



**Agenda Brasil 2022:
Resolver os Desequilíbrios Macroeconômicos e a
Disfuncionalidade Institucional do Regime de
Política Macroeconômica no Brasil**

José Luis Oreiro

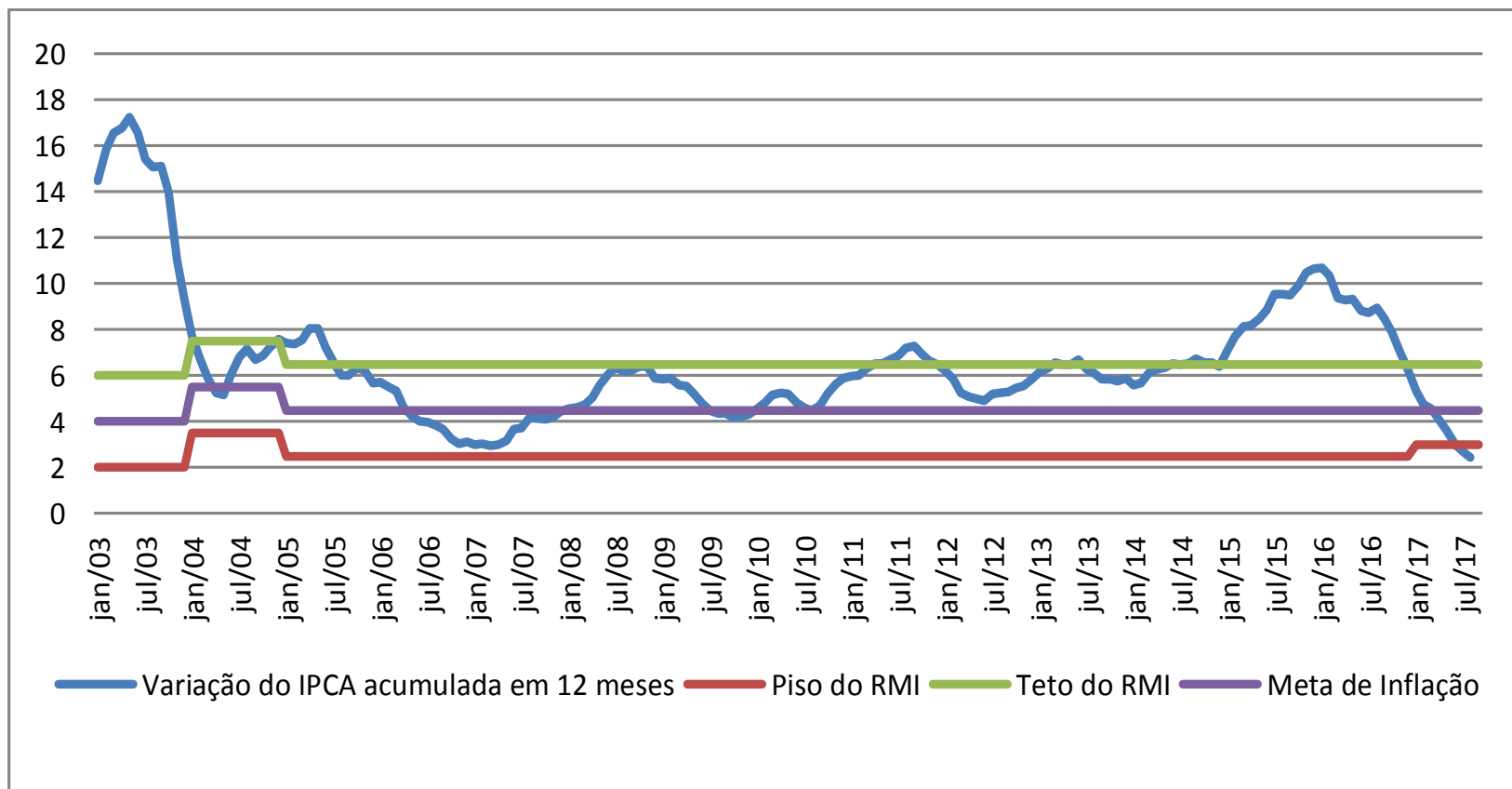
Professor do Departamento de Economia da
Universidade de Brasília

Pesquisador Nível IB do CNPq.

Desequilíbrios Macroeconômicos

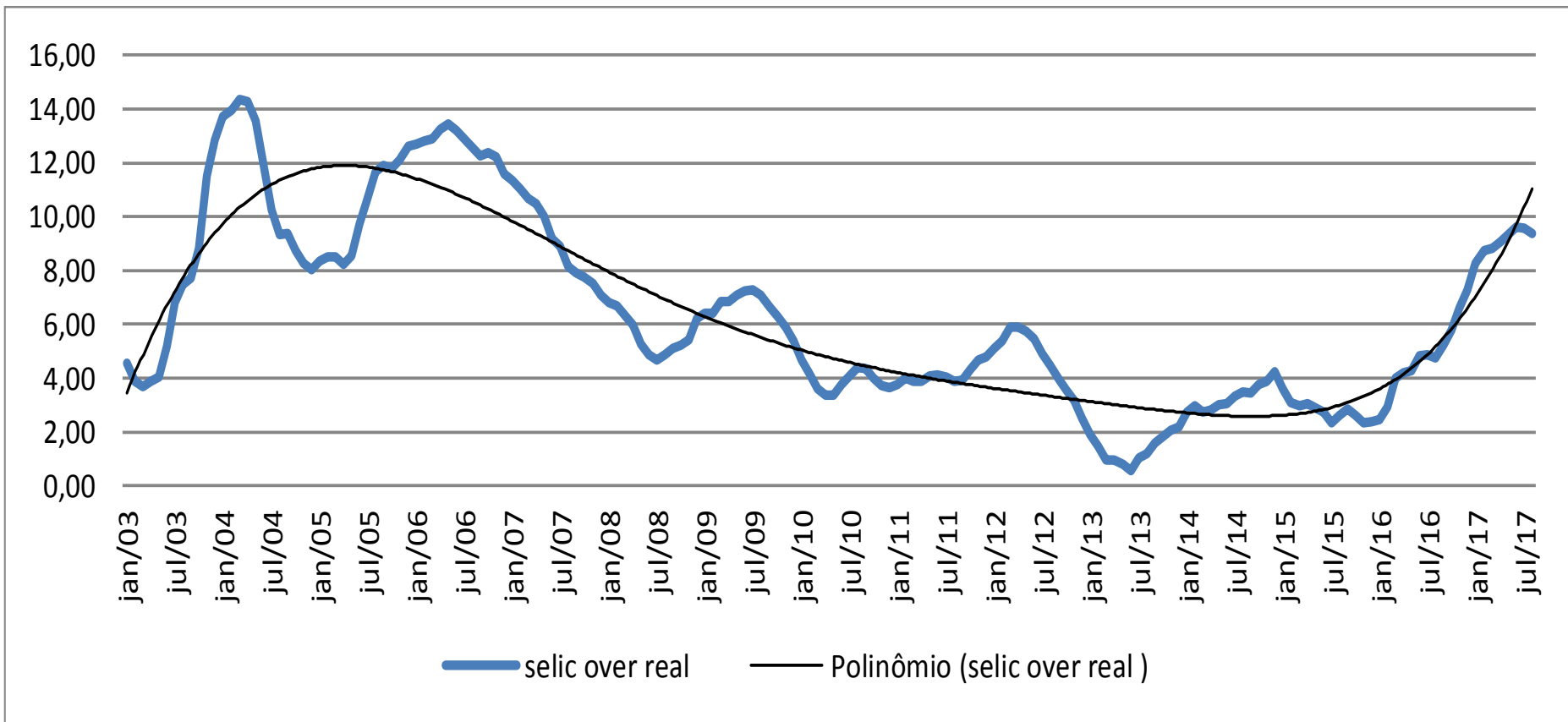
- Inflação sistematicamente acima do centro da meta de inflação para o período 2003-2017
- Taxa de juros sistematicamente acima da taxa de juros de equilíbrio (= a taxa de juros internacional mais o prêmio de risco país).
- Salários crescendo acima da produtividade do trabalho.
- Esmagamento de lucros (redução da ROE das empresas não financeiras de capital aberto e fechado a partir de 2010).
- Sobrevalorização crônica da taxa de câmbio (causa principal da desindustrialização)

