



# Cenários para o Brasil pós-2018

## Imil na Sala de Aula - UFMS

Vítor Wilher

[analisemacro.com.br](http://analisemacro.com.br)

6 de Março de 2018

# O plano de voo para hoje

- 1 Sobre o Autor
- 2 O modelo macroeconômico básico
- 3 O longo caminho da estabilização
  - O tripé macroeconômico
  - Reformas estruturais
- 4 O que causou a Grande Recessão?
- 5 Como tornar a transição atual sustentável?
- 6 Cenários para o Brasil pós-2018
- 7 Contato

## Sobre o Autor

*Vítor Wilher é Bacharel e Mestre em Economia, pela Universidade Federal Fluminense, tendo se especializado na construção de modelos macroeconômicos, política monetária e análise da conjuntura macroeconômica doméstica e internacional. Tem, ademais, especialização em Data Science pela Johns Hopkins University. Fundador da Análise Macro, empresa especializada em análise de dados, construção de cenários e previsões, treinamento e consultoria em R.*

*Maiores informações, visite  
[www.analisemacro.com.br](http://www.analisemacro.com.br).*

## O modelo macroeconômico básico

A partir da década de 1990, a macroeconomia repousou naquilo que ficaria conhecido como **nova síntese neoclássica** ou **novo consenso macroeconômico**. Uma das implicações desse consenso foi a construção de pequenos modelos estruturais para analisar os impactos da política econômica, em particular da política monetária. Os principais pontos desses modelos são:

- A inflação depende da taxa de juros real;
- a taxa de juros básica nominal é o instrumento de política;
- Existem mecanismos de transmissão nas decisões de política econômica;
- Os modelos contém, de forma geral, uma curva IS, uma Curva de Phillips e uma Função de Perda Social;
- As expectativas dos agentes podem ser do tipo *backward-looking* ou *forward-looking*;
- Existem defasagens no mecanismo de transmissão.

## O modelo macroeconômico básico

O novo consenso é classificado como *novo-keynesiano*, na medida em que admite subequilíbrios no curto prazo derivados de falhas de mercado. Em outras palavras, o hiato do produto pode ser diferente de zero no curto prazo.

No Brasil, tão logo foi adotado o regime de metas para a inflação, em junho de 1999, o Banco Central tem se esforçado em apresentar ao público suas construções teóricas. O *modelo básico* do BCB, que busca captar os mecanismos de transmissão das decisões de política monetária, bem como as defasagens aí envolvidas, pode ser visto em Bogdanski et al. (2000).

# O modelo macroeconômico básico

Ele é composto por:

- uma Curva IS, representando o lado da demanda;
- uma Curva de Phillips, representando o lado da oferta;
- uma condição de paridade descoberta da taxa de juros, representando o contato com o setor externo;
- uma regra de Taylor, representando as decisões de política monetária.



## O modelo macroeconômico básico

A Curva de Phillips é representada por:

$$\pi_t = \alpha_0 + \alpha_1 \pi_{t-1} + \alpha_2 E_t \pi_{t+1} + \alpha_3 h_{t-1} + \alpha_4 \Delta \epsilon_t + \epsilon_t^S \quad (2)$$

Onde  $\pi_t$  é a inflação,  $\Delta \epsilon_t$  é a primeira diferença da taxa de câmbio nominal e  $\epsilon_t^S$  é um choque de oferta.

## O modelo macroeconômico básico

A condição de paridade é dada por:

$$\Delta \epsilon_t = \phi_0 - \phi_1(i_t - i_t^*) + \phi_2 x_t + \epsilon_t^e \quad (3)$$

Onde  $(i_t - i_t^*)$  representa o diferencial de juros,  $x_t$  é o prêmio de risco e  $\epsilon_t^e$  é um choque externo.

## O modelo macroeconômico básico

Por fim, o Banco Central segue uma regra de Taylor como:

$$i_t = \omega_0 + \omega_1 i_{t-1} + \omega_2 (E_t \pi_{t+1} - \pi^*) + \omega_3 h_t + \omega_4 \Delta \epsilon_t + \epsilon_t^{bcb} \quad (4)$$

Onde  $\pi^*$  é uma meta de inflação e  $\epsilon_t^{bcb}$  é um ruído branco.

## O modelo macroeconômico básico

Nesses termos, suponha que o Banco Central reduza a taxa básica de juros. Qual o efeito dessa redução sobre a economia?

