



**Textos para Discussão**

# AS PERSPECTIVAS MACROECONÔMICAS BRASILEIRAS NOS PRÓXIMOS 20 ANOS



Ministério da Saúde

**FIOCRUZ**

Fundação Oswaldo Cruz

## GOVERNO FEDERAL

Presidente da Fundação Oswaldo Cruz  
*Paulo Gadelha*

## SAÚDE AMANHÃ

Coordenação geral  
*Paulo Gadelha*

Coordenação Executiva  
*José Carvalho de Noronha*

Coordenação Editorial  
*Telma Ruth Pereira*

Apoio técnico  
*Renata Macedo Pereira*

Normalização bibliográfica  
*Monique Santos*

Projeto gráfico, capa e diagramação  
*Robson Lima — Obra Completa Comunicação*

## TEXTOS PARA DISCUSSÃO

Publicação cujo objetivo é divulgar resultados de estudos desenvolvidos no âmbito do Projeto Saúde Amanhã, disseminando informações sobre a prospecção estratégica em saúde, em um horizonte móvel de 20 anos.

Busca, ainda, estabelecer um espaço para discussões e debates entre os profissionais especializados e instituições do setor.

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e de inteira responsabilidade das autoras, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista da Fiocruz/MS.

O projeto Saúde Amanhã é conduzido pela Fundação Oswaldo Cruz (Fiocruz) com apoio financeiro do Fundo Nacional de Saúde do Ministério da Saúde.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

URL: <http://saudeamanha.fiocruz.br/>

### Dados Internacionais de Catalogação na Publicação (CIP)

B297p Bastos, Carlos Pinkusfeld

As perspectivas macroeconômicas brasileiras nos próximos 20 anos / Carlos Pinkusfeld Bastos. – Rio de Janeiro: Fundação Oswaldo Cruz, 2017.

22 p. – (Textos para Discussão; n. 23)

Bibliografia: p. 22.

1. Economia Brasileira. 2. Perspectiva Macroeconômica. 3. Brasil.  
I. Bastos, Carlos Pinkusfeld. II. Fundação Oswaldo Cruz. III. Título.  
IV. Série.

CDU: 330.8(81)

Textos para Discussão  
Nº 23

# AS PERSPECTIVAS MACROECONÔMICAS BRASILEIRAS NOS PRÓXIMOS 20 ANOS

Carlos Pinkusfeld Bastos

Rio de Janeiro, Janeiro, 2017

## AUTOR

### **Carlos Pinkusfeld Bastos**

Graduação em Licenciatura em Química pela Universidade Federal do Rio de Janeiro (1985), doutorado em Economics – New School for Social Research (1997). Atualmente é professor adjunto da Universidade Federal do Rio de Janeiro.

## SUMÁRIO

Introdução	7
O modelo desenvolvimentista que nunca existiu e a virada conservadora de 2015	9
As Perspectivas Futuras da Economia Brasileira	11
Observação Final	19
Anexo: Estimativas de Trajetória Fiscal	20
Referências	21

