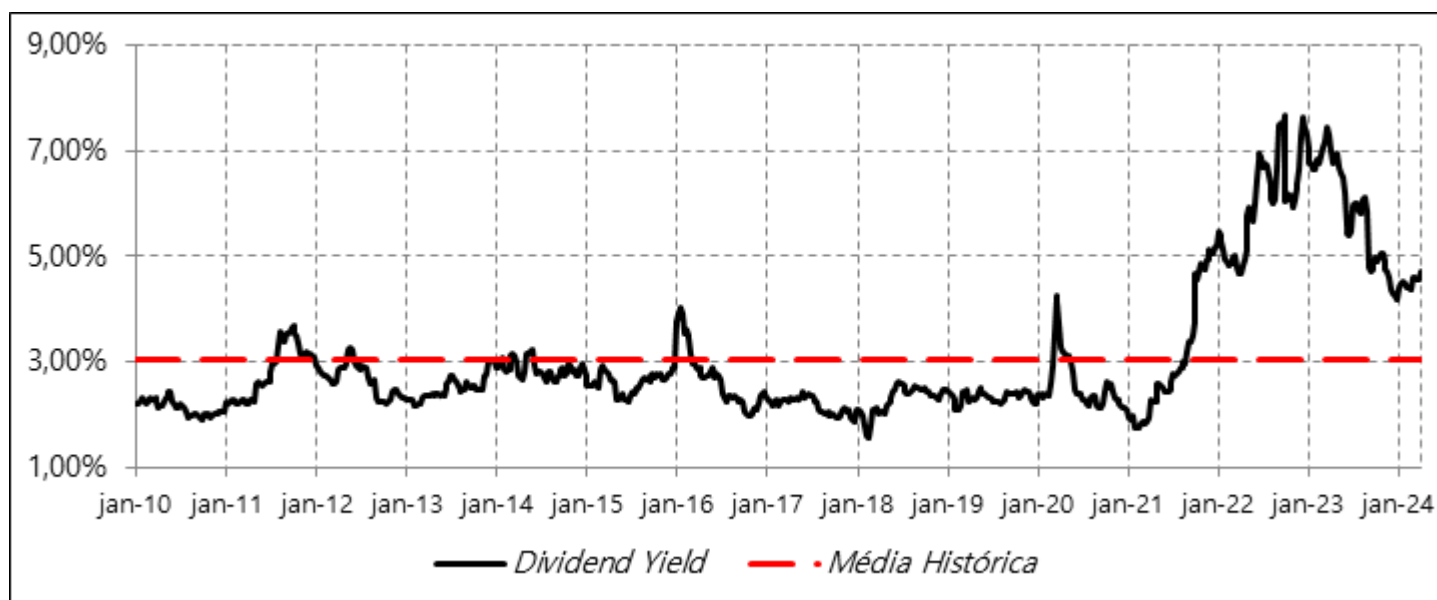


Tabela 2

| | Dez Maiores | | Dez Menores | |
|-----|-------------|-----------------|-------------|-----------------|
| | Papel | Preço-Dividendo | Papel | Preço-Dividendo |
| 1. | PRI03 | 683,25 | GRND3 | 4,59 |
| 2. | SIMH3 | 377,35 | PETR4 | 5,17 |
| 3. | PETZ3 | 375,76 | VULC3 | 6,52 |
| 4. | RAIL3 | 337,93 | BRAP4 | 6,86 |
| 5. | ASAI3 | 279,18 | CMIN3 | 7,48 |
| 6. | SMFT3 | 256,88 | MTRE3 | 7,65 |
| 7. | ELET3 | 181,48 | CSMG3 | 7,71 |
| 8. | ODPV3 | 163,08 | AGRO3 | 7,7 |
| 9. | AMBP3 | 153,25 | AURE3 | 8,02 |
| 10. | TASA4 | 127,67 | BMGB4 | 9,16 |

O Gráfico 3 apresenta a evolução histórica do *short interest* do mercado acionário brasileiro e a taxa média de aluguel de ações. O *short interest* de uma empresa é dado pela razão entre a quantidade de ações em aluguel e a quantidade de ações *outstanding* da empresa. Mede assim o estoque de vendas a descoberto realizadas com as ações da empresa, tendendo a ser maior em momentos de expectativa de queda no valor da

empresa. O *short interest* do mercado, apresentado no gráfico, é a média (ponderada por valor) dos *short interest* individuais. A Tabela 3 reporta os cinco maiores *short interest* individuais e taxas de aluguel da semana passada, tanto em nível como primeira diferença (no caso deste último, são excluídos os papéis que tiveram variação negativa).

Gráfico 3 – Mercado de Aluguel de Ações (01/01/2013 - 04/04/2024)