Figura 1 - Meta de Inflação, Limite Inferior, Limite Superior e Variação do IPCA Acumulada em 12 Meses (Jan.2003 -Set.2017)



Fonte: IPADATA. Elaboração dos autores.

Figura 3 – Nível e Tendência da Taxa Selic-Over Real (2003.01-2017.09)

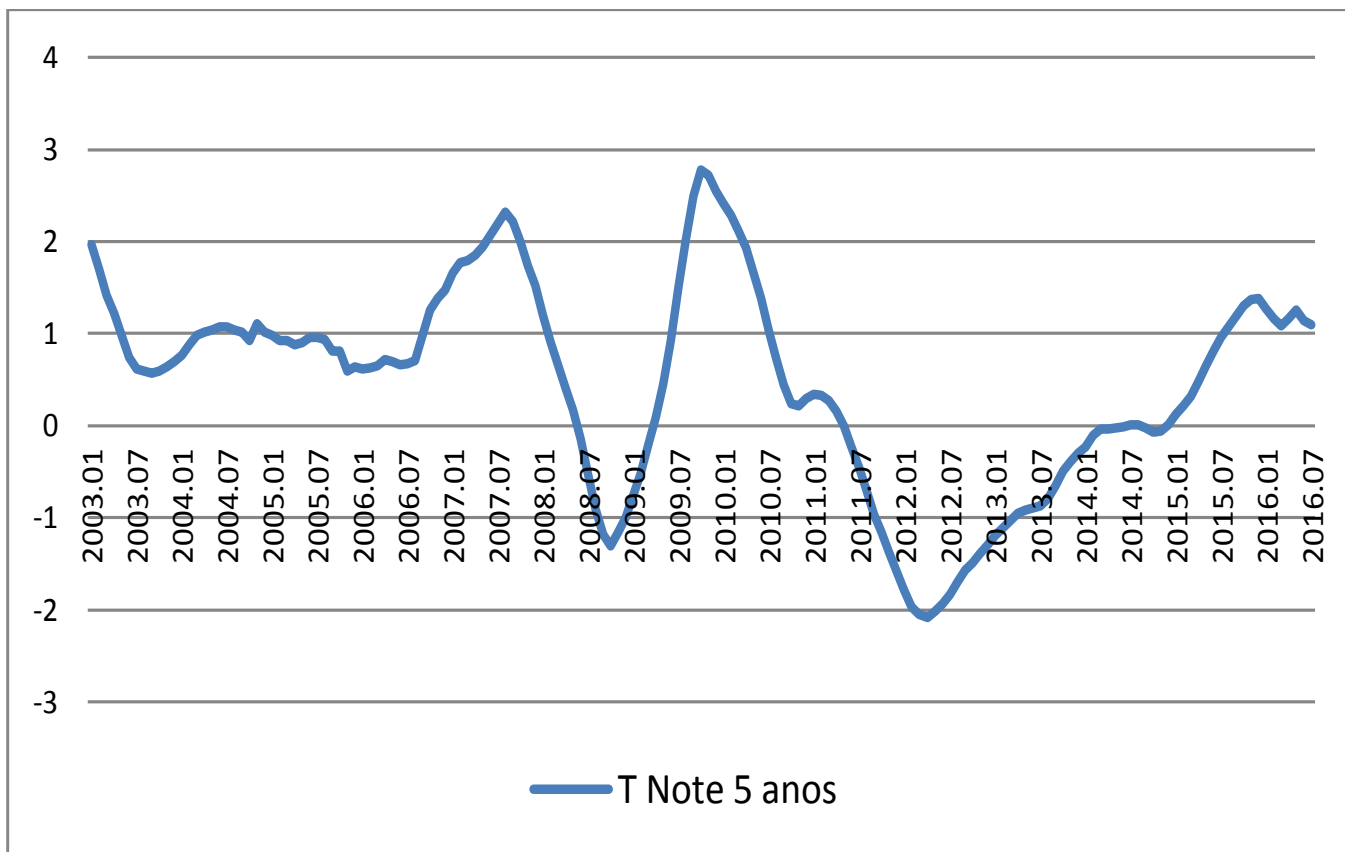


Fonte: IPEADATA. Elaboração própria.