Se a redução da taxa de juros nominal for suficiente para tornar a diferença entre a taxa de juros real e a taxa de juros neutra negativa, o efeito passa a ser positivo sobre o hiato do produto, expresso na Curva IS. Uma taxa de juros nominal menor implica em um diferencial de juros (taxa de juros doméstica menos a taxa de juros externa) menor, contribuindo para desvalorizar a taxa de câmbio nominal. Se essa desvalorização nominal implicar em desvalorização real, há ainda um efeito sobre as exportações líquidas, contribuindo para pressionar positivamente o hiato do produto. Por fim, a inflação é afetada pelo hiato do produto e pela desvalorização nominal da taxa de câmbio, via Curva de Phillips. Em outras palavras, reduções na taxa básica de juros têm implicações sobre o nível de atividade e, consequentemente, sobre a inflação.

## O modelo macroeconômico básico

Um ponto importante na equação (4) é que a inflação também é afetada pelas expectativas dos agentes. Há diversas formas de modelar como os agentes formam suas expectativas em relação a alguma variável macroeconômica. Por aqui, entretanto, basta supor que os agentes reagem ao sinal emitido pelo Banco Central, seja por meio de suas ações efetivas de política monetária, seja por sua comunicação com o público. Nesses termos, uma política monetária transparente, que comunica adequadamente sua estratégia para fazer a inflação convergir para a meta, contribui para manter as expectativas ancoradas.

## O modelo macroeconômico básico

De outra forma, quando o Banco Central é errático na sua comunicação com o público, modificando constantemente sua estratégia de política monetária, isso contribui para tornar as expectativas mais voláteis e sensíveis a choques de oferta.<sup>2</sup> Outra questão interessante aqui é sobre o que o hiato do produto representa. Em termos simples, ele expressa uma medida global de ociosidade da economia. A ideia é que quanto menos ociosa for a economia, maior será a pressão inflacionária. Isso é também captado na equação (4) pelo coeficiente  $\alpha_3$ .

---

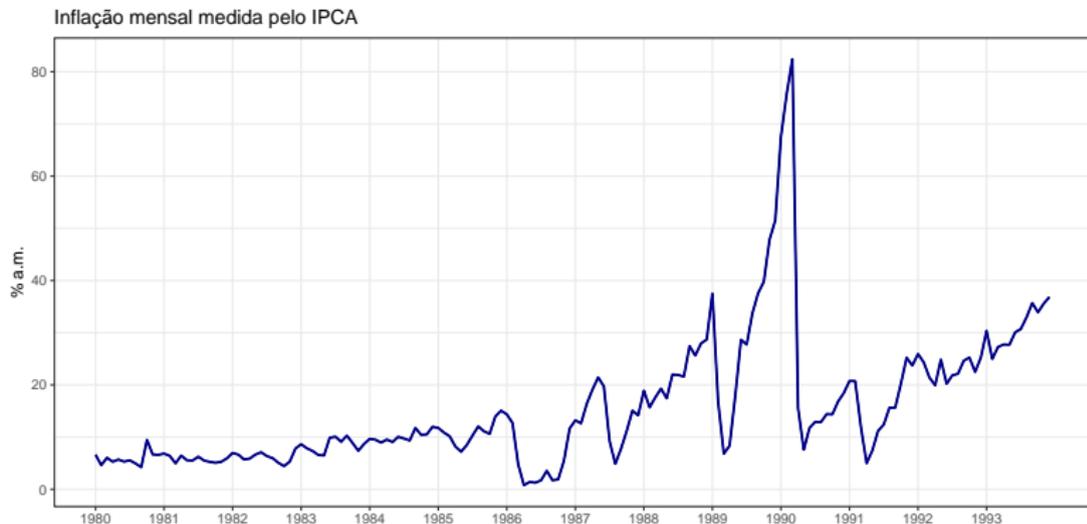
<sup>2</sup>Sobre esse ponto, ver Geraats (2002)

# O modelo macroeconômico básico

Com esse modelo básico em mente, é possível interpretar como mudanças em uma determinada variável afetam outras, bem como o mecanismo pelo qual a política econômica pode afetar o nível de atividade. Passaremos, agora, a questões eminentemente empíricas.

## O longo caminho da estabilização

Das décadas de 1930 a 1970, o Brasil fez o diabo na macro e na microeconomiano que ficou conhecido como *desenvolvimentismo* ou *modelo de substituição de importações*. O resultado prático desse período...