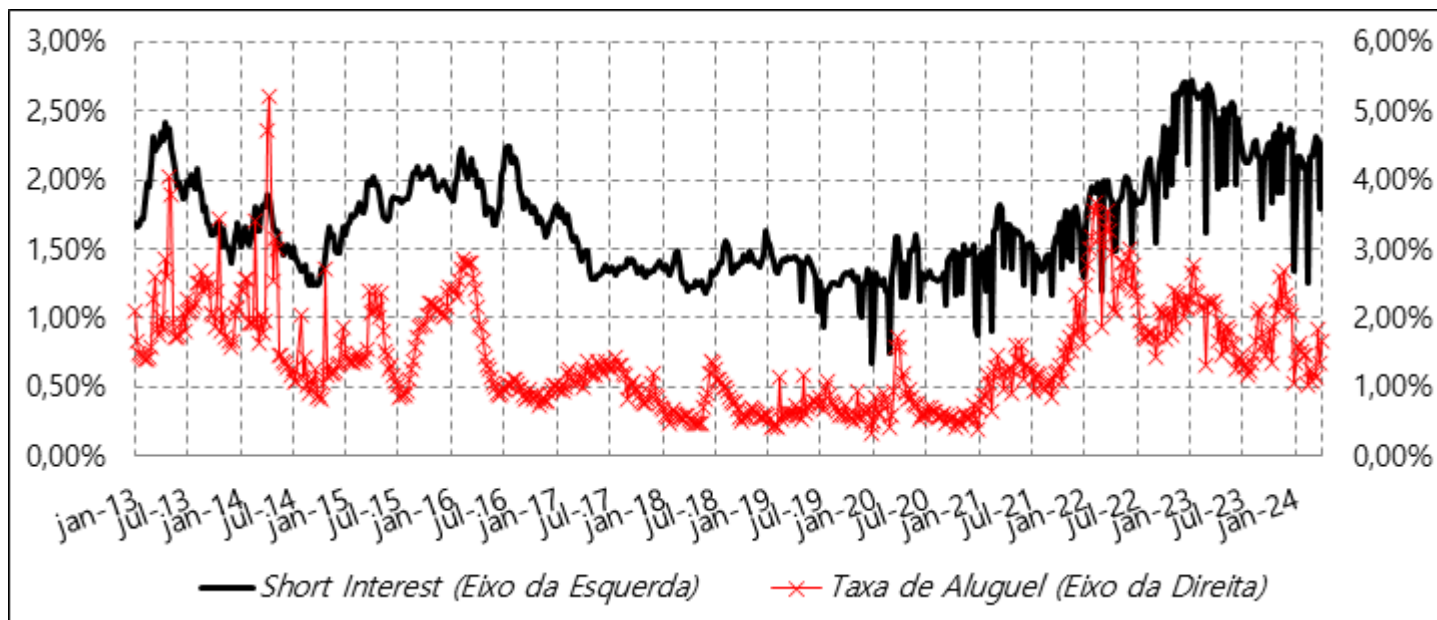


Tabela 3

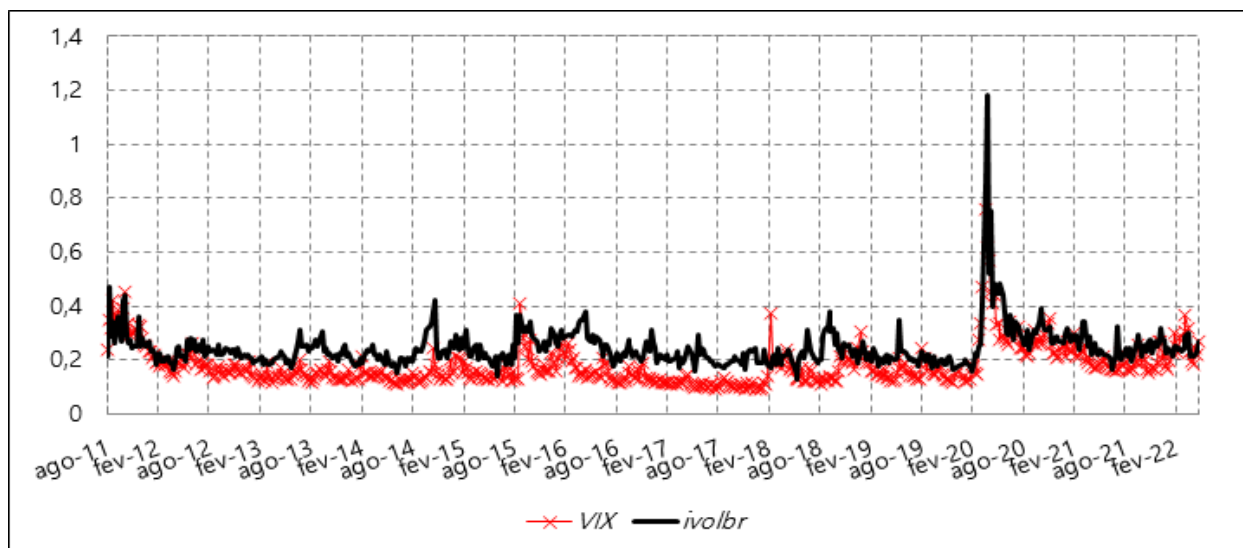
| Cinco Maiores da Semana | | | | |
|----------------------------|-------|--------|-----------------------------|---------|
| Short interest | | | Taxa de Aluguel | |
| 1. | BHIA3 | 19,82% | GFS3 | 117,89% |
| 2. | RRRP3 | 19,56% | RCSL3 | 81,59% |
| 3. | PETZ3 | 18,71% | CRFB3 | 58,53% |
| 4. | AMER3 | 16,88% | AMER3 | 29,67% |
| 5. | OIBR3 | 15,83% | IGTI3 | 28,88% |
| Variação no short interest | | | Variação na taxa de aluguel | |
| 1. | CVCB3 | 2,69% | CXSE3 | 10,99% |
| 2. | PRI03 | 2,67% | SRNA3 | 9,64% |
| 3. | RECV3 | 1,82% | WEST3 | 6,76% |
| 4. | AZUL4 | 1,38% | CRFB3 | 6,23% |
| 5. | CASH3 | 1,33% | CLSC4 | 6,00% |

O IVol-BR é um índice de volatilidade futura esperada para o mercado acionário brasileiro. É derivado do comportamento dos preços de opções sobre o IBOVES-PA. Já o VIX® é o índice de volatilidade futura esperada para o mercado americano calculado pela CBOE®.²

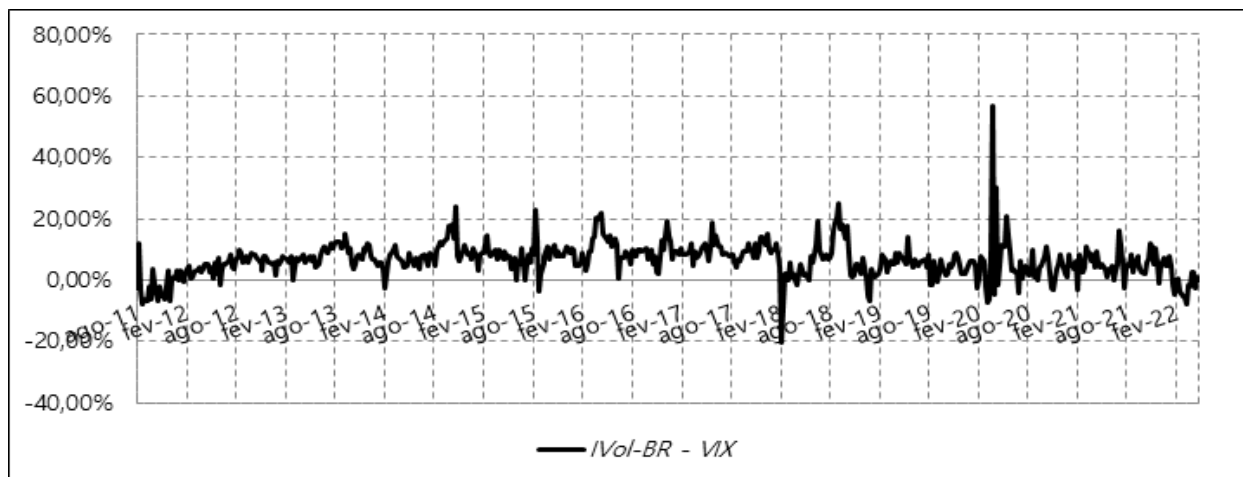
O Gráfico 4A apresenta ambas as séries. O Gráfico 4B apresenta a diferença entre os índices, capturando assim a evolução da incerteza especificamente local. Para detalhes, visite o site do NEFIN, seção “IVol-Br”: <http://nefin.com.br/volatility_index.html>.

Gráfico 4 – Volatilidade Forward-Looking (01/08/2011 - 30/04/2022)

A



B



1 O NEFIN não se responsabiliza por qualquer dano ou perda ocasionada pela utilização das informações aqui contidas. Se desejar reproduzir total ou parcialmente o conteúdo deste relatório, está autorizado desde que cite este documento como fonte. O Nefin agradece à FIPE pelo apoio financeiro e material na elaboração deste relatório.

2 VIX® e CBOE® são marcas registradas da Chicago Board Options Exchange.

(*) <<http://nefin.com.br/>>.

pesquisa na fea – Economia



A contribuição feminina para a Teoria Macroeconômica no século XX: um estudo de três casos

JÉSSICA GESIENE NASCIMENTO

Tese de Doutorado

Orientador(es): Pedro Garcia Duarte

Banca: Pedro Garcia Duarte,

Rebeca Gomez Betancourt

Renato Perim Colistete

Danilo Freitas Ramalho da Silva

Link: <https://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/12/12140/tde-06022024-170156/pt-br.php>

Resumo

A presente tese tem como objetivo investigar a contribuição de três mulheres notáveis para a teoria macroeconômica: Anna Schwartz, Christina Romer e Eliana Cardoso. Este recorte é relevante, uma vez que representa uma contribuição inovadora à literatura econômica, ampliando o escopo das biografias intelectuais femininas

em um campo historicamente dominado por homens. Ao examinar a trajetória intelectual dessas mulheres, analisando dados estatísticos relacionados às suas obras e contextualizando-as em debates mais amplos, esta pesquisa pretende contribuir para ampliar o conhecimento sobre trajetórias femininas na história do pensamento econômico. O objetivo principal é dar visibilidade às contribuições dessas economistas, desviando-se da narrativa tradicional, que frequentemente negligencia figuras femininas e se concentra nas trajetórias masculinas. O texto apresenta biografias abrangentes para cada uma das economistas mencionadas, com base na análise de suas obras e na pesquisa de arquivos disponíveis. Espera-se, assim, proporcionar uma compreensão mais completa e inclusiva da influência dessas mulheres no campo da teoria macroeconômica.

economia & história



Angus Deaton Repensa a Pesquisa em Economia

RÔMULO MANZATTO (*)

Angus Deaton não nega as muitas realizações da pesquisa econômica nas últimas décadas. Deaton reconhece os consideráveis avanços do conhecimento coletivo na pesquisa em economia, frutos do desenvolvimento da teoria econômica assim como da evolução de novos métodos e técnicas de pesquisa empírica.

Isso não impede, contudo, que o veterano economista soe um alarme. Para Deaton, há sinais preocupantes de que a pesquisa em economia enfrenta problemas graves. Um deles consiste na falha coletiva de economistas e pesquisadores em prever a crise financeira de 2008.¹

Ainda pior, cita Deaton, parece ser o fato de que a pesquisa em economia pode ter contribuído

para a piora da crise econômica ao promover uma crença exagerada na eficiência dos mercados, especialmente na suposta eficiência dos mercados financeiros.

Deaton não é o primeiro a chamar a atenção para esses pontos, mas sua trajetória faz com que o alarme soe mais alto. Nascido na Escócia em 1945, Angus Deaton recebeu o prêmio Nobel de economia de 2015 por seus trabalhos de pesquisa sobre a dinâmica do consumo, assim como os determinantes da pobreza e do bem-estar.²

O prêmio de 2015 veio coroar uma trajetória de pesquisa iniciada na Universidade de Cambridge, na Inglaterra, onde cursou a graduação e obteve seu título de PhD em economia. Os primeiros trabalhos de

maior repercussão de Deaton são da década de 1970, quando ocupava o posto de professor de econometria na Universidade de Bristol, também na Inglaterra. Os anos seguintes trariam um prolífico período de pesquisas em Princeton e um emprego no Banco Mundial.

A partir da década de 1980, Deaton ampliaria suas contribuições para o campo da Economia do Desenvolvimento, abordando de maneira original a questão da “armadilha da pobreza” identificada nos modelos tradicionais de desenvolvimento econômico. Em seguida, não deixaria de se engajar nas discussões sobre o aumento de desigualdade econômica e sobre os efeitos negativos da ajuda externa nas trajetórias de países de menor renda.³

É esse percurso acadêmico que confere maior peso às críticas de Deaton à pesquisa em economia como praticada em seus principais centros, departamentos e universidades. A partir daí, o veterano pesquisador admite que tem revisito muitas de suas crenças, o que o leva a apresentar, de maneira sintética, as principais falhas que assolam o campo da economia, expostas por Deaton em torno de cinco eixos principais.