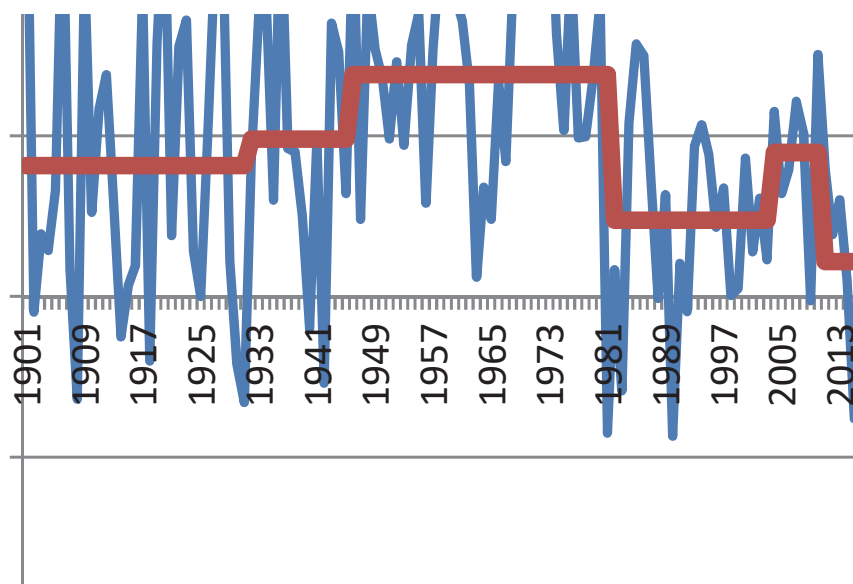


# AS PERSPECTIVAS MACROECONÔMICAS BRASILEIRAS NOS PRÓXIMOS 20 ANOS

## 1. INTRODUÇÃO

A história da economia brasileira, a partir de sua independência no século XIX, acompanhou de perto as tendências geopolíticas e geoeconômicas internacionais. O Gráfico 1 sintetiza uma divisão em alguns subperíodos.

Gráfico 1. Fases do Crescimento Brasileiro 1901 - 2015



Fonte: Ipeadata, Elaboração própria

Quando no período do liberalismo do Padrão Libra Ouro do século XIX estabeleceu-se uma clara divisão do trabalho entre um centro industrializado e uma periferia exportadora de bens primários, o Brasil foi importante produtor de uma *commodity* de crescente demanda internacional: o café. É interessante notar que, a despeito de todas as limitações inerentes a uma inserção primário exportadora, o Brasil teve um desempenho de crescimento do PIB razoável no período. A reduzida renda per capita do país, uma das mais baixas da América Latina<sup>1</sup> se explicava mais pela incapacidade do ciclo expansivo puxado pelo café gerar uma integração econômica

<sup>1</sup> Até 1929 o Brasil, em realidade, Brasil possuía uma renda per capita inferior a dos oito maiores países da América Latina, a saber, Chile, Colômbia, México, Peru, Uruguai, Venezuela e Argentina. Para dar uma dimensão de tal situação, podemos mencionar que a renda per capita do Brasil, o mais pobre destes oito, era apenas 26% da renda per capita da Argentina (o mais rico). Ver The Maddison-Project, 2013.

efetiva e pela existência de subsistemas econômicos espalhados pelo território nacional com baixíssima produtividade<sup>2</sup>.

A crise de 1929 traz a ruptura do Padrão Libra Ouro, e com ela a interrupção dos fluxos comerciais e financeiros que caracterizava o período. A queda do preço do café e de sua demanda internacional tem um impacto imediato sobre os termos de troca e o crescimento do país. Entretanto, assim como ocorre na maioria dos países no período, a própria ruptura do padrão de intervenção macroeconômica existente acaba abrindo espaço para experiências menos ortodoxas, que além de iniciarem a virada da economia brasileira para um crescimento puxado pela demanda interna, garantiram um razoável crescimento do produto e principalmente da produção industrial. Vale ressaltar que o desmoronamento do arranjo mundial, então existente, teve impactos não só ideológicos no que diz respeito a um maior grau de liberdade do governo Vargas. Num aspecto mais concreto permitiu que este fizesse uma moratória contra a Inglaterra, o que ampliou o espaço de crescimento pela redução da restrição externa.

No pós guerra quando o desenvolvimentismo passou a ser a forma de gestão dominante nos países de renda per capita baixa tivemos um período desenvolvimentista bastante exitoso em termos de acumulação de capital, ainda que com a reprodução de uma estrutura social desigual. Este processo foi interrompido pela crise da dívida em 1982, que além de gerar baixo crescimento jogou a economia num processo de alta inflação. Finalmente, a partir dos anos 1990, ainda que um pouco atrasados em relação ao início da hegemonia neoliberal em outros países, realizamos reformas de natureza liberalizante em todas as áreas da economia.

Essa virada, que ocorre na década de 1990, a despeito do retorno dos fluxos de capitais no mercado internacional, que poderia permitir o estabelecimento de uma âncora cambial e debelar o processo de alta inflação, foi incapaz de gerar taxas de crescimento sustentáveis, substancialmente superiores às do período da crise da dívida, a chamada Década Perdida.