Tabela I - Dívida pública federal por indexador (% do total)

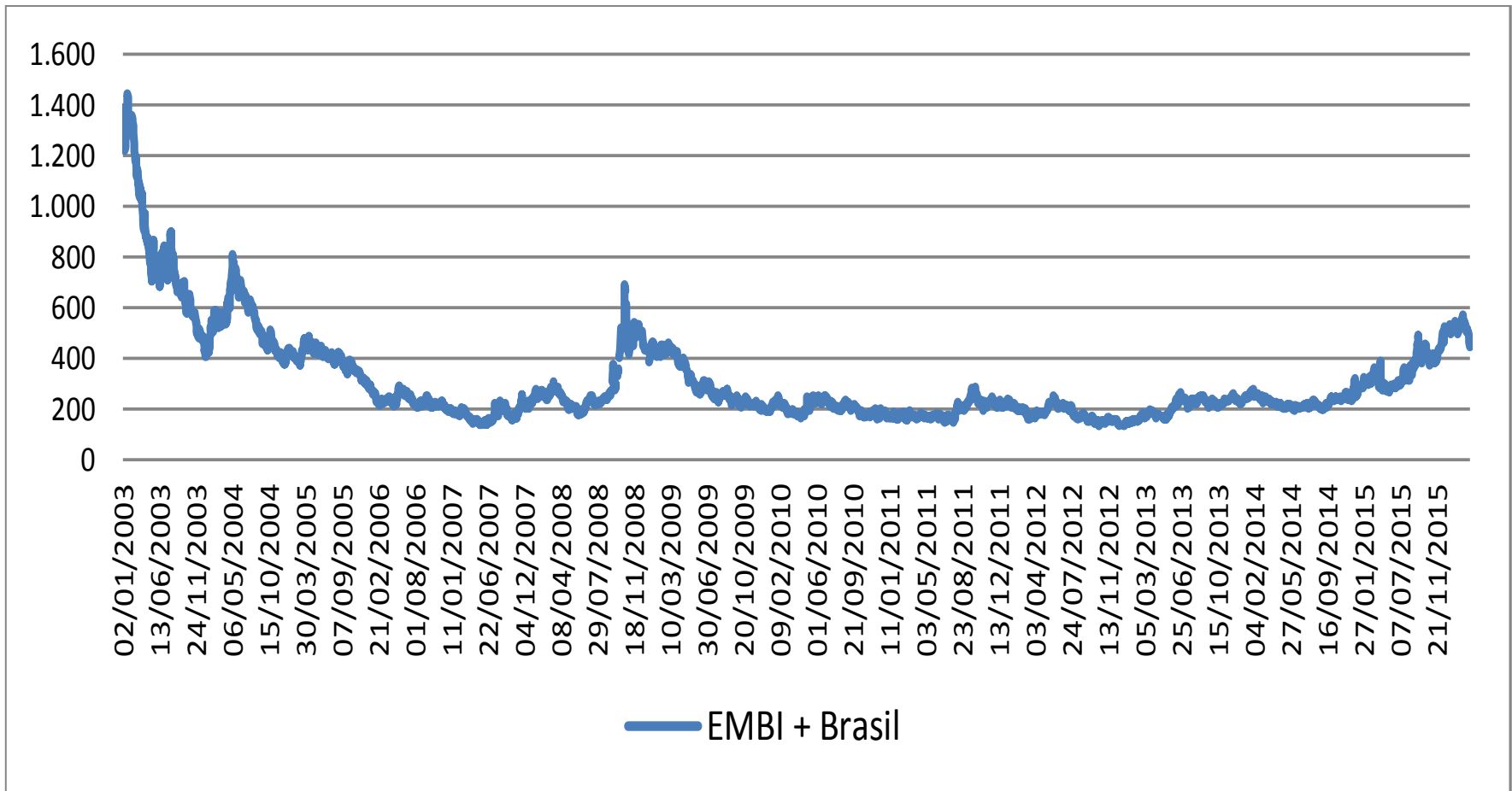
	Câmbio	TR	IGP	IPCA	Selic	Prefixado	Total
2003	10,8	1,8	11,2	2,4	61,4	12,5	100,0
2004	5,2	2,7	11,8	3,1	57,1	20,1	100,0
2005	2,7	2,1	8,2	7,4	51,8	27,9	100,0
2006	1,3	2,2	7,2	15,3	37,8	36,1	100,0
2007	1,0	2,1	6,5	19,8	33,4	37,3	100,0
2008	1,1	1,6	5,7	23,6	35,8	32,2	100,0
2009	0,7	1,2	5,0	23,6	35,8	33,7	100,0
2010	0,6	0,8	4,8	23,3	32,5	37,9	100,0
2011	0,6	0,8	4,2	25,4	30,8	38,3	100,0
2012	0,6	0,6	4,1	31,4	22,2	41,2	100,0
2013	0,6	0,5	4,1	32,0	19,5	43,3	100,0
2014	0,6	0,5	4,0	32,7	19,2	43,1	100,0
2015	0,7	0,4	3,7	30,6	23,6	41,0	100,0
2016	0,5	0,4	3,7	29,5	29,1	36,9	100,0
2017	0,4	0,3	2,9	28,2	32,5	35,6	100,0
Fonte: Banco Central do Brasil (2017).							
(*) Dados referem-se a posição no mês de dezembro, exceto 2017 (outubro)							

Figura 4 – Evolução Mensal da Taxa Real de Juros (% a.a) da T-Note de 5 Anos, Média Móvel dos últimos 12 meses (2003.01-2016.07)



Fonte: IPEADATA. Elaboração Própria. A taxa nominal de juros da T-Note de 5 anos foi deflacionada pela variação em 12 meses do IPC dos Estados Unidos.

Figura 5 – Evolução do EMBI + Brasil (Jan.2003-Fev.2016)



Fonte: IPEADATA. Elaboração própria.