O primeiro deles diz respeito à relação entre a economia e o exercício do poder. Deaton acredita que os economistas das correntes chamadas *mainstream* têm enfatizado excessivamente as virtudes do livre mercado e dos avanços tecnológicos exógenos. Isso fez com que essas abordagens tenham praticamente ignorado a importância das relações de poder na determinação dos níveis salariais, dos preços de mercado e no desenvolvimento de tecnologias produtivas que impactam o nível de mão de obra.

De maneira ampla, Deaton agora afirma que as relações de poder é que determinam as regras do jogo a ser jogado pelos mercados, o que leva o Prêmio Nobel de 2015 a concluir que a análise das relações de poder constitui um requisito fundamental para compreender boa parte dos atuais aspectos do capitalismo moderno.

O segundo eixo trata da relação da economia com a filosofia e a ética.

Deaton acredita que o pensamento econômico atual praticamente abandonou a reflexão ética. Ao fazer isso, a pesquisa em economia acabou por distanciar-se de uma forma de pensar os sistemas econômicos que aproximou autores tão díspares quanto Adam Smith, Karl Marx, John Maynard Keynes, Friederich Hayek e Milton Friedman.

Deaton vai além, afirmando que os economistas de orientação *mainstream*, na qual ele se inclui, teriam simplesmente abandonado a reflexão ética e o questionamento sobre os diferentes significados de bem-estar. Em termos fortes, o Nobel de Economia chega a dizer que os economistas das correntes majoritárias se tornaram tecnocratas que focam apenas aspectos de eficiência.

O terceiro ponto destacado por Deaton diz respeito à supervalorização dos critérios de eficiência na pesquisa econômica. O economista questiona a definição, amplamente aceita, de que o estudo da economia consiste na alocação eficiente de recursos escassos. Relembra, ainda, a definição alternativa de Keynes, segundo o qual o problema principal da economia seria o de reconciliar a eficiência econômica, com a justiça social e a liberdade individual. Deaton acredita também que nas últimas décadas os critérios de justiça social se tornaram demasiadamente subservien-

tes aos critérios de eficiência de mercado.

O quarto eixo aborda a visão de Deaton sobre a limitação dos atuais métodos empíricos. Com uma extensa trajetória de pesquisa empírica, Deaton acredita que as principais técnicas empíricas atuais, como os experimentos aleatórios controlados, o método de diferenças em diferenças ou os diferentes tipos de regressão apresentam um foco excessivo na estimação de efeitos locais, deixando de lado a investigação de mecanismos que atuam mais lentamente, em outra escala de tempo.

Aqui, Deaton dá crédito às abordagens conduzidas por historiadores, que parecem compreender melhor o efeito de múltiplas contingências e causalidades sobre seu objeto. Isso leva o economista a concluir que os historiadores costumam se sair melhor do que os economistas quando se trata de identificar mecanismos que sejam plausíveis, interessantes e que valem a pena ser levados em consideração, mesmo que não atendam a todos os critérios inferenciais exigidos pela pesquisa empírica atual.

O último ponto tratado por Deaton fala sobre modéstia. O autor acredita que os economistas, de fato, desenvolveram poderosas ferramentas analíticas para interpretar a realidade; no entanto, também crê que seria bom que os membros da profissão reconhecessem que

seu método demanda premissas que não são válidas em todas as circunstâncias.

Deaton passa, então, a questionar premissas que boa parte dos economistas de sua geração tomavam como verdades. Assim, o economista escocês agora reconhece a importância dos sindicatos na manutenção de boas condições de trabalho e bons salários dos trabalhadores. Deaton vai mesmo além, afirmando que os sindicatos constituem parte importante do capital social. O economista também não deixa de criticar as iniciativas globalizantes que levaram a aberturas agressivas de mercado e à desorganização de setores produtivos em escala nacional.

Por fim, Deaton diz acreditar que os economistas poderiam se beneficiar de um maior engajamento com as ideias de filósofos, historiadores e sociólogos, que, por sua vez, também se beneficiariam de uma interação maior com a pesquisa em economia.

Referências

DEATON, Angus. Rethinking my Economics. **Finance & Development**. International Monetary Fund, v. 61, n.1, March 2014.

MANZATTO, R. George Akerlof e o pecado da omissão na pesquisa em economia. **Informações Fipe**, São Paulo, n. 494, p. 70-73, nov. 2021.

WALKER, Peter J. Escape Artist - Peter J. Walker profiles Angus Deaton, who pioneered approaches that connect the dots between theory, measurement, policy, and people's lives. **Finance & Development**. International Monetary Fund, v. 55, n. 1, March 2018.

1 Em edição anterior de *Informações Fipe*, apresentei algumas das críticas de George Akerlof a atuais práticas dominantes de pesquisa em economia. Ver Manzatto (2021)

2 Ver: <https://www.nobelprize.org/prizes/economic-sciences/2015/summary/>

3 Sigo o perfil de Deaton traçado por Walker (2018)

(*) Economista (FEA-USP) e mestre em Ciência Política (DCP/FFLCH-USP). (E-mail: romulo.manzatto@gmail.com).

O Brasil e a Economia Internacional na Virada do Século XXI

IVAN COLANGELO SALOMÃO (*)

Em que pesem os avanços políticos, institucionais e sociais observados no Brasil durante os anos 1990, a historiografia dedicada ao entendimento do período não se pode furtar de analisar os motivos pelos quais o desempenho econômico esteve aquém do que projetava a equipe econômica responsável pelo feito histórico de controlar a inflação.

Fruto de uma conjunção de fatores, o crescimento da economia brasileira esteve diretamente condicionado pela conjuntura internacional, a qual, via de regra, mostrou-se turbulenta mesmo após a conclusão da negociação do Plano Brady, que selou o retorno do Brasil ao mercado financeiro internacional, em abril 1994. Superado o desafio da estabilização monetária, a administração do balanço de pagamentos passou a figurar entre os principais, se não o mais importante desafio das autoridades econômicas do país.

A primeira crise cambial de vulto observada no período foi a do México, que eclodiu no final de 1994. O Brasil ainda assistia à posse de Fernando Henrique Cardoso na Presidência da República quando o con-

tágio do chamado “efeito tequila” exigiu reação incisiva do governo brasileiro já em fevereiro de 1995: desvalorização controlada do real (6%) somada à elevação da taxa básica de juros. Indo além, a equipe econômica adotou novas medidas a fim de atenuar a fragilidade do balanço de pagamento em transações correntes. No decorrer do primeiro semestre daquele ano, o governo adiantou contratos de câmbio com vistas a estimular as exportações e elevou as tarifas de importação de determinados produtos – como bens duráveis e automóveis –, buscando, assim, mitigar os efeitos da fuga de capitais. O custo desse primeiro pacote de defesa foi de aproximadamente US\$ 12 bilhões.

Apesar do arsenal cambial acionado pelo Banco Central, a crise mexicana, somada aos efeitos do bem-sucedido processo desinflacionário,¹ resultou na crise estrutural do sistema financeiro brasileiro que transformou o segmento no segundo lustro dos anos 1990.² Do ponto de vista da estratégia macroeconômica de combate à inflação, a conjugação de tais fatores resultou, em março de 1995, na substituição da âncora monetária pela cambial.

Em 1997, foi a vez de o leste asiático, mais especificamente, quatro de suas economias em desenvolvimento – Tailândia, Malásia, Indonésia e Coreia do Sul – assistirem a ataques contra suas respectivas moedas. Mais uma vez, investidores estrangeiros reagiram à crise regional de modo instintivo, fazendo do estrangulamento do balanço de pagamentos daqueles países do outro lado do globo uma crise verdadeiramente internacional. Para proteger suas carteiras, especuladores sacaram os investimentos em portfólio dos países que eventualmente poderiam se tornar o próximo alvo. Diante da fuga de capitais de curto prazo, o Banco Central brasileiro viu-se obrigado a elevar a taxa de juros novamente, além de oferecer liquidez na ordem de US\$ 20 bilhões para proteger a moeda nacional. Não sem cicatrizes, a tempestade foi momentaneamente superada.

A vitória contra os especuladores mostrar-se-ia de Pirro, uma vez que o BC não resistiria a mais uma investida de tal virulência. Em agosto de 1998, foi a vez de a Rússia sucumbir frente a mais um ataque especulativo contra o rublo, entrando em *default* e decretando

moratória de parte de sua dívida externa. Diante do efeito manada, a economia brasileira foi duramente acometida. O Banco Central teve mais uma vez que aumentar a Selic e injetar liquidez no mercado de câmbio – cerca de US\$ 30 bilhões em dois meses –, valor que se mostrou insuficiente para convencer os investidores de que o governo brasileiro lograria manter o real fixo e valorizado. Pela primeira vez na história, o Brasil teve que recorrer ao Fundo Monetário Internacional (FMI), que injetou US\$ 42 bilhões na conta de capitais do balanço de pagamentos brasileiro.