Tal desempenho medíocre, e que se estendeu a uma baixa geração de emprego na década de 1990, tem como consequência um desencanto com o padrão de intervenção neoliberal e a eleição da oposição que, historicamente, havia sido crítica a tais políticas.

Apesar de não alterar de forma substancial os marcos de gestão da política macroeconômica então estabelecidos, os governos do presidente Lula, favorecidos por um chamado “superciclo de commodities” que melhoraram as condições externas, implementaram políticas fiscais, de crédito e distributivas que garantiram um período tanto curto como raro na história brasileira: a combinação de crescimento com melhora da distribuição de renda.

Este período de maior crescimento e maior inclusão social começa a ser revertido ainda no primeiro governo Dilma Rousseff, porém o golpe final em tal trajetória se dá no início do segundo Governo Dilma, com a gestão Joaquim Levy, que transformou uma estagnação econômica em 2014 numa profunda crise em 2015, graças a decisões de política econômica extremamente equivocadas.

Tal crise leva a uma esperada deterioração de vários indicadores macroeconômicos e mais especificamente indicadores fiscais de déficit e dívida públicas. Estes são resultado do ciclo econômico, ou seja: déficit e dívida em proporção do PIB se elevam quando a economia entra em recessão. A virada política e ideológica que acompanhou a queda da presidenta Dilma Rousseff

---

<sup>2</sup> A demonstração de como esta diferença de produtividade dos distintos subsistemas da economia brasileira afeta o nível agregado de produtividade renda per capita pode ser vista em Furtado (2009), cap. 25.



acabou se valendo de tal deterioração para difundir um diagnóstico equivocado de que haveria uma dramática “crise fiscal”, criada por política excessivamente expansionista do governo Dilma Rousseff.

Equivocado ou não, o fato é que a virada conservadora que se inicia no segundo governo Dilma e se radicaliza a partir do seu *impeachment* acaba pavimentando o caminho político para um período de forte contenção fiscal e baixo crescimento, baseado em uma reedição mais intensa de resultados já observados no período anterior de políticas neoliberais.<sup>3</sup>

Esta nota pretende mapear tal cenário pouco otimista esmiuçando, inicialmente, os equívocos da política recente para num segundo momento apresentar alguns cenários possíveis da economia.

## 2. O MODELO DESENVOLVIMENTISTA QUE NUNCA EXISTIU E A VIRADA CONSERVADORA DE 2015

O ano de 2010 registrou uma taxa de crescimento do PIB de 7,5%, pouco comum para os padrões do desempenho da economia brasileira após a crise da dívida na década de 1980. Este valor, entretanto, num certo sentido é reflexo mais de um efeito estatístico, resultado de como o PIB é mensurado, do que propriamente um sinal de exuberância da economia, e reflete em boa medida o impacto da crise de 2008. A tabela abaixo ajuda a entender esse ponto. Esta crise levou a que no último trimestre de este ano e no primeiro trimestre de 2009 houvesse uma queda acumulada do PIB de quase 6% (calculado como trimestre contra trimestre anterior), tendo ocorrido o grosso desta queda ainda em 2008 (cerca de 4%). A partir do segundo trimestre de 2009 a economia passa a se recuperar a taxas trimestrais vigorosas (taxa média trimestral de cerca de 2,4%, também trimestre contra trimestre). Esses valores, entretanto, foram incapazes de gerar uma taxa anualizada de crescimento. Assim, a despeito do comportamento de recuperação a partir do segundo trimestre o ano de 2009 registra uma queda do produto de cerca de -0,1%.