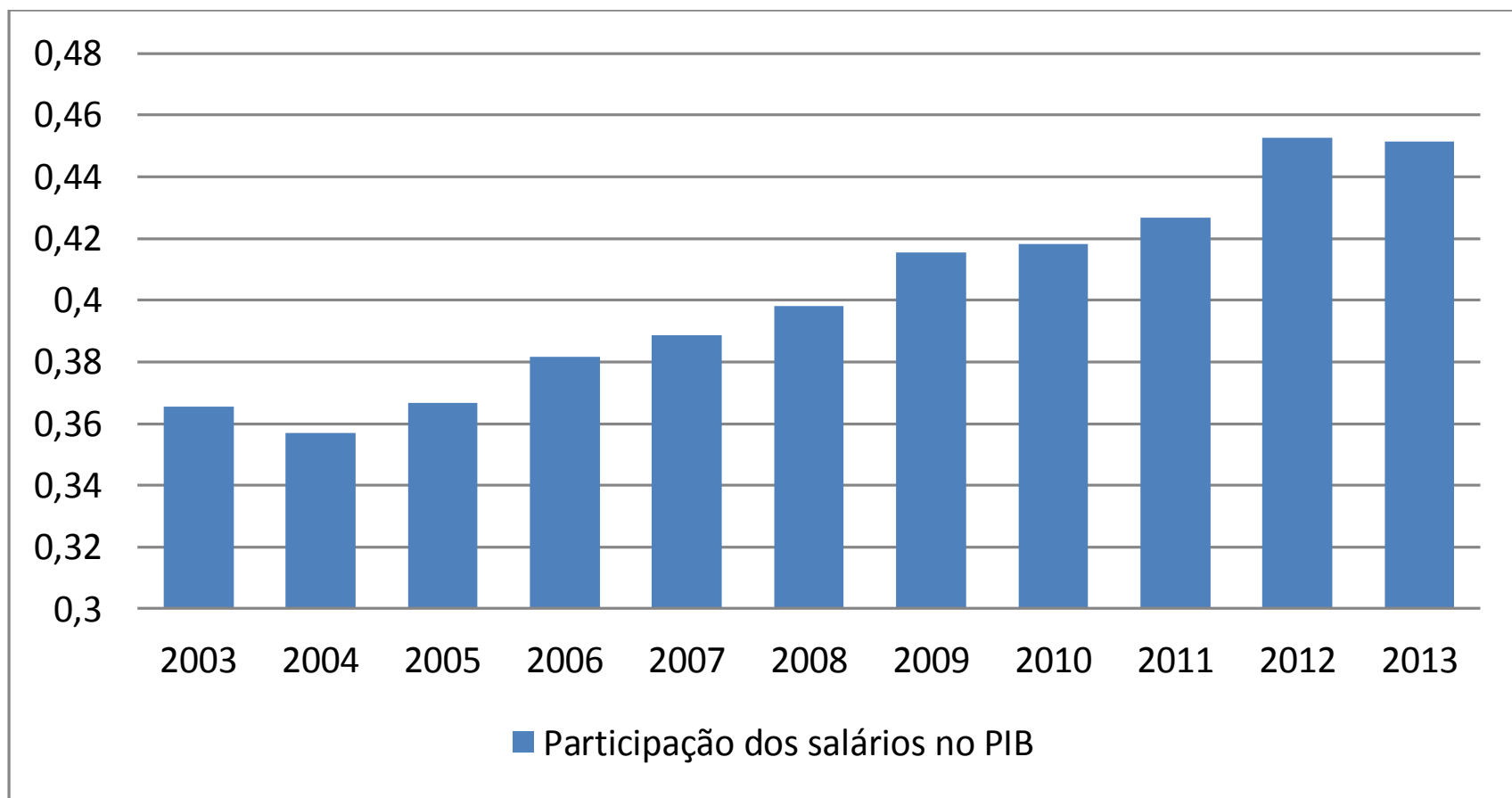
Tabela II – Determinantes da Taxa de Juros de Equilíbrio da Economia Brasileira, Média 2003-2016.

	Média 2003-2016
Taxa real de juros das T-Notes 5 anos	0,45% a.a.
EMBI + Brasil	323 b.p
Taxa de juros de equilíbrio	3,68% a.a
Taxa Selic-Over real	6,25% a.a.
Aperto Monetário	2,57%

Fonte: Elaboração própria.

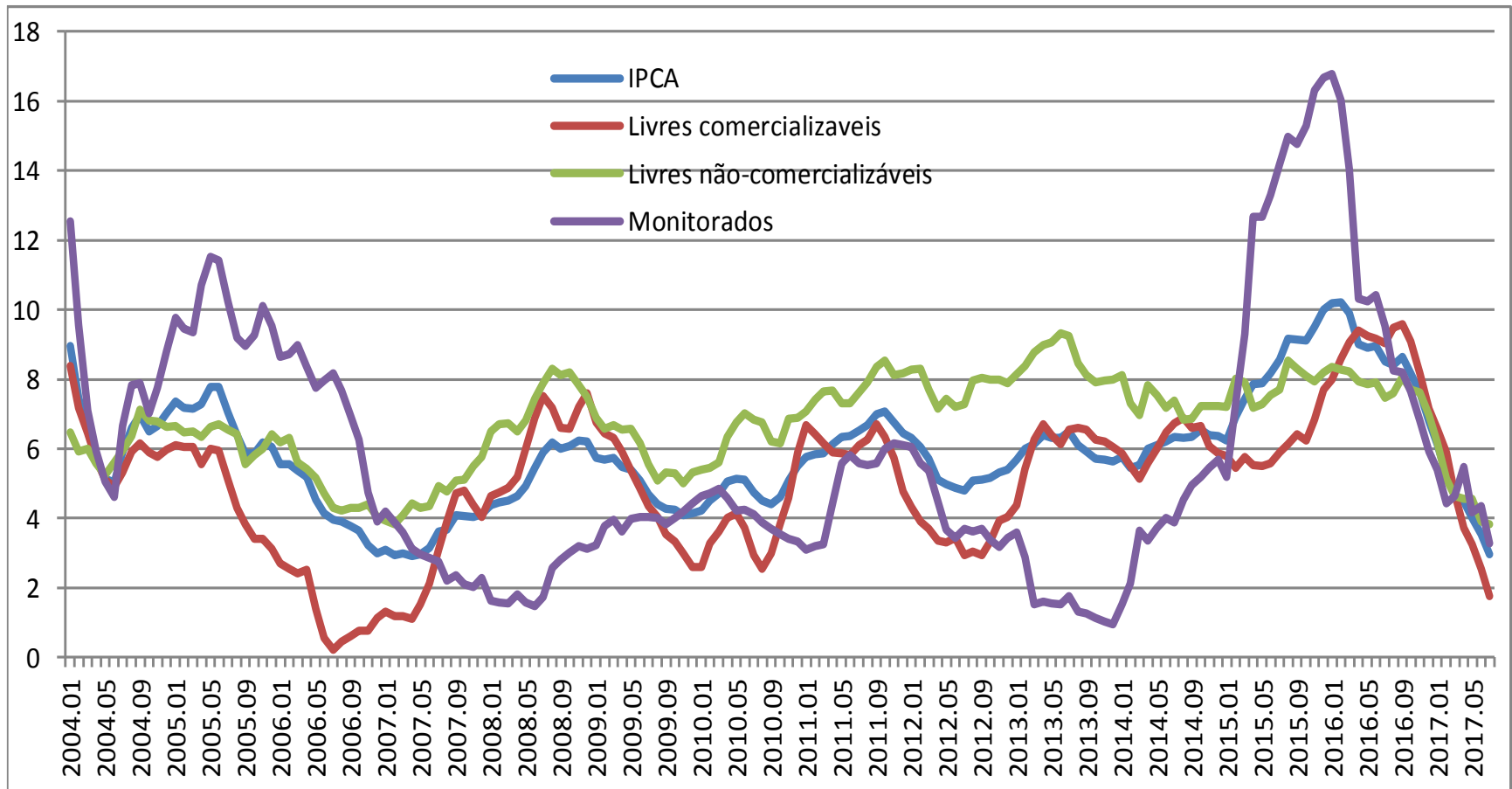


Figura 6 – Evolução da Participação dos Salários no PIB Brasileiro (2003-2013)



Fonte: Contas Nacionais e IPCA do IBGE.