A temporada de ataques contra moedas de economias emergentes mantidas artificialmente valorizadas não tardou a encontrar a próxima vítima. Em janeiro de 1999 – semanas após a eleição presidencial de outubro de 1998 –, o governo brasileiro teve que se curvar à realidade do universo financeiro, permitindo finalmente a flutuação do real. Em apenas 45 dias, a cotação do dólar saiu de R\$ 1,30 para atingir aproximadamente R\$ 2,20 ao final de fevereiro. Apesar de brusca, a desvalorização atuou no sentido de atenuar os constantes déficits das contas externas em questão de meses. Por outro lado, agravou a situação econômica do país, especialmente no que se referia à confiança dos investidores internacionais (FERRARI FILHO, 2001).

O último capítulo da instabilidade do real respondeu à insegurança gerada pelas eleições em 2002, quando as incertezas geradas pela eleição do candidato da oposição fizeram explodir o risco-país.³ Visto como uma ferramenta de balizamento informal, tal indicador tem o intuito de demonstrar a desconfiança dos investidores globais nas diferentes economias, sendo utilizado como indicativo de possíveis insolvências e moratórias da dívida de um país. Somada à crise argentina e aos desdobramentos econômicos dos ataques terroristas de 11 de setembro, observou-se uma expressiva fuga de capitais do país, a qual resultou, por sua vez, na maior desvalorização cambial experimentada desde a criação do real – momento em que o dólar atingiu o valor nominal de R\$ 4,00. A partir de então, a moeda brasileira mostrou-se um experimento exitoso e robusto, suportando de modo seguro e estável as não menos desafiadoras turbulências do mercado financeiro internacional do século XXI.

Ainda que por demais esquemática, pode-se argumentar que a estabilização monetária brasileira exacerbou um *trade-off* desde sempre existente, mas que foi levado ao paroxismo pela estratégia cambial adotada. Nos termos empregados por Batista Junior (2002), o Plano Real trocou uma moeda forte por vulnerabilidade externa.

A livre movimentação do capital financeiro internacional permitiu que o fluxo de recursos transacionados superasse a produção, o comércio de bens e serviços e as reservas das nações a partir dos anos 1990. Países em desenvolvimento tornaram-se dependentes de poupança externa para financiar seus déficits em transações correntes, tornando-se vulneráveis às contrações dos fluxos financeiros (KRUGMAN, 2001). Nesse mesmo sentido, Bresser-Pereira (2007) argumenta que, ao adotar o modelo de crescimento com poupança externa, a economia brasileira reforçou não apenas tendência à valorização cambial, como também a sua própria vulnerabilidade externa.

Diante da instabilidade das economias emergentes e dos ataques especulativos contra as respectivas moedas observados durante os anos 1990, a manutenção do câmbio fixo e valorizado por mais de três anos – compreensível do ponto de vista da estratégia anti-inflacionária – cobrou preço demasiadamente elevado. Conquanto o Banco Central atuasse no sentido de proteger o real por meio de uma política monetária duramente contracionista,⁴ a queda vertiginosa das reservas internacionais exigia esforços inalcançáveis. Assim, a adoção de uma política monetária restritiva, aliada à fixação da taxa de câmbio em níveis valorizados, contribuiu sobremaneira para reforçar a vulnerabilidade crônica do balanço de pagamentos brasileiro.

Se, por um lado, a administração contracionista dos instrumentos de política econômica fazia-se necessária para o próprio êxito do Plano Real, por outro, atuou para reforçar os sucessivos desequilíbrios das contas externas do país.

É nesse sentido que se pode argumentar que a relação umbilical entre as políticas cambial e monetária “amarrou” a economia brasileira, condicionando o crescimento do produto às condições do cenário externo. Ao final desse curto-circuito de medidas defensivas, as quais depuseram contra o crescimento da demanda agregada no curto prazo, a economia brasileira cresceu a taxas módicas no período – 2,3% a.a. entre 1995 e 2003.

Se o Brasil encerrou o século XX com uma moeda estável – feito que não pode ser jamais minimizado –, por outro lado, o crescimento econômico prometido pela estabilização monetária e pelas reformas institucionais teve que esperar a inauguração de um novo capítulo, e um novo governo, para se concretizar.

Referências

BATISTA JÚNIOR, Paulo Nogueira. **A economia como ela é...** São Paulo: Boitempo, 2002.

BRESSER-PEREIRA, Luiz Carlos. **Doença holandesa e sua neutralização: uma abordagem ricardiana.** 2007. Disponível em: <www.bresserpereira.org.br>.

FERRARI FILHO, Fernando. O legado do Plano Real: uma estabilização sem crescimento econômico? **Análise Econômica**, v. 19, n. 35, p. 5-21, 2001.

KRUGMAN, Paul. (ed.). **Crisis monetárias.** São Paulo: Makron Books, 2001.

1 Com o fim do *float* (lucro inflacionário), os bancos perderam uma fonte de receitas significativa, processo que exerceu uma espécie de seleção natural no qual os detentores de uma carteira baseada nesse tipo de investimento acabaram por sucumbir tão logo a inflação foi controlada.

2 A reboque das medidas contidas no Programa de Estímulo à Reestruturação e ao Fortalecimento do Sistema Financeiro Nacional (Proer), de novembro de 1995 – que incentivou fusões, transferências acionárias e abertura a bancos estrangeiros – e do Programa de Incentivo à Redução do Setor Público Estadual na Atividade Bancária (Proes), de agosto de 1996 – que ofereceu empréstimos da União para cobrir rombos em bancos estaduais em troca da privatização –, o sistema financeiro nacional encerrou o século XX concentrado em poucos bancos comerciais, cujo elevado *share* de mercado lhes garantia tal robustez que raros foram os novos episódios de quebras de casas bancárias.

3 O risco-país é um conceito que busca expressar de forma objetiva o risco de crédito a que investidores estrangeiros estão submetidos. Os indicadores mais utilizados para essa finalidade são o EMBI+Br e o CDS do Brasil. O primeiro, calculado pelo Banco J.P. Morgan, é um número-índice que mede

o retorno que os títulos que compõem uma carteira hipotética asseguraram ao investidor desde a sua composição até o presente, ou até a data de referência. Já o EMBI+Br reflete o comportamento de títulos da dívida externa brasileira, cujo índice corresponde à média ponderada dos prêmios pagos por esses títulos em relação a papéis de prazo equivalente do Tesouro dos Estados Unidos, que são considerados livres de risco (Banco Central do Brasil, 2012). Em julho de 1994, período de câmbio sobrevalorizado e de déficits em transações correntes, o risco-país marcava 1.118 pontos; em fevereiro de 1995, logo após a crise mexicana, 1.229. Às vésperas da eleição de 2002, o mesmo índice atingiu a marca simbólica e histórica dos 2.000 pontos.

4 A relação entre os juros e as contas externas dá-se, principalmente, por meio de duas rubricas: a balança de serviços e a conta capital. No primeiro caso, tem-se uma relação negativa, visto que os juros estão associados aos aumentos dos déficits observados na balança de serviços e, conseqüentemente, na conta corrente. Por outro lado, observa-se uma influência positiva desta variável na conta capital, pois aumentos nas taxas de juros tendem a incentivar os fluxos oriundos do exterior.

(*) *Professor do Departamento de Economia da Universidade de São Paulo (FEA/USP). (E-mail: ivansalomao@gmail.com).*

Os Estágios do Desenvolvimento Industrial no Brasil à Luz da Historiografia: das Origens ao Final da Década de 1950

GUILHERME GRANDI (*)

1 Introdução

A experiência histórica da industrialização no Brasil se insere em um amplo debate a respeito da passagem de uma economia mercantil escravista para outra com características agroexportadora e capitalista. Em trabalho seminal sobre o desenvolvimento da indústria brasileira, Wilson Suzigan (1986) comenta que a interpretação segundo a ótica proposta por João Manuel Cardoso de Mello, em *O capitalismo tardio*, é essencialmente uma revisão crítica da doutrina tradicional da *Comissão Econômica para a América Latina e o Caribe* (CEPAL), na medida em que o autor refuta o caráter reflexo atribuído às economias latino-americanas pelos cepalinos. Incorporando o conceito de dependência formulado por Fernando H. Cardoso e Enzo Faletto (1970), a ótica do capitalismo tardio sugere que o desenvolvimento brasileiro, assim como o latino-americano, são um desenvolvimento capitalista determinado primeiramente por fatores internos e secundariamente por fatores externos. Assim, a tradicional periodização cepalina – que propõe um período de crescimento para fora, até 1929,

e a transição para um crescimento voltado para dentro, a partir dos anos 30 – é substituída por uma periodização que enfatiza, primeiro, a transição da economia colonial para a mercantil nacional baseada no trabalho de indivíduos escravizados e, subsequentemente, para a economia capitalista agrário-exportadora. Foi nesta última fase, especialmente entre 1880 e 1920, que se deu, segundo Cardoso de Mello ([1975] 1982), a origem e a consolidação do capital industrial no Brasil.