Assim como 2009 foi “prejudicado” pelo efeito arrasto<sup>4</sup>, o dado de 2010 foi beneficiado pelo fato da economia já estar crescendo quando o ano começa. Para se ter uma ideia deste efeito, a média do crescimento trimestral em 2010 foi de 1,4% (contra cerca de 2,4% em 2009, como mencionado no parágrafo anterior) sendo esse crescimento menor a cada trimestre. Assim, chega-se a curiosidade estatística: 2010, um ano com taxas médias trimestrais de crescimento menores que 2009 apresenta um valor de crescimento anualizado muito maior que aquele do ano anterior! Uma forma de se eliminar tais efeitos estatísticos é pensarmos numa taxa média entre 2009 e 2010. Aí sim, teremos um valor de 3,4% de crescimento do PIB, que é precisamente a tendência observada no período Lula pós 2006.

<sup>3</sup> Existiria uma releitura do período neoliberal dos anos 1990 como bem sucedido em termos de crescimento econômico, o que, como mostrado na figura 1, é apenas uma releitura equivocada dos fatos verdadeiramente acontecidos. Também no período elevou-se o desemprego e o movimento de abertura da economia foi incapaz de produzir uma melhoria no comércio exterior, como, supostamente seria consequência de ganhos de eficiência e produtividade advindos de tal abertura.

<sup>4</sup> O Efeito Arrasto se refere ao fato de quando o PIB cai bastante no meio de um ano, ele arrasta para o ano posterior tais valores, e mesmo que o mesmo suba no decorrer do ano seguinte o patamar de comparação com o ano anterior já parte de um número reduzido. Por outro lado, se começa a haver uma recuperação econômica forte em meados de um ano, mesmo que no ano seguinte a economia não cresça o arrasto do crescimento do ano anterior (o valor inicial do PIB no ano posterior é maior que a média do ano anterior) garante um valor de crescimento positivo.

Tabela 1 Taxas de crescimento do PIB Trimestrais 2008 I – 2011 IV (variação contra o trimestre anterior)

	I	II	III	IV
2008	1,6	1,9	1,5	-4,0
2009	-1,6	2,0	2,5	2,5
2010	1,8	1,5	1,1	1,2
2011	1,1	1,2	0,0	0,3

Fonte: IBGE

O objetivo desta análise numérica tão detalhada é mostrar que apesar do dado de crescimento anual robusto, a economia, em 2010, já vinha desacelerando ao longo do ano e apresentava valores de crescimento médios trimestrais inferiores aos de 2009.

Entretanto, a despeito desta realidade concreta, formou-se um consenso, aí incluindo o governo, de que haveria um excessivo aquecimento da economia. Tal percepção foi reforçada pela elevação da taxa anual de inflação (medido pelo IPCA) de 4,31% em 2009 para 5,91% em 2010, afastando-se do centro da meta (na verdade chegando ao seu teto). A resposta a tal “consenso” foi a decisão do presidenta Dilma Rousseff de iniciar seu mandato implementando um pacote de arrocho fiscal e monetário<sup>5</sup>.

Seu efeito foi imediato. A taxa de crescimento médio do PIB trimestral em 2011 caiu para 0,6%, o que resulta numa queda forte do crescimento acumulado no ano, que chegou a 3,9%, quase metade do ano anterior. O desempenho do consumo também é medíocre, crescendo em média 0,6% por trimestre.

A desaceleração do crescimento aos olhos da administração pareceu excessiva e em 2012 buscou-se reverter tal tendência com uma política monetária mais agressiva e algumas políticas fiscais de incentivo, através de isenções, aos setores empresariais. A reversão da virada contractionista de 2011 não alcançou sucesso e em 2014 a economia estava em queda

Tal estratégia teve vários impactos negativos, entre eles uma consequência concreta que foi encerrar a fase de mais rápido crescimento do ciclo do Lula. Entretanto, alguns reflexos das interpretações do período acabaram por moldar, ou ao menos, reforçar o consenso conservador que passa a ser dominante a partir de 2015.

Firmou-se uma ideia de que teria havido uma nova matriz de política econômica composta de elementos desenvolvimentistas, dentre eles um relaxamento da política fiscal mais rígida do governo Lula. Na verdade, a taxa de crescimento do gasto agregado do governo federal no governo Dilma esteve abaixo daquela registrada no período Lula, porém os resultados fiscais agregados acabaram ficando tendencialmente deficitários por conta, inicialmente, da desaceleração do crescimento do PIB, e depois de sua forte queda, o que reduziu de forma substancial a arrecadação tributária<sup>6</sup>.