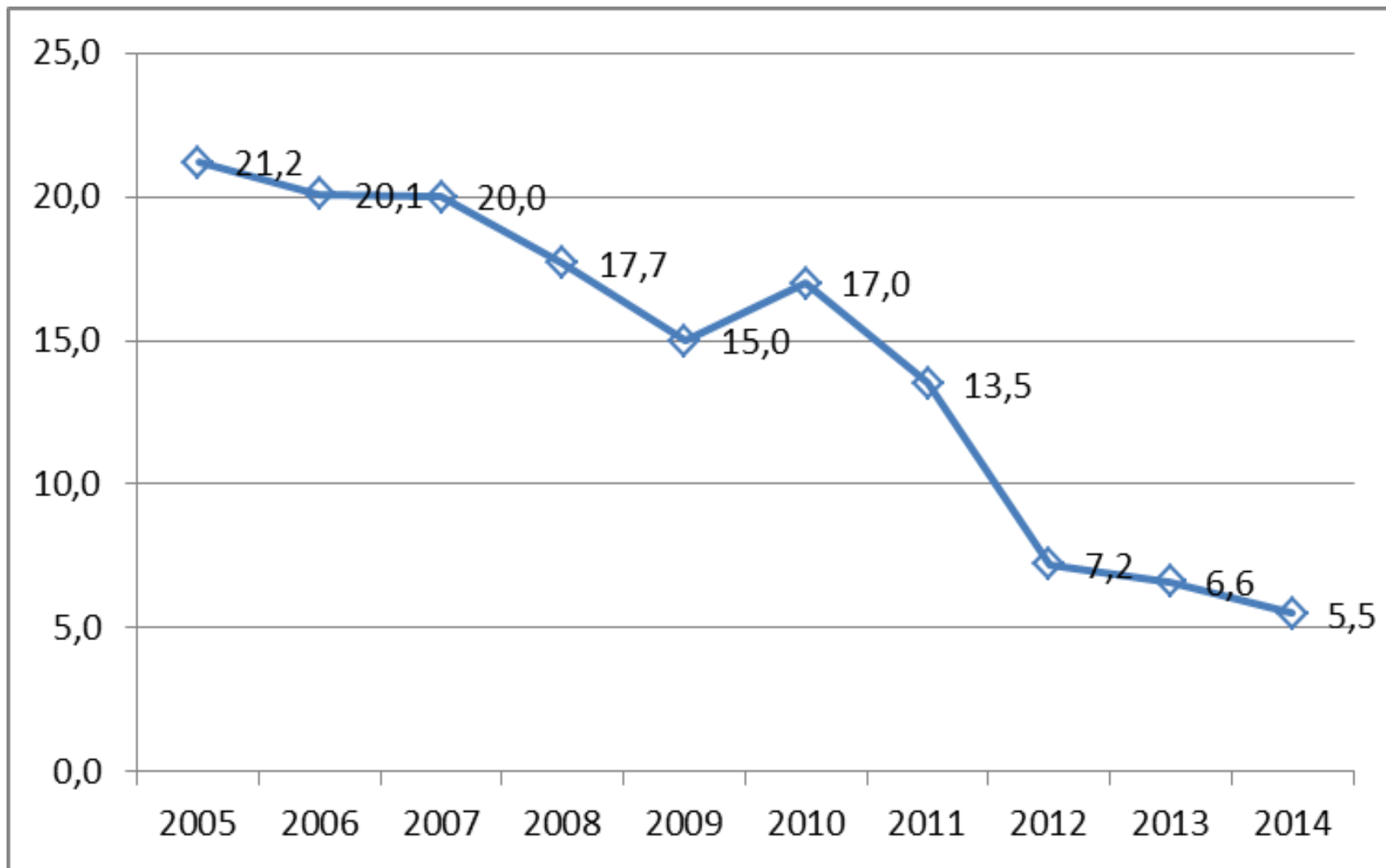
Preços Livres Não-Comercializáveis e dos Preços Monitorados (% a.a) para o período 2004.01-2017.08.



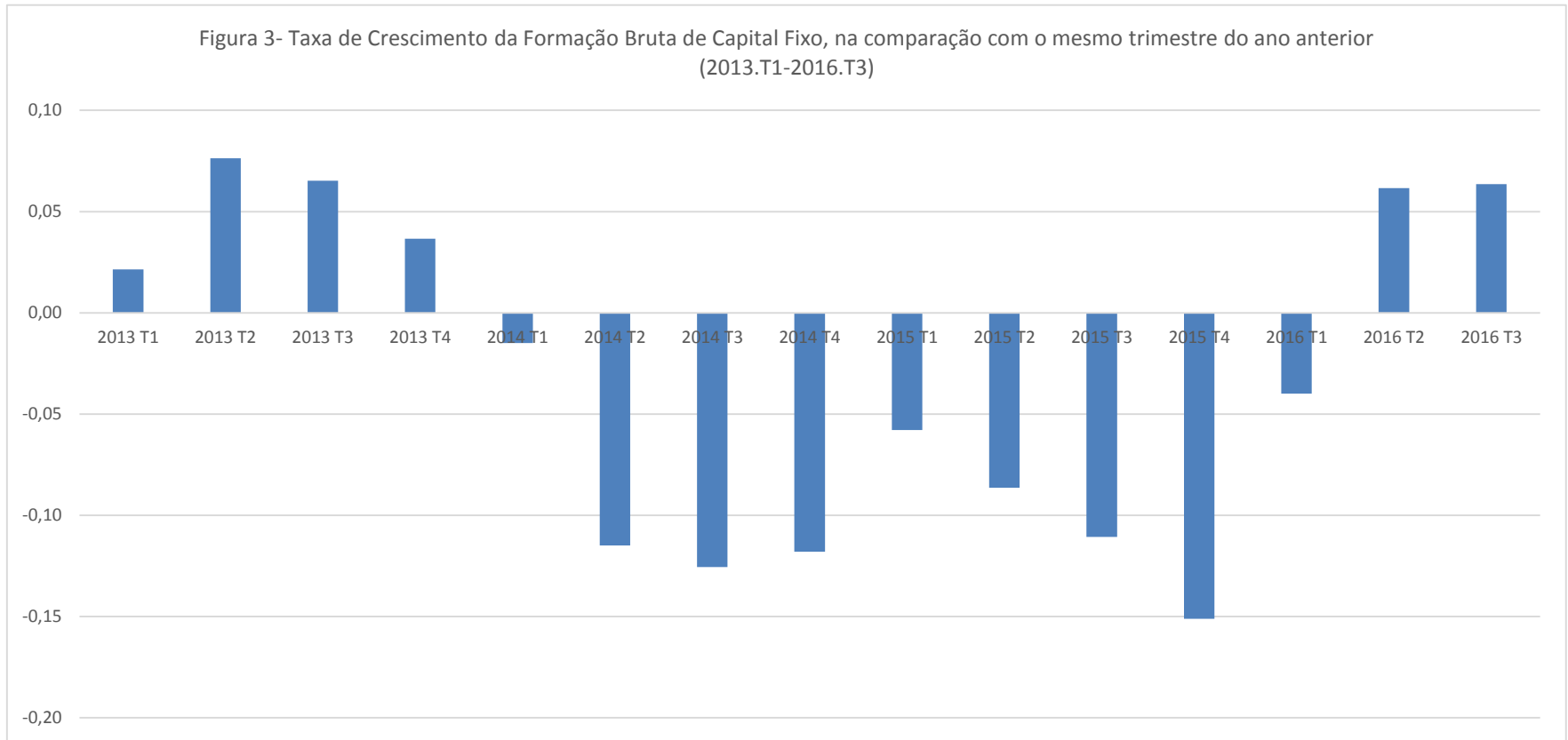
Fonte: IPEADATA. Elaboração própria.

	Resultado Primário Estrutural (%PIB)	Impulso Fiscal
2002	2,36	
2003	3,8	-1,44
2004	3,49	0,31
2005	3,82	-0,33
2006	3,39	0,43
2007	2,91	0,48
2008	2,77	0,14
2009	2,52	0,25
2010	1,7	0,82
2011	2,16	-0,46
2012	1,41	0,75
2013	0,14	1,27
2014	-2,02	2,16
2015	-0,99	-1,03
Média	1,96	0,26

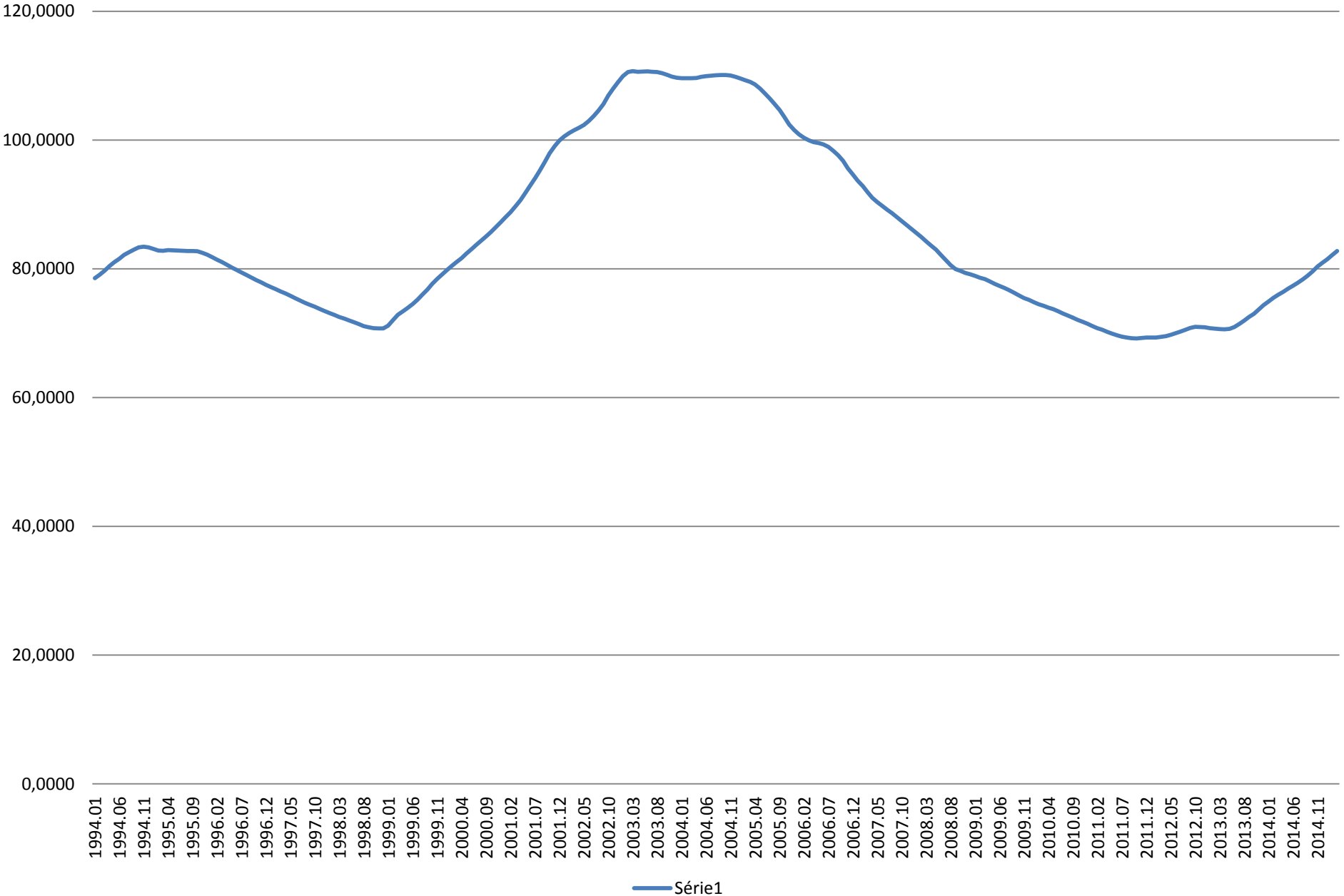
Retorno sobre patrimônio líquido (ROE) das cias abertas - % (CEMEC, 2015)