Diversos autores assinalam que a industrialização se processou, em sua fase inicial, por meio da diversificação do chamado capital cafeeiro. De início, as inversões voltaram-se para a modernização da infraestrutura vinculada à própria realização da produção do café, a exemplo do estabelecimento das estradas de ferro que foram construídas, em sua maioria, para reduzir o custo do frete do produto em direção aos portos de exportação. O exame sobre a diversificação desse capital como explicação para as origens da indústria no Brasil foi devidamente realizado por estudiosos como Sérgio Silva, Wilson Cano e Flávio

Saes. O primeiro autor observa que, longe de se constituir como algo automático, segundo as “leis naturais da economia”, o movimento de industrialização da economia brasileira resultou de um “sistema complexo de contradições sociais” (SILVA, 1976, p. 18). Em linha com a perspectiva de Cardoso de Mello, tal autor argumenta que o desenvolvimento capitalista no Brasil ocorreu por meio de um rápido processo de acumulação de capital no setor exportador de café. Investimentos em máquinas de beneficiamento do produto e no transporte ferroviário induziram a acumulação de capital e fizeram aumentar a demanda por mão de obra, acelerando também a formação de um mercado de trabalho baseado na mão de obra livre, dadas as constantes restrições de oferta da mão de obra escravizada. Foi da conjunção desses fatores, traços característicos da transição para a economia capitalista exportadora do café, que foram criadas as condições para a emergência do capital industrial.

Nessa mesma chave interpretativa, o capital industrial é concebido como um desdobramento do capital cafeeiro e como parte do que

Cano (1977) entende por “complexo exportador cafeeiro”: um conjunto de atividades econômicas que inclui a produção, o processamento e a venda do café ao exterior, o sistema de transporte baseado no binômio ferrovia-porto, o comércio de importação e os serviços bancários. Em seu estudo sobre as empresas de serviços públicas que se originaram no bojo da economia cafeeira, Saes (1986) também emprega o conceito de (grande) capital cafeeiro que se constitui, ao mesmo tempo, em capital agrário, comercial, bancário e industrial, haja vista as características anteriormente assinaladas que marcaram a economia paulista no decorrer da segunda metade do século XIX, especialmente a partir da década de 1880. É por meio dessas características transformadoras da estrutura social e econômica do Brasil que se pode verificar o desenvolvimento de relações de produção eminentemente capitalistas no país. À medida que o capital comercial se expande e se diversifica, o trabalho assalariado vai se sobrepondo ao trabalho de indivíduos escravizados, as estradas de ferro se difundem, os investimentos no setor manufatureiro se ampliam, bancos e outros serviços urbanos surgem, tudo engendrando novas formas de acumulação de capital que, conseqüentemente, lançam as bases para a industrialização.

De fato, a transição do trabalho de escravizados para o trabalho livre que, diga-se de passagem, só foi

impulsionada graças à imigração europeia subvencionada pelo Estado, respondeu por algumas das mais importantes condições que permitiram o desenvolvimento do setor industrial no país. Muito mais do que um engendramento de relações semicapitalistas pautadas por uma organização social com resquícios do trabalho coercitivo, o processo de constituição do mercado de trabalho no Brasil esteve marcado pelo próprio desenvolvimento característico do capitalismo numa economia periférica, como bem pontuou Silva (1976). A figura social do colono é emblemática nesse sentido, pois a ele cabia um rol significativo de tarefas no qual nem sempre tinha ligação direta com a economia agroexportadora. Conforme observou Thomas Holloway (1984), o colono podia ser um assalariado, um lavrador de subsistência, um produtor e negociante de gêneros agrícolas, além de consumidor, tudo ao mesmo tempo.

No limite, a inexistência de um mercado de trabalho no sentido pleno, em função da representatividade que assumiam as rendas não monetárias dos colonos, fazia com que o salário monetário ficasse com frequência abaixo do nível de reprodução dessa mão de obra, reduzindo assim os custos salariais do fazendeiro e funcionando como um amenizador das condições de vida do trabalhador livre, na medida em que este produzia também para sua subsistência e a

de sua família. O fato é que o país tardou em abolir de vez a escravidão ao passo que a transição para um regime baseado no trabalhador livre assalariado se deu no âmbito de uma economia que se realizava mediante o comércio do além-mar. Tal dinamismo influenciou sobremaneira na forma e no rumo adotados pelo processo de industrialização da economia brasileira. Assim, enquanto a realização da produção cafeeira, amparada sistematicamente pelas políticas governamentais da chamada República Oligárquica, garantia o aparecimento da indústria num movimento de diversificação do capital cafeeiro, sua natureza dependente das flutuações do comércio externo carregava consigo limites que comprometiam no todo a capacidade dos agentes econômicos de realizarem uma verdadeira revolução industrial no sentido de se estabelecer uma estrutura produtiva regionalmente descentralizada e razoavelmente bem diversificada.

Portanto, em virtude da expressividade da economia agrícola-exportadora vinculada ao café, o processo de industrialização no Brasil tem sido examinado pela forma de sua inserção no comércio internacional. Como no Brasil não houve a evolução clássica observada para o caso dos países europeus, do artesanato à manufatura e desta à grande indústria mecanizada, também não se verificou o desenvolvimento simultâneo da produção de bens de consumo e de

bens de produção. Celso Furtado, em *Formação econômica do Brasil*, considera o desenvolvimento industrial ocorrido antes de 1930 um crescimento industrial induzido pelo crescimento da renda interna resultante da expansão do setor agroexportador, em especial do café. Com a introdução da massa de trabalhadores assalariados, o multiplicador interno da renda monetária gerada pelas exportações passou a determinar tanto o estímulo a novas atividades do mercado interno como a tendência ao desequilíbrio externo da economia nacional, uma vez que parte do aumento da renda interna, e não apenas a renda dos exportadores como ocorria no sistema estritamente escravista, seria atendida pelas importações.

Já o desenvolvimento industrial verificado a partir de 30, por outro lado, é caracterizado pelo autor como uma industrialização substitutiva de importações, que foi intensamente estimulada pelos choques combinados decorrentes da crise da economia cafeeira e da Grande Depressão, além das políticas econômicas adotadas para combater tal cenário de crise. O crescimento da renda propiciado pela expansão das exportações criou mercados, entre eles, o de produtos manufaturados, estimulando assim, num primeiro momento, o surgimento da indústria de bens de consumo leve, como os têxteis e os produtos alimentícios. Por fim, a autor menciona tam-

bém que o café se consolidou como principal produto brasileiro de exportação no momento em que o país passou a se integrar aos fluxos do comércio internacional gerados pela expansão da economia mundial como consequência das novas oportunidades comerciais abertas pelos efeitos dinamizadores da Revolução Industrial sobre as economias europeias.

2 Primeiro Estágio: Crise da Economia Cafeeira e Transição para a Economia Industrial

Parte da historiografia sustenta que a industrialização no Brasil foi uma resposta às dificuldades impostas às importações pelos choques decorrentes da Primeira Guerra Mundial (1914-1918), da Grande Depressão dos anos 30 e da Segunda Guerra (1939-1945). Um dos primeiros autores a chamar atenção para o impacto positivo sobre a indústria brasileira como consequência das dificuldades impostas às importações pela Primeira Guerra foi Roberto Simonsen ([1939] 1976). Todavia, a proeminência alcançada pelo argumento dos choques adversos decorreu da influente interpretação sobre o subdesenvolvimento formulada pela CEPAL, que defendia a existência de uma divisão internacional do trabalho a qual impunha aos países da periferia do sistema capitalista internacional a especialização na produção de produtos primários para exportação, ao passo

que o suprimento de manufaturados se dava pelas importações de produtos dos países considerados centrais do sistema. Nesta divisão internacional do trabalho, o padrão de crescimento do Brasil estava “voltado para fora”, isto é, o setor exportador era predominante no processo de crescimento da renda interna, com a demanda externa funcionando como o motor do crescimento dessa economia reflexa e dependente. Assim, a mudança para um novo padrão de crescimento “voltado para dentro” somente seria possível, segundo a perspectiva cepalina, por meio da industrialização, na qual a variável endógena investimento industrial substituiria a variável exógena demanda externa como principal fonte de dinamismo e crescimento.