O surgimento de um déficit público nominal muito elevado em 2015 por razões absolutamente conjunturais (devido ao pagamento de uma carga de juros elevada em razão de onerosos *swaps* cambiais) acabou traçando um quadro ainda mais dramático para os que queriam aplicar o ajuste fiscal.

<sup>5</sup> Uma discussão sobre os equívocos deste arrocho pode ser vista em Serrano e Summa (2012).

<sup>6</sup> Ver Orair e Gobetti (2015) e Bastos, Rodrigues e Lara. (2015).

A partir deste diagnóstico absolutamente circunstancial, ou seja, utilizando parâmetros de certa forma deteriorados pela situação econômica geral, consolidou-se a percepção de um quadro muito negativo para a trajetória do déficit e da dívida pública.

Assim o governo buscou em 2015 repetir o “êxito de 2003” sem levar em consideração o que deveria significar o qualificativo “êxito” e sem avaliar se as condições conjunturais de 2015 seriam semelhantes às aquelas de 2003.

Como apresentado em Bastos e Lara (2015), a política contracionista de 2003 reverteu uma tendência de crescimento econômico, derrubando a taxa de crescimento do PIB do ano anterior a quase sua metade, e através de uma política de valorização cambial (e acessoriamente de desemprego, que limitaria o repasse da inflação passada com efeitos negativos sobre o salário real) reduziu a inflação. Contudo em 2015, como a economia já vinha numa trajetória de contração, o ajuste fiscal conjugado com choque de tarifas e choque inflacionário acabou jogando-a numa profunda recessão.

Vale notar que, ao contrário de 2003, os elementos mais fundamentais de combate à inflação não estavam presentes. Em 2003 o governo usou a combinação taxa de juros e valorização cambial para desacelerar a inflação, após um período de forte desvalorização cambial em razão da política monetária do governo FHC. Em 2015 o diagnóstico de atraso cambial, associado à existência de um déficit de transações de do XX PIB, levaram o governo a adotar uma política de desvalorização, que acelerou ainda mais a inflação. Pelo lado de tarifas o governo optou por um realismo tarifário que buscava reverter uma política de contenção do preço dos combustíveis e repassar o efeito de uma forte e prolongada estiagem sobre a tarifa elétrica.

Logo, se por um lado as medidas efetivas governamentais apenas aprofundariam a recessão, as condições estruturais externas, presentes em 2003, não existiam em 2015. Basicamente nenhum superciclo de *commodities* ocorreu em 2015 e nem algumas condições propícias para expansão do crédito ao consumo.

Jogar a economia numa recessão profunda por outro lado cria outros problemas inerentes a esta própria decisão. O investimento despenca aprofundando ainda mais a recessão, e a ampliação da capacidade ociosa a níveis elevados retardada a retomada do próprio investimento. Isso sem falar no aspecto microeconômico de não modernização da estrutura produtiva numa conjuntura de contínuo avanço das forças produtivas no contexto mundial.

A queda do emprego e do salário compromete também a retomada do consumo corrente e mesmo do consumo de duráveis, fortemente relacionado com o crédito. Dessa forma a carga por retirar a economia da recessão cabe primordialmente ao setor público num período em que o déficit é necessariamente elevado, bem como elevada é também a razão dívida PIB.

É nesse quadro conjuntural extremamente negativo - não apenas do ponto de vista concreto como também de orientação de política econômica - fruto de uma interpretação equivocada que serviu de base para um consenso fiscalista conservador, que temos de considerar as possibilidades futuras da economia brasileira.

### 3. AS PERSPECTIVAS FUTURAS DA ECONOMIA BRASILEIRA

Para analisarmos as perspectivas de crescimento em um horizonte de médio prazo temos de examinar individualmente os componentes de demanda agregada.