## O longo caminho da estabilização

As décadas de 1980 e 1990 foram, a um só tempo, de luta contra uma *hiperinflação crônica* e o abandono do modelo de substituição de importações. Não sem retrocessos, porque os beneficiados pelo modelo tinham (e têm) enorme poder de organização e resistência. Dois conjuntos de práticas sintetizam o consenso pós-estabilização:

### Consenso pós-estabilização

- Tripé macroeconômico
- Reformas estruturais para melhorar o ambiente de negócios

# O tripé macroeconômico

O tripé macroeconômico foi instituído em 1999 e era composto por:

## As pernas do tripé

- Superávits primários que estabilizem a relação Dívida/PIB;
- Metas de inflação;
- Câmbio flutuante.



## Reformas estruturais

Na microeconomia, era preciso dar cabo de reformas que melhorassem o ambiente de negócios, dando primazia ao mecanismo de preço como indutor do crescimento econômico.

### A agenda perdida

- Privatizações e construção de agências reguladoras autônomas;
- Reforma da Previdência;
- Reforma tributária;
- Reforma trabalhista;
- Reforma do judiciário;
- Desburocratização do processo de abertura de empresas;
- etc, etc, etc...

# O que causou a Grande Recessão?

- Antonio Palocci deixa o governo Lula no início de 2006;
- Dilma Rousseff assume a Casa Civil e Guido Mantega o Ministério da Fazenda;
- Volta do Nacional-desenvolvimentismo;
- Enfraquecimento do tripé macroeconômico;
- Agenda de reformas passa para o segundo plano;
- Maior intervenção na economia.



# O que causou a Grande Recessão?

## O desenvolvimentismo está de volta...

Com a eclosão da Crise de 2008, o governo brasileiro ganha a *desculpa perfeita* para flexibilizar o tripé macroeconômico e se engajar em uma agenda intervencionista sobre a economia.

## Etapa 1: política anticíclica para reagir à crise

- O espaço fiscal permitido por sucessivos superávits primários entre 1999 e 2007 permite ao governo fazer uma política anticíclica para reagir à crise de 2008;
- Mas ela foi muito além do anticíclico, fazendo a economia crescer além do potencial em 2010, 7,6%, atingindo o pleno emprego do fator trabalho.

# O que causou a Grande Recessão?

## Etapa 2: A Nova Matriz Econômica

'O governo Dilma Rousseff elegeu como um dos seus principais desafios dar um salto de competitividade na economia brasileira, sem abrir mão de se manter na rota da inclusão social e da redução da desigualdade trilhada nos anos precedentes. Nesse sentido, colocava-se como absolutamente estratégico remover, ou pelo menos minimizar, a distorção que havia nos dois principais preços do país: juros e câmbio'. (Artigo de Guido Mantega no Valor Econômico de dezembro de 2012).









# O que causou a Grande Recessão?

Supondo que a estrutura da economia possa ser representada por uma função do tipo Cobb-Douglas, com retornos constantes de escala, temos que:

$$Y_t = A_t K_t^{\alpha_t} L_t^{1-\alpha_t} \quad (5)$$

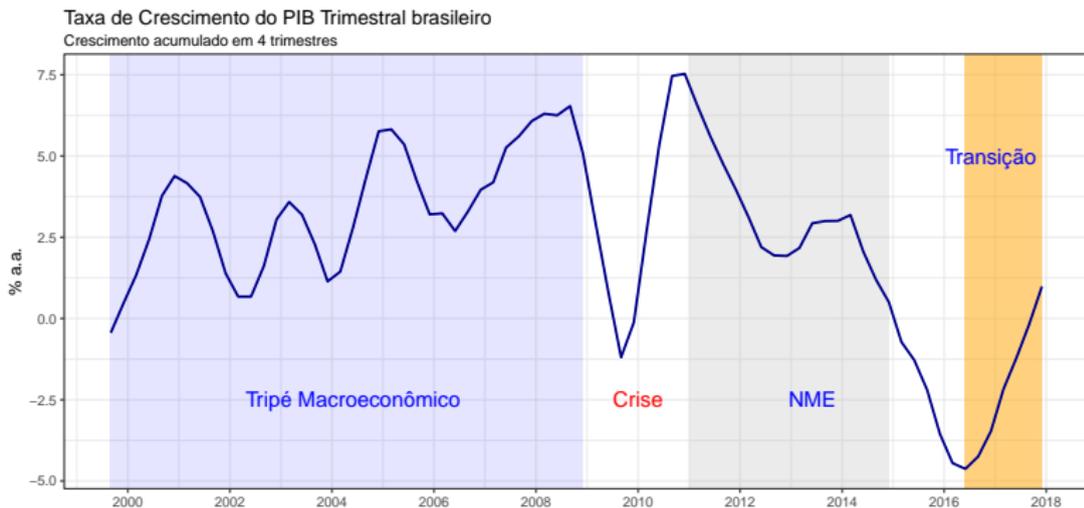
Onde  $K_t$  e  $L_t$  são, respectivamente, a quantidade de capital e trabalho,  $A_t$  mede a eficiência tecnológica ou a *produtividade total dos fatores* e  $\alpha_t$ , por fim, mede a participação do capital na renda nacional.