Uma versão não tão radical como a de Simonsen da chamada “teoria dos choques adversos” pode ser associada à própria visão de Furtado, particularmente sua interpretação a respeito da crise do setor cafeeiro e da Grande Depressão da década de 1930. O fato é que a maioria dos autores concorda que foi durante a década que precede a Primeira Guerra que a economia brasileira apresentou uma forte tendência à internacionalização. Novamente, Silva (1976, p. 67-68) comenta que na medida em que se garantia a continuidade da acumulação da economia cafeeira, a política de valorização cambial também beneficiava o capital estrangeiro, pois foi a partir dela que

grupos estrangeiros se tornaram dominantes ao nível da comercialização do café e filiais de bancos ligados a esses grupos se expandiram rapidamente. Via de regra, num contexto de total liberdade das operações cambiais que vigorou, grosso modo, de 1889 a 1917, a variação do câmbio era o sinal condutor da política econômica dos governos brasileiros, seja na desvalorização, quando se suavizava a queda dos rendimentos causada pela redução das exportações agrícolas, num mecanismo que Furtado chamou de “socialização das perdas”, seja na valorização para auxiliar o acesso aos créditos de financiamento externos.

Segundo Annibal Villela e Wilson Suzigan (1973, p. 241), embora o objetivo da política cambial até 1930 fosse quase sempre o de proteger a renda do setor cafeeiro e secundariamente garantir divisas estrangeiras ao governo para que se pudesse arcar com os serviços da dívida externa, a grande beneficiada acabava quase sempre sendo a indústria. Isto porque, nos momentos de desvalorização do câmbio, as importações encareciam e abriam espaço para o crescimento da produção industrial interna; em contrapartida, nos momentos de valorização, apesar da retração da produção industrial doméstica, em função do aumento da importação de produtos vindos do exterior, as empresas nacionais podiam aumentar seus investimentos na formação de capital visando

ampliar a produção nos períodos subsequentes.

A suscetibilidade da economia brasileira ao comportamento oscilante da economia internacional fica ainda mais evidente ao analisarmos a conjuntura do pós-guerra, especialmente a década de 1920. Frente à adoção de políticas monetárias restritivas por parte dos Estados Unidos e do Reino Unido como forma de conter as pressões inflacionárias após o fim da guerra, o governo brasileiro buscou minimizar a magnitude e a rapidez da desvalorização do câmbio, uma vez que esse resultado prejudicaria a já complicada situação orçamentária do governo federal que dependia excessivamente das tarifas alfandegárias e que tinha nas despesas em moedas estrangeiras o principal traço dos gastos públicos. Além disso, uma rápida e expressiva desvalorização acarretaria certamente um impacto inflacionário considerável. Soma-se a isso o fato de ter havido uma forte queda dos preços internacionais do café que serviu de alerta para o governo entender que a intervenção direta no mercado do produto era um requisito indispensável ao restabelecimento do equilíbrio do balanço de pagamentos.

Winston Fritsch (1990) esclarece que existiram dois tipos de regime cambial no correr da chamada Primeira República: taxas de câmbio flutuantes com emissão de moeda fiduciária gerenciada pelo Tesouro;

e taxas de câmbio fixas em regime de padrão ouro que foram adotadas entre 1906 e 1914 e, novamente, entre 1927 e 1930. Já o período de 1924 a 1929 corresponde à fase áurea das exportações de café com o seu preço cotado internacionalmente nos níveis mais altos até então registrados. Não obstante o sucesso da política de valorização do produto durante esses anos, o acréscimo de renda do setor cafeeiro não gerou, como em outros períodos, um volume muito maior de importação de bens de capital que pudesse fomentar ainda mais a indústria nascente. Na verdade, a maior parte desses recursos ficou comprometida com a situação viciosa da economia brasileira, acostumada a arcar com o pagamento da dívida externa e a buscar invariavelmente o controle da oferta de moeda e a estabilidade cambial.

Se a crise econômica internacional, derivada da quebra da bolsa de Nova Iorque em 1929, gerou instabilidade na estrutura produtiva brasileira, internamente a ascensão de Getúlio Vargas ao poder permitiu a formulação gradual de um novo projeto de país que acelerou os processos de industrialização e urbanização. De acordo com Villela e Suzigan (1973, p. 212), uma vez recuperada da crise, a economia brasileira experimentou um crescimento da sua produção industrial da ordem de 11,2% entre 1933 e 1939. Para Furtado (1959), os efeitos imediatos da crise de 29 sobre o Brasil foram tanto a redução

das exportações de café como o problema cambial que encerrava a fase da conversibilidade da moeda brasileira, em decorrência da quebra da Caixa de Estabilização provocada pela fuga de ouro do país. Ao romper com a conversibilidade, a taxa de câmbio seguiu uma fase de forte desvalorização, implicando expressivo encarecimento das importações responsáveis por uma das principais receitas tributárias do governo. Portanto, associada ao movimento de perda da arrecadação do imposto de importação, a queda das exportações de café também reforçava a tendência de crise fiscal do Estado brasileiro, por conta do impacto negativo provocado na renda dos setores internos altamente dependentes dos bens importados.

A despeito dos impactos negativos, o novo cenário econômico marcado pela desvalorização do mil-réis e o aumento do custo dos importados gerou um efeito protecionista à indústria doméstica. Ademais, a política anticíclica do governo Vargas, mediante os planos de valorização do café, ao acarretar a elevação do gasto público para financiamento do esquema de compra e destruição dos estoques do produto, acabou por dar sustentação ao nível de renda nominal da economia brasileira, como pontuado por Furtado nos capítulos 30, 31 e 32 de *Formação econômica*. Esses dois fatores associados – câmbio desvalorizado e política governamental anticíclica – promoveram o que o autor

chamou de “deslocamento do centro dinâmico”, ou seja, eles deram o estímulo necessário para que os investimentos se direcionassem para a demanda do mercado interno, em vez de serem canalizados para o setor externo.

Sabe-se que dentre os críticos de Furtado, foi Carlos Peláez (1972) que tentou refutar o argumento segundo o qual a política de defesa do café tivera como fundamento a expansão do crédito, contrariando o caráter “keynesiano” dessa política. Em contrapartida, buscou-se sustentar que a recuperação da economia brasileira durante a década de 30 ocorreu, fundamentalmente, por conta do aumento das exportações de outros produtos agrícolas, como o algodão, e devido aos novos impostos sobre a venda do café. Em resumo, a renda das exportações do café não foi mantida em virtude dos créditos do governo; porém, teria sido o setor externo, auxiliado pela política interna de equilíbrio orçamentário do governo, o responsável pela célere recuperação da economia brasileira já a partir de 1933. Se, por um lado, Furtado defendia que a indústria havia se beneficiado, portanto, da intervenção do Estado em resposta à crise do setor exportador, por outro lado, Peláez se apegava às leis das vantagens comparativas ricardianas ao defender, como explicação para a recuperação econômica do Brasil nos anos 30, um protagonismo ainda maior do setor exportador brasileiro como princi-

pal garantidor da manutenção do nível de renda nacional.

Albert Fishlow (2013, p. 26) deixa clara a sua concordância com Furtado, sobre o desempenho da economia brasileira nos anos 1930, ao afirmar que: *“O que incentivou o crescimento econômico foi o apoio do governo à demanda interna”*. Para Furtado (2009, p. 276), *“a recuperação da economia brasileira, que se manifesta a partir de 1933, não se deve a nenhum fator externo, e sim à política de fomento seguida inconscientemente no país e que era um subproduto da defesa dos interesses cafeeiros”*. Embora esteja de acordo com a tese do deslocamento do centro dinâmico, Pedro Fonseca (2003) vai questionar o que ele denominou como a não intencionalidade da política industrial do governo Vargas nos anos 30, a partir da interpretação furtadiana acima apresentada. Ou seja, para Fonseca, a industrialização do período não pode ser considerada, como faz Furtado, um subproduto da política de defesa das exportações de café, decorrente, portanto, de uma política anticíclica de combate à crise em defesa dos interesses da cafeicultura. De maneira oposta, argumenta-se que de forma alguma as instituições criadas ao longo dos anos 30 no Brasil podem ser entendidas como linearmente associadas à política de valorização do café, *“ou cuja implementação tenha se verificado sem a intenção deliberada de defender e promover o crescimento industrial”* (FONSECA,

2003, p. 140). A defesa deste ponto de vista abre a possibilidade de se discutir outro tópico relevante segundo a historiografia, a “industrialização restringida”.