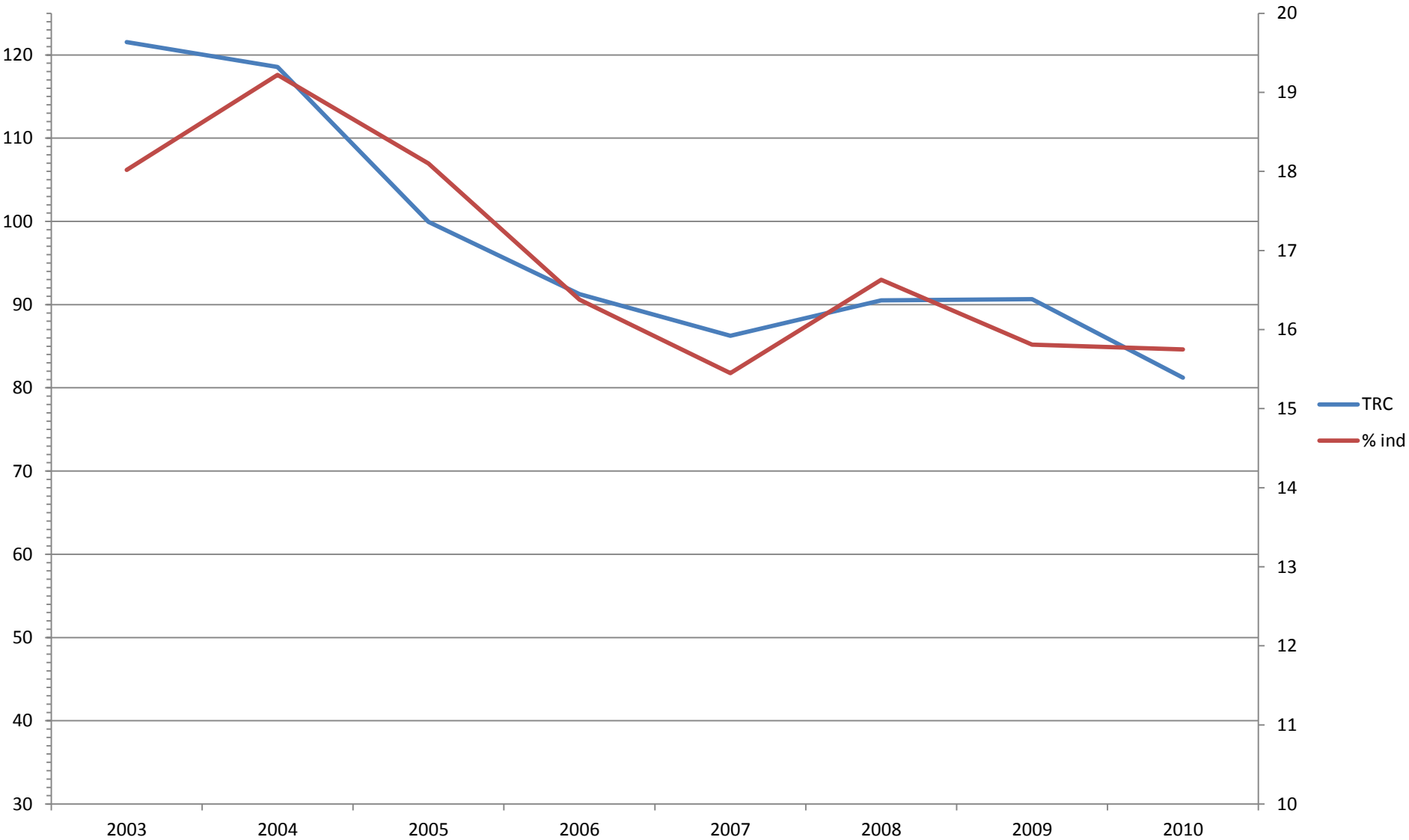
Colapso dos gastos de investimento



Taxa Real Efetiva de Câmbio - Manufaturados - Exportações. Média Móvel dos últimos 5 anos (Jan.1994 - Mar.2015)



Evolução da Taxa Real Efetiva de Câmbio e da Participação da Indústria de Transformação no PIB da Economia Brasileira (2003-2010)



Fonte : IPEADATA, Elaboração própria

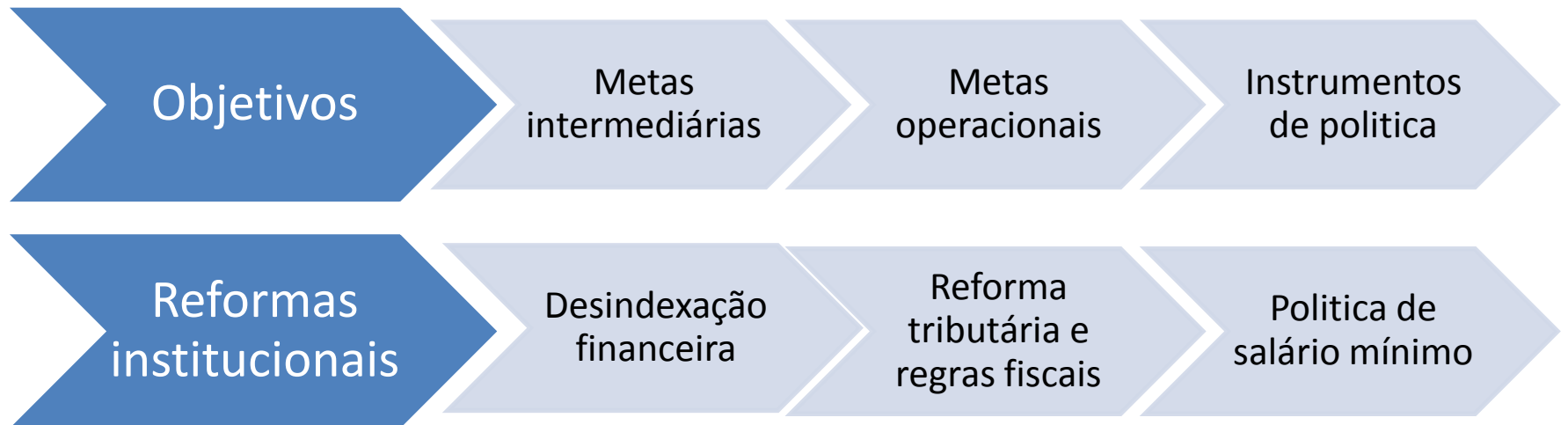
Entulhos institucionais

- Indexação financeira: LFTs e compromissadas.
 - 35,4% do PIB em dezembro de 2006 para 40,7% em abril de 2015 (Salto e Ribeiro, 2015).
- Elevado nível dos depósitos compulsórios
- Existência de 3 regras fiscais: EC95, meta de superávit fiscal, regra de ouro
- Sistema tributário ineficiente e regressivo
- Regra de salário mínimo indexa salários a inflação passada e ao crescimento do PIB de dois anos antes.
 - Aumento da inércia inflacionária
 - Aumentos dos salários a um ritmo superior a produtividade do trabalho: fonte de pressão inflacionária autônoma.
- Regime de metas de inflação: horizonte da meta
- Indexação dos preços administrados
 - Aumento da inércia inflacionária

Porque spreads tão elevados?