Para fazê-lo é preciso, inicialmente, dividir os componentes em duas grandes categorias de acordo com suas peculiaridades. Essas duas grandes categorias se referem à forma de interação dos componentes da demanda com o conjunto da economia:

**Componentes Induzidos:** Consumo induzido, Investimento privado em máquinas equipamentos e estruturas.

**Componentes autônomos:** Consumo financiado a crédito, Gasto Público, Exportações, Construção Residencial.

Os primeiros elementos representam grandezas que são influenciadas pela renda corrente, no caso do consumo induzido (normalmente o consumo corrente de bens não duráveis e serviços pessoais), ou a expectativa de renda futura, no caso do investimento em máquinas e equipamentos pelo setor privado<sup>7</sup>. Ou seja, estas variáveis mais dependem da trajetória do PIB que são determinadas por este no médio prazo.

Já os componentes autônomos são aqueles cuja decisão de gasto independe da renda corrente e normalmente são financiados pela criação de poder de compra, crédito *ex nihilo* (ou seja, criado pelo sistema financeiro a partir da demanda do setor privado). Assim, o exame dos componentes de demanda autônoma será aqui desenvolvido como elemento central para examinarmos as condições de crescimento no médio prazo. Num segundo momento mencionaremos também os efeitos que mudanças nos padrões de consumo corrente e mesmo da propensão a investir podem gerar sobre o produto no curto prazo.

Voltando às características que distinguem a trajetória da economia depois dos choques contracionistas de 2003 e 2015, um elemento muito importante foi o comportamento do setor externo e, particularmente, das exportações. O quadro abaixo, em que Fevereiro (2016)<sup>8</sup> faz uma desagregação do crescimento para o período de 2003 a 2010, nos ajuda a compreender a trajetória dos componentes de demanda que explicam o crescimento no período.

---

<sup>7</sup> Ver para explicação do investimento induzido Serrano (2001) e Serrano (2006)

<sup>8</sup> O crescimento econômico pode ser desagregado nas taxas de crescimento de seus componentes (consumo, gasto do governo, exportações e investimento) ponderado pela participação destes componentes no total do produto. O leitor não familiarizado com este tipo de exercício poderia pensar em uma média ponderada, no qual o efeito de cada componente sobre um resultado final depende do seu peso no total. O trabalho de Fevereiro (2016) faz uma estimativa mais sofisticada que a usual ao usar o efeito dos componentes de gasto descontado os gastos de importação (logo gastos que vazam para o exterior) dentro de uma abordagem teórica do Supermultiplicador Sraffiano (ver Freitas e Serrano (2007); e para uma discussão ainda mais aprofundada, Freitas e Serrano (2015).

Tabela 2. Contribuição ao crescimento

	Consumo das famílias (em p.p.)	Consumo do governo (em p.p.)	Formação bruta de capital (em p.p.)	Exportações (em p.p.)	(%) PIB
2003	-0,24	0,36	-0,28	1,3	1,14
2004	2,08	0,71	1,16	1,8	5,76
2005	2,2	0,34	-0,62	1,29	3,2
2006	2,12	0,6	0,83	0,4	3,96
2007	2,93	0,66	1,84	0,64	6,07
2008	3,06	0,3	1,71	0,02	5,09
2009	2,78	0,58	-2,67	-0,81	-0,13
2010	2,42	0,61	3,65	0,84	7,53

Fonte: Fevereiro 2016

Em 2003, reagindo à política contracionista monetária, e também aos efeitos da inflação sobre o salário real, o consumo agregado (autônomo e induzido) sofre uma queda expressiva, que é seguida pelo investimento, que como dissemos, é induzido pelo estado da economia no período corrente<sup>9</sup>.

Vemos também que a despeito de uma política contracionista em nível Federal, que incidiu principalmente sobre o investimento público e menos sobre o consumo, no agregado (somando-se Estados e Municípios) o consumo do governo contribuiu de forma positiva, ainda que de maneira muito modesta, para o crescimento da economia.

Assim coube ao crescimento das exportações, favorecidas pelo início do “superciclo de *commodities*”, garantir algum crescimento, num contexto de mau desempenