

## Incerteza macroeconômica aprofunda a recessão

O PIB brasileiro apresentou no 2º trimestre uma queda de 1,9% em relação ao trimestre imediatamente anterior. Desta forma, a recessão não apenas se estende pelo 5º trimestre consecutivo como dá mostras de se aprofundar. Da perspectiva dos componentes da demanda agregada, a recessão segue sendo liderada pela formação bruta de capital fixo (FBCF), que alcançou seu 8º trimestre consecutivo de queda. Esse recuo, a exemplo do que ocorre com o PIB como um todo, também dá mostras de forte intensificação na margem. Apenas no 2º trimestre, a retração em relação aos três meses imediatamente anteriores foi de impressionantes 8,1%, fazendo com que o recuo acumulado em 8 trimestres chegasse a 17,8%.

Embora a retração da FBCF tenha começado antes e seja mais intensa do que a do produto em seu conjunto, os dados mostram que o processo recessivo está se espalhando pela economia. O consumo das famílias, em particular, acumula queda de 3,6% nos dois últimos trimestres. Como consequência, também do ponto de vista setorial a queda da atividade tornou-se mais disseminada. A indústria de transformação, cuja dinâmica é mais sensível ao investimento, acumula nos últimos 8 trimestres recuo de 13,1%. O setor de serviços, que é mais dependente do consumo das famílias, acumula nos últimos 5 trimestres uma queda de 1,9%.

Tem-se, portanto, um quadro de retração da atividade já bastante longo, que se aprofunda e se espalha pelos diversos setores da economia. O mais preocupante, contudo, é que não vemos sinais de que estejamos nos aproximando de um ponto de inflexão. O entrave mais importante para a retomada do crescimento, a nosso ver, é a dificuldade de encaminhar uma solução para os nossos desequilíbrios fiscais.

A despeito do evidente esforço de contenção dos componentes discricionários do gasto público, o resultado do setor público consolidado acumula nos últimos 12 meses um déficit primário de 0,9% do PIB, o que denota uma ampliação do desequilíbrio na comparação com igual período do ano passado (déficit de 0,7% do PIB). Em paralelo a isto, as autoridades reduziram fortemente a expectativa de ajuste para o próximo ano. Enquanto no início do ano foi anunciada uma meta de superávit de 2% do PIB para o setor público consolidado em 2016, em julho o governo anunciou redução da meta para apenas 0,7% do PIB. No final de agosto, ao encaminhar o Projeto de Lei Orçamentária de 2016 ao Congresso, houve uma nova redução da meta, que contempla agora um déficit primário de 0,34% do PIB.

Caso se cumpra a nova meta proposta pelo governo, deveremos ter em 2016 o terceiro ano consecutivo de resultados primários deficitários. Observe-se ainda que, analisando retrospectivamente o desempenho fiscal dos últimos 25 anos, é fácil ver que os esforços de ajustamento das contas públicas no Brasil tipicamente se concentram na primeira metade dos mandatos presidenciais. Dada a dificuldade que o governo tem demonstrado de implementar o ajuste requerido na primeira metade deste mandato presidencial, é natural que os agentes econômicos tenham dúvidas sobre a capacidade das autoridades de fazê-lo na segunda metade do mandato.

O problema é que os déficits primários, em uma economia que nos últimos anos tem rumado na direção de taxas de crescimento fortemente declinantes e juros cada vez mais altos, impõem uma trajetória de forte expansão da dívida pública como proporção do PIB. Há diversos casos de países que tiveram forte crescimento da dívida pública por alguns períodos, mas é importante observar que isto não pode ser mantido indefinidamente. Governos, assim como cada um de nós, têm que viver dentro de seus meios. É natural, portanto, que a trajetória de forte crescimento da dívida pública que tem se desenhado nos últimos anos, e que inevitavelmente se estenderá pelos próximos caso o governo cumpra suas metas, traga consigo uma percepção de maior incerteza macroeconômica.

Essa incerteza é nefasta para a retomada do crescimento. A razão mais óbvia é que, à medida que se desenha uma trajetória mais desfavorável para as contas públicas, os fluxos de capital para o Brasil tendem a se reduzir. Em decorrência disto, o real tem se depreciado acentuadamente, o que exige a manutenção de juros mais altos por mais tempo. Além disto, diante da incerteza os agentes econômicos tendem a agir mais conservadoramente, postergando gastos de consumo e, principalmente, de investimento. É natural que seja assim: decisões de investimento envolvem gastos que, frequentemente, terão retorno em horizontes muito longos. Em um ambiente de maior instabilidade, agentes econômicos racionais vão requerer um retorno esperado mais alto, que os remunere pelo maior nível de risco. Como a taxa interna de retorno requerida é mais alta, uma parcela dos investimentos que seria viável em um ambiente de menor incerteza deixará de sê-lo.

Isto significa que as condições para a retomada da atividade em geral, e do investimento em particular, seguem sendo adversas. Essencialmente, o governo precisa indicar de forma crível uma trajetória de ajuste que permita a geração de superávits primários em nível suficiente para estabilizar a dívida pública como proporção do PIB. Ao propor um orçamento que contemple novo déficit primário em 2016, o governo indica que essa tarefa talvez esteja além de suas possibilidades ao longo deste mandato presidencial.

Em resumo, o cenário que ora se desenha contrasta fortemente com aquele que poderíamos esperar caso o governo alcançasse as metas fiscais propostas no início deste ano, que contemplavam um superávit primário em 2016 de 2% do PIB. Os desenvolvimentos dos últimos meses trazem consigo a perspectiva de um câmbio mais depreciado, juros e inflação mais altos e, de forma mais ampla, maior incerteza macroeconômica. O que resulta de tudo isto é a perspectiva de uma recessão mais longa e profunda. Tudo indica, como dissemos, que a forte queda do PIB no 2º trimestre não tenha representado o fundo do poço. Podemos ter neste ano uma queda do PIB da ordem de 3%, e é bastante provável que a recessão adentre 2016, no que seria a primeira queda do PIB por dois anos consecutivos desde o biênio 1930-31.

---

**Alexandre Bassoli**

*Economista-chefe do Opportunity e Mestre em Economia pela USP.*