- Trabalho do BIS: No período 2008-2015 a alíquota média do compulsório foi de 23% (inclui depósitos a vista, a prazo e poupança), enquanto a média dos emergentes é de 15% e dos países desenvolvidos ficou em 5%.
- Alto custo de oportunidade do crédito perante a opção de aplicação em títulos indexados a taxa de juros elevadas e alta liquidez aumenta prêmio de risco embutidos nos empréstimos.
 - Redirecionamento do crédito para aplicações em títulos da dívida pública que são considerados, até o momento, livres de risco.

Agenda Brasil para 2022



Agenda Brasil 2022: objetivos

- Crescimento econômico sustentável: cerca de 3,0% a.a para o PIB e 2,2% a.a para o PIB per-capita.
- Manutenção da uma taxa de inflação baixa: meta de 4,0% a.a.
- Inclusão financeira com redução da pobreza e melhoria “sustentável” na distribuição de renda

Agenda Brasil 2022: metas intermediárias

- Equilíbrio externo: pequeno superávit em conta corrente do balanço de pagamentos
- Estabilização da dívida pública/PIB a médio prazo
- Aumento na participação da indústria de transformação no PIB (para cerca de 14%)
- Eliminação da miséria absoluta
- Melhoria gradual no índice de Gini

Agenda Brasil 2022: metas operacionais

- Taxa de câmbio de equilíbrio industrial (viabiliza exportações de bens de maior valor agregado no estado da arte da tecnologia).
 - Em torno de R\$ 3,80 e R\$ 4,00
- Taxa de juros real de equilíbrio em torno de 3,7% a.a.
- Superávit primário requerido para estabilizar/reduzir a dívida pública/PIB de 0,5% do PIB
 - estimativas feitas com crescimento do PIB de 3,0% a.a , taxa juros real de 3,68%
 - Gastos com bolsa família de, no mínimo, 0,5% do PIB

Instrumentos de política: taxa de câmbio

- Regulação macro prudencial: introdução de um depósito compulsório não remunerado de 30% pelo prazo de um ano sobre toda a entrada de capitais na economia brasileira, inclusive o Investimento Externo Direto.
- Manutenção de reservas cambiais em níveis elevados como instrumento de redução da vulnerabilidade externa.
- Desvalorização gradual da taxa de câmbio em direção a taxa de câmbio de equilíbrio industrial.
 - Introdução de um regime de bandas cambiais deslizantes (desvalorização pré-programada do “teto” e do “piso” da banda) para permitir uma transição gradual para uma taxa de câmbio competitiva.
 - Prazo de convergência: 2 a 3 anos.

Instrumentos de política: taxa de juros

- Mudança no horizonte da meta de inflação para 2 anos
- Remoção da indexação financeira: melhoria nos canais de transmissão da política monetária e fim de efeito-contágio
- Redução da volatilidade da taxa de câmbio devido ao sistema de bandas cambiais.

Instrumentos de política: política fiscal

- Ajuste fiscal de emergência: CPMF (1,3% do PIB a.a. por 5 anos)
- Reintrodução de Imposto de Renda sobre lucros e dividendos distribuídos com alíquotas equivalentes ao do IRPF, redução do IRPJ sobre o lucro corporativo antes dos impostos.
 - Incentivar as empresas a aumentar o coeficiente de retenção de lucros: importante para aumentar a taxa de poupança doméstica.
 - Aumentar a progressividade da tributação no Brasil.
 - Aumento marginal na receita com o IRPJ: Entre 0,2% e 0,3% do PIB
- Meta de superávit primário de 0,5% do PIB a ser alcançada num prazo de três 3 anos
- Criação de um *Fundo Constitucional para o Financiamento de Infraestrutura e Reaparelhamento das Forças Armadas*, financiado pelo aumento da alíquota sobre a exploração de minérios, principalmente o minério de Ferro.
 - Fundos Constitucionais estão livres da DRU: *funding* regular permite a continuidade dos projetos de infraestrutura e de defesa nacional.
 - O Brasil possui graves deficiências de infraestrutura que aumentam o “custo Brasil”, reduzindo a competitividade externa da indústria de transformação.
 - O mundo pós-Trump é um lugar bem mais inseguro. Não podemos mais contar com o “guarda chuvas” militar dos Estados Unidos para garantir nossa soberania. O Brasil precisa estar preparado militarmente para defender seus interesses na Arena Internacional.
 - “*Si vis pacem, para bellum*”
 - “Se queres a Paz, prepara-te para a Guerra” (*Publius Flavius Vegetius Renatus, século IV*)

Instrumentos de política: política salarial

- Nova regra para salário mínimo: meta de inflação + média móvel do crescimento do PIB per capita nos últimos 5 anos
 - Reduz a inércia inflacionária ao atrelar o aumento do salário mínimo a meta de inflação, ao invés da inflação passada
 - No médio e longo-prazo o salário mínimo irá crescer a uma taxa igual a do crescimento da produtividade do trabalho (regra de ouro da política salarial).

Reformas institucionais

- Fim da indexação financeira: processo gradual já que mudança na composição da dívida pública impõe um custo para o Tesouro.
 - Troca de títulos indexados a selic por títulos pré-fixados ou indexados a índice de preços.
- Mudança gradual das operações compromissadas por depósito voluntário remunerado do BCB (não negociável no mercado).
- Redução gradual dos depósitos compulsórios
- Reforma tributária: aumento da progressividade da carga tributária e instituição de um IVA em substituição ao ICMS atual.

Contato



- E-mail:
 - joreirocosta@yahoo.com.br.
- Web-Site
 - www.joseluisoreiro.com.br.
- Blog:
 - www.jlcoreiro.wordpress.com.