3 Segundo Estágio: Industrialização Restringida e o Processo de Substituição de Importações

Dado o caráter limitado do movimento de industrialização do Brasil entre 1930 e meados dos anos 1950, Maria da Conceição Tavares ([1974] 1986) e Cardoso de Mello ([1975] 1982) denominaram tal período de industrialização restringida, em virtude da predominância da produção de bens de consumo em detrimento da de bens de produção. Cano (2012, p. 122), inclusive, acrescenta que a industrialização assumiu um caráter restringido porque não foi capaz de completar a montagem de suas bases técnicas e de superar a dependência “das divisas, do mercado e do excedente gerado pelo setor *primário exportador*”. De fato, pesquisas empíricas comprovam que o investimento na indústria de transformação durante esse período (1930-1955) permaneceu na dependência da capacidade de importar gerada pelo setor agrícola exportador, pois só assim era possível ter acesso a máquinas e equipamentos e, em menor escala, a insumos industriais básicos. Nesse sentido, Suzigan (2000, p. 366) observa, a respeito da indus-

trialização por substituição de importações no Brasil, que:

Durante toda a década de 1930 o setor exportador continuou em profunda crise, ao passo que os níveis de renda interna foram mantidos pela política de defesa do café e pelas políticas fiscal e monetária expansionistas. Com isso, o crescimento da produção industrial foi estimulado, tendo-se baseado, em parte, no aumento da produção das indústrias de bens de consumo anteriormente instaladas e, em parte, num rápido processo de substituição de importações nas indústrias de bens intermediários e de capital. Inicialmente, o crescimento da produção foi baseado na utilização da capacidade ociosa, mas a partir de 1933 tornaram-se necessários novos e substanciais investimentos, sem os quais não teria sido possível obter as altas taxas de crescimento da produção alcançadas durante a década.

Tavares (1986, p. 104) também ressalta os mecanismos típicos da substituição de importação durante os anos 30: aumento do preço relativo dos importados, expressivo estrangulamento externo e, conseqüentemente, redução do coeficiente de importação. Embora a indústria brasileira desse período passasse a internalizar cada vez mais a produção de bens antes importados, isso não representava necessariamente a diminuição das importações em termos absolutos, uma vez que o setor de bens de

capital se apresentava ainda muito incipiente e, portanto, incapaz de atender à demanda corrente frente a uma taxa de acumulação mais alta capitaneada pelo setor de bens de consumo. Assim, a dinâmica do crescimento, segundo a autora, seguiu dessa maneira até o término da Segunda Guerra, ou seja, na dependência do estímulo dado pelo setor de bens de consumo assalariado anteriormente instalado. A propósito, Suzigan (2000, p. 369) acrescenta que o setor industrial do país foi se tornando, ao longo desse período, cada vez menos dependente, portanto, do setor agrícola exportador no que se refere à sua capacidade de importar matérias-primas e insumos industriais, mas a mesma constatação não é válida para o caso de máquinas e equipamentos. Em suma, a industrialização brasileira avançou, a partir da década de 1930, independentemente da crise do setor exportador, além de ter se beneficiado dos mecanismos de proteção industrial em virtude da desvalorização e controle do câmbio, das barreiras tarifárias e não tarifárias aos importados e do aumento dos preços desses últimos, como já se pontuou.

O crescimento industrial acelerado do Brasil a partir do pós-Segunda Guerra não se fez sem percalços, haja vista o crônico problema do estrangulamento externo, da escassez de divisas, e sua manifestação por meio dos recorrentes problemas de restrições do ba-

lanço de pagamentos. A mudança da estrutura produtiva ocorrida durante o governo Dutra e o Segundo governo Vargas se deu em virtude da regulação cambial instituída em 1947, que buscou viabilizar as importações de bens essenciais visando dar continuidade e aprofundar o processo substitutivo. O próprio dinamismo da industrialização por substituição de importações exigia crescentes volumes de cambiais para financiar as compras no exterior de bens intermediários e de capital, que, por sua vez e a depender da conjuntura internacional, exigiam alterações no desenho da política cambial. As licenças de importação, reintroduzidas na gestão Dutra, e o sistema de taxas múltiplas de câmbio, do governo Vargas no início dos anos 1950, foram os principais instrumentos utilizados para se alcançar o objetivo de impor restrições à importação de bens não essenciais e reduzir o custo de importação de insumos e máquinas.

Fernando Mattos e Joana Meirelles (2021, p. 125) afirmam que a política cambial do período foi estratégica na intenção do governo brasileiro de perseguir a seletividade do uso de divisas, priorizando a aquisição de bens e equipamentos fundamentais à instalação e expansão dos segmentos industriais. Para os autores, contudo, a entrada modesta de capitais externos no período Dutra, associada ao liberalismo exacerbado do regime cambial do início do seu mandato

que drenou rapidamente as reservas acumuladas durante a Segunda Guerra, dificultou bastante o controle equilibrado das contas do balanço de pagamentos e reduziu o raio de manobra da política econômica do governo e a estabilidade do mercado de câmbio, consideradas de suma importância para o planejamento adequado dos investimentos privados do empresariado (MATTOS; MEIRELLES, 2021, p. 129). Isso combinado fez com que o processo de substituição de importações desse período não fosse acompanhado pela diversificação da pauta de exportação do Brasil, aspecto que está na gênese dos problemas sucessivamente enfrentados no país decorrentes do estrangulamento externo. Tavares (1972) apresenta a questão nos seus devidos termos quando observa que, a despeito das transformações da estrutura produtiva ocorridas nos setores industriais, os setores exportadores mantiveram uma base precária e sem dinamismo, resultando no surgimento de uma economia de caráter dual com os novos setores dinâmicos aparecendo e se expandindo no âmbito restrito dos mercados nacionais. A dualidade estrutural básica presente, portanto, na economia brasileira desse período consiste na brecha existente entre o setor capitalista relativamente desenvolvido e o setor de subsistência extremamente subdesenvolvido. Aliado a isso, a industrialização nesses moldes conduziu a uma insuficiente absorção da mão de

obra e a uma estrutura de mercado pouco competitiva com custos de produção elevados, mantendo uma distribuição de renda extremamente desigual.

4 Terceiro e Último Estágio: o Plano de Metas e a Industrialização Pesada

Na avaliação de Carlos Lessa (1982, p. 18), a principal consequência desses impulsos à substituição de importações foi o processamento de uma “*industrialização predominantemente extensiva e pouco integrada*”. Segundo o autor, a política industrializante do Segundo Governo Vargas objetivava fundamentalmente superar os pontos de estrangulamento existentes na economia brasileira, em especial no tocante ao binômio energia-transporte. Menciona-se, a esse respeito, a reestruturação do Plano Nacional Rodoviário, o aumento do potencial energético da região Nordeste, a constituição do Fundo Federal de Eletrificação, a resolução do problema do carvão nacional, o reequipamento da Marinha Mercante e do sistema portuário nacional e a criação, em 1952, do Banco Nacional de Desenvolvimento Econômico e, no ano seguinte, da Petrobras (LESSA, 1982, p. 21-22).

Assim, estavam dadas as condições infraestruturais para a implementação de um ambicioso programa de aprofundamento da industrialização no Brasil, cujo resultado

mais marcante foi, sem dúvida, a expansão dos ramos produtivos tidos como “pesados”. Tomando-se por base o período entre 1949 e 1959, o setor industrial como um todo cresceu a uma taxa média anual de 8,5% e, de 1959 a 1964, chegou a crescer um pouco mais, 9,7% (FURTADO, 1973, p. 139). Do suicídio de Vargas em 1954 em diante, o que se viu foi a consolidação de um projeto nacional que havia nascido durante o período ditatorial do Estado Novo (1937-1945), voltado para a implantação da indústria pesada e produtora de bens de consumo duráveis, como automóveis e eletrodomésticos. Evidentemente, o Plano de Metas do governo Kubitschek (1956-1960) teve um papel decisivo na geração desses resultados sobre o modelo brasileiro de desenvolvimento industrial.

A constituição do parque industrial automobilístico, sem dúvida a meta mais ansiada pelo governo durante a execução do Plano de Metas, teve como um dos seus principais desdobramentos a intensificação da subordinação econômica do Brasil aos capitais internacionais, segundo Nelson Werneck Sodré (1997). Dentre as medidas que fomentaram o setor automobilístico no país, baseado num modelo de desenvolvimento que se pode chamar de “combinado” ou “associado” com os grandes trustes internacionais, destacam-se a Instrução 113 da Superintendência de Moeda e Crédito (SUMOC), aprovada em janeiro de

1955, e a criação do Grupo Executivo da Indústria Automobilística (GEIA), de junho de 1956. Este Grupo tinha o objetivo de oferecer os estímulos fiscais e monetários demandados pelo capital internacional das grandes montadoras de veículos automotores, de modo a induzir um novo padrão de acumulação de capital e crescimento econômico no país.

Há certo consenso entre os economistas de que a crise econômica que se desenhou no início dos anos 1960 no Brasil tem suas raízes nos desequilíbrios setoriais decorrentes do Plano de Metas. A despeito do expressivo bloco de investimentos representado pelo Plano, outro resultado, do ponto de vista da nova estrutura produtiva implantada, foi o agravamento desses desequilíbrios setoriais e também entre as regiões e os estados federativos do país. O crescimento do produto industrial entre 1956 e 1961, que foi de 80% em preços constantes, se deu num curto espaço de tempo, gerando, assim, uma capacidade produtiva superior à demanda preexistente que já havia sido, em parte, absorvida pela substituição de importações. Não obstante, o incremento do produto per capita brasileiro foi aproximadamente três vezes superior ao do resto da América Latina (BENEVIDES, 1976, p. 204).