# O que causou a Grande Recessão?

## Em resumo

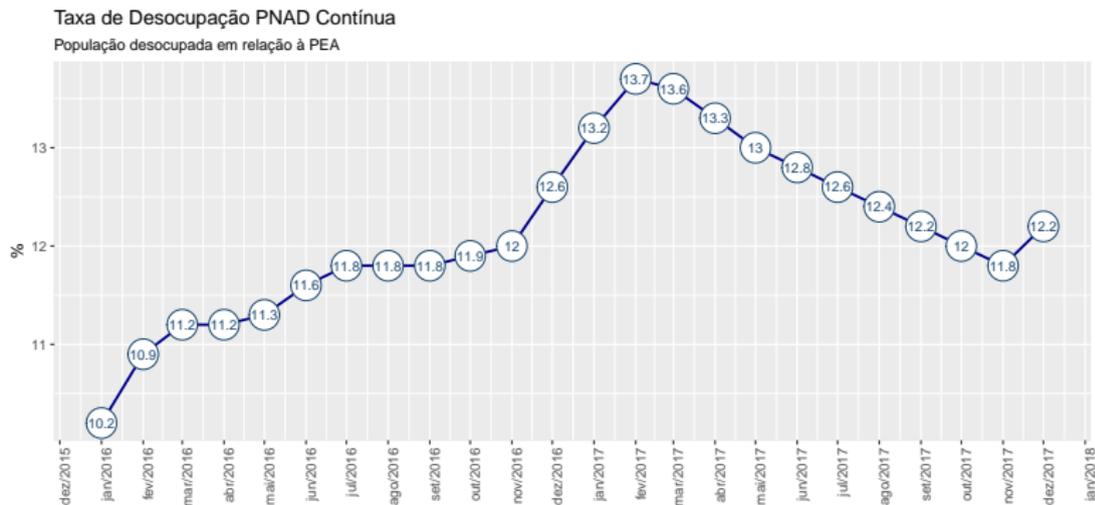
- 1 Alcançado o pleno emprego do fator trabalho em 2010, era preciso contar com Investimento e Produtividade para crescer;
- 2 Esses fatores, entretanto, dependem fortemente do ambiente econômico;
- 3 As intervenções sumarizadas no que ficou conhecido como Nova Matriz Econômica tornaram o ambiente inóspito para o investimento e para a produtividade, causando o declínio do crescimento a partir de 2011.