Nesse sentido, a queda no ritmo do crescimento industrial nos governos subsequentes ao de Kubitschek

pode ter ocorrido devido às dificuldades/limitações intrínsecas à industrialização por substituição de importações. Se, por um lado, tal modelo implicava a diminuição do coeficiente de importações, por outro, a pauta de importações tornava-se mais rígida, uma vez que a substituição exigia cada vez mais recursos financeiros e tecnológicos com retorno cada vez menor (setores com elevada relação capital/produto). Já do lado da demanda, como os novos setores a serem substituídos geravam economias de escala cada vez maiores, suas demandas por insumos também aumentavam significativamente. O problema nesse caso é que o crescimento das indústrias voltadas para o mercado consumidor não foi acompanhado, em boa medida, pelo aumento da oferta de bens de capital e bens intermediários que se mostravam defasados durante esse período.

Outro argumento frequentemente ventilado pelos estudiosos do período corresponde à ideia de que a crise que se abateu sobre o governo de João Goulart (situação de estagflação em 1963) teria sido uma crise típica das economias capitalistas industrializadas. José Serra (1984), em texto que trata das mudanças estruturais da economia a partir do pós-Segunda Guerra, vê tal crise como uma crise cíclica endógena à própria fase em que se encontrava a economia brasileira em 1960. Ou seja, após a conclusão do pacote de investimentos que compunha o

Plano de Metas, era de se esperar um declínio no ritmo de crescimento da formação de capital na economia, com efeitos negativos tanto nas indústrias de bens de capital como nas de bens de consumo e bens intermediários. Além disso, considera-se que no caso da demanda de bens de consumo duráveis, foco privilegiado do Plano, sua expansão já havia absorvido parte significativa da demanda reprimida gerada, como se disse anteriormente, pelo próprio movimento de substituição de importações. Embora o autor reconheça as tendências estruturais ao declínio cíclico, importa salientar que a política de combate à inflação proposta pelo Plano Trienal no início de 1963 também contribuiu para o declínio do crescimento da demanda devido à sua natureza contracionista.

Aliado a esse último aspecto, cabe observar que a instabilidade dos preços era em grande medida uma consequência direta da situação do balanço de pagamentos que iniciou um movimento de deterioração a partir de 1957, em pleno governo Kubitschek. Tal situação que se expressava como endividamento crescente no exterior resultava, em parte, das políticas de Estado que correspondiam, nesse período, ao estágio alcançado pelo crescimento econômico. Os resultados em termos da associação dos fluxos favoráveis com o comércio exterior e a consequente aceleração do crescimento econômico contribuíram para ampliar os desequilíbrios es-

truturais e gerar capacidade ociosa em diversos setores da indústria. A crescente dívida externa correspondia também a uma crescente dívida interna, tanto pública como privada. Isso tudo revela, pois, a dificuldade para transformar a poupança interna em investimentos produtivos. Esse estado de coisas levou os governos de Jânio Quadros e Goulart a abandonarem a política de desenvolvimento industrial que vinha sendo adotada desde o início da década de 1950.

Nesta década, observa-se uma mudança significativa da função econômica do Estado, manifestada pela adoção de um conjunto de incentivos aos investimentos, dos capitais estrangeiro e nacional, além da instalação de empresas estatais, na maioria produtoras de insumos industriais, financiadas em grande parte por meio de emissões monetárias. O Estado brasileiro, portanto, fez amplo uso do financiamento inflacionário e de orçamentos desequilibrados, já notadamente a partir de 1956. O ciclo prolongado de crescimento da indústria desse período acentuou a deterioração do balanço brasileiro de pagamentos; uma deterioração que se fazia acompanhar de um aumento das transações de capital na conta de capitais. Essa foi a tendência histórica da segunda metade dos anos 50, que assinala o despontar de um país que iniciava um estágio mais complexo de industrialização e que, na base dessa transição – a de um país fundamentalmente

agrário para um país industrial –, é importante observar o acirramento das contradições que a própria industrialização por substituição de importações encarnava. Tornadas agudas suas contradições, num verdadeiro movimento dialético (isto é, integral, dinâmico e contraditório), esgotaram-se suas possibilidades de perpetuação e, por conseguinte, deflagrou-se a crise que serviu de justificativa para as manobras golpistas dos militares brasileiros, dos serviços de inteligência e diplomático norte-americano e de parte expressiva das classes empresariais e conservadoras do país.

Referências

- BENEVIDES, M.V. **O governo Kubitschek: desenvolvimento econômico e estabilidade política, 1956-1961**. Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1976.
- CANO, W. **Raízes da concentração industrial em São Paulo**. São Paulo: Hucitec, 1977.
- _____. Crise de 1929, soberania na política econômica e industrialização. In: BASTOS, P.; FONSECA, P. (orgs.). **A Era Vargas: desenvolvimentismo, economia e sociedade**. São Paulo: Unesp, 2012.
- CARDOSO, F.H.; FALETTTO, E. **Dependência e desenvolvimento na América Latina: ensaio de interpretação sociológica**. Rio de Janeiro: Zahar, 1970.
- CARDOSO DE MELLO, J.M. **O capitalismo tardio. Contribuição à revisão crítica da formação e do desenvolvimento da economia brasileira**. São Paulo: Brasiliense, 1975-1982.
- FISHLOW, A. Origens e consequências da substituição de importações: 40 anos depois. In: BACHA, E.; DE BOLLE, M. (orgs.).

- O futuro da indústria no Brasil: desindustrialização em debate.** Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 2013.
- FONSECA, P. Sobre a intencionalidade da política industrializante do Brasil na década de 1930. *Revista de Economia Política*, v. 23, n. 1, p. 133-148, 2003.
- FRITSCH, W. Apogeu e crise na Primeira República, 1900-1930. In: ABREU, M. de P. (org.). **A Ordem do Progresso: dois séculos de política econômica no Brasil.** 2ª ed. Rio de Janeiro: Elsevier/Campus, 1990-2014.
- FURTADO, C. **A hegemonia dos Estados Unidos e o subdesenvolvimento da América Latina.** Rio de Janeiro: Civilização Brasileira, 1973.
- _____. **Formação econômica do Brasil: edição comemorativa, 50 anos.** Organização de Rosa Freire d'Aguiar Furtado. São Paulo: Companhia das Letras, 1959-2009.
- HOLLOWAY, T. **Imigrantes para o café: café e sociedade em São Paulo, 1886-1934.** Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1984.
- MATTOS, F.; MEIRELLES, J. Governo Dutra: crescimento industrial sob restrições externas e limitações econômicas e institucionais internas. In: ARAÚJO, V.; MATTOS, F. (orgs.). **A economia brasileira de Getúlio a Dilma – novas interpretações.** São Paulo: Hucitec, 2021.
- LESSA, C. **Quinze anos de política econômica.** 3ª ed. São Paulo: Brasiliense, 1982.
- PELÁEZ, C. **História da industrialização brasileira: crítica à teoria estruturalista no Brasil.** Rio de Janeiro: APEC, 1972.
- SAES, F. **A grande empresa de serviços públicos na economia cafeeira.** São Paulo: Hucitec, 1986.
- SERRA, José. Ciclos e mudanças estruturais na economia brasileira do pós-guerra. In: Belluzzo, L.G.; Coutinho, R. (orgs.). **Desenvolvimento Capitalista no Brasil: ensaios sobre a crise.** 3ª ed., v. 1. São Paulo: Brasiliense, 1984.
- SILVA, S. **Expansão cafeeira e origens da indústria no Brasil.** São Paulo: Alfa-Omega, 1976.
- SIMONSEN, R. **Evolução industrial do Brasil e outros estudos.** São Paulo: Companhia Editora Nacional; Edusp (seleção, notas e bibliografia de Edgard Carone), 1939-1976.
- SODRÉ, N.W. **Capitalismo e revolução burguesa no Brasil.** 2ª ed. Rio de Janeiro: Graphia, 1997.
- SUZIGAN, W. **Indústria brasileira: origem e desenvolvimento.** São Paulo: Hucitec/Unicamp, 1986-2000.
- TAVARES, M. **Da substituição de importações ao capitalismo financeiro: ensaios sobre a economia brasileira.** Rio de Janeiro, Zahar, 1972.
- _____. **Acumulação de capital e industrialização no Brasil.** 2ª ed. Campinas: Unicamp, 1974-1986.
- VILLELA, A.; SUZIGAN, W. **Política do governo e crescimento da economia brasileira, 1889-1945.** Rio de Janeiro: IPEA/INPE, 1973.

(*) *Professor de História Econômica e Economia Brasileira do Departamento de Economia – FEA/USP e coordenador do Hermes & Clio – Grupo de Estudos e Pesquisa em História Econômica (E-mail: ggrandi@usp.br).*