# Como tornar a transição atual sustentável?



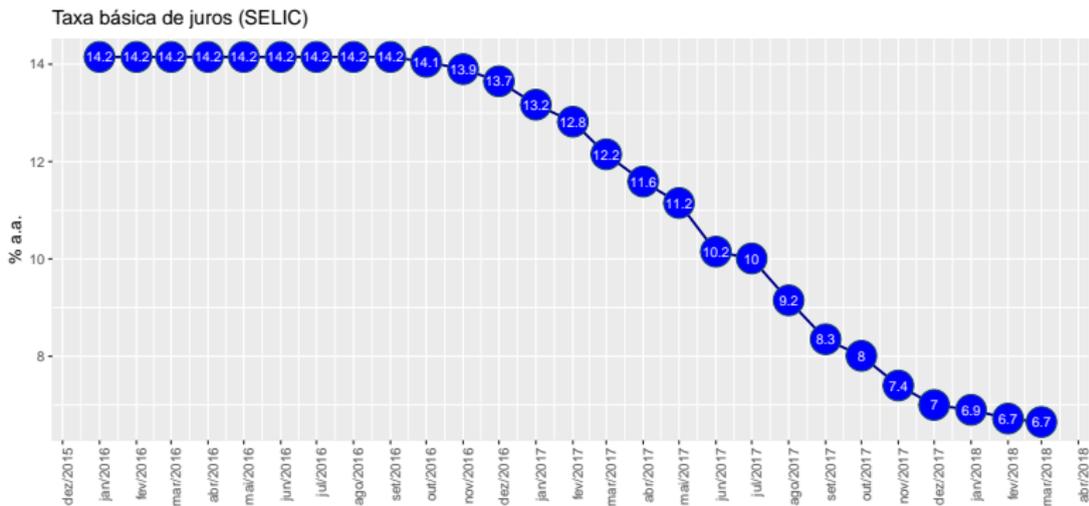
Fonte: analisemacro.com.br

# Como tornar a transição atual sustentável?



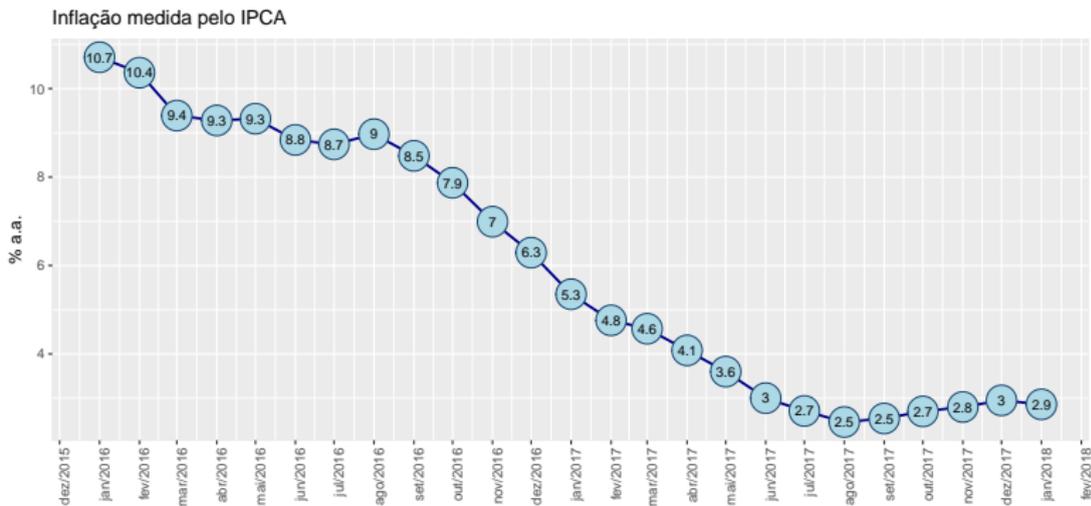
Fonte: analisemacro.com.br com dados do IBGE.

# Como tornar a transição atual sustentável?



Fonte: analisemacro.com.br com dados do IBGE.

# Como tornar a transição atual sustentável?



# Como tornar a transição atual sustentável?

## Volta do tripé macroeconômico

- Câmbio voltou a flutuar;
- Regime de Metas para Inflação voltou a funcionar;
- Fiscal ainda é o problema.

## Agenda de Reformas

As reformas são peremptórias para aumentar a taxa de investimento e a produtividade da economia. Em particular, a **reforma da previdência** é salutar para equilibrar as contas públicas.





# Cenários para o Brasil pós-2018

Vimos que:

- As políticas desenvolvimentistas tocadas a partir de 2006 e impulsionadas a partir de 2011, sob o nome de Nova Matriz Econômica, causaram a maior recessão da História do país;
- a mudança da equipe econômica em 2016, comprometida com a agenda de reformas e com uma política econômica guiada por regras, foi fundamental para iniciar a recuperação da economia.

# Cenários para o Brasil pós-2018

Desse modo:

- **Candidato não comprometido com reformas vence em 2018:** Brasil vai para o *default*;
- **Candidato comprometido com reformas, mas sem maioria ampla, vence em 2018:** reformas são aprovadas de forma parcial, país fica sujeito a *stop and go* no crescimento.
- **Candidato comprometido com reformas, com maioria ampla, vence em 2018:** Reforma da Previdência é aprovada garantindo recuperação do superávit primário, queda dos juros, recuperação dos investimentos e crescimento sustentável.

Slides estarão disponíveis amanhã, 07/03,  
no Blog da Análise Macro.

Visite:

[www.analisemacro.com.br](http://www.analisemacro.com.br)



## Referências I

Bogdanski, J.; Tombini, A. A., and Werlang, S. R.  
Implementing Inflation Targeting in Brazil. *BCB Working Paper 01*, 2000.

Geraats, P. M. Central bank transparency. *Economic Journal*, 112(39), 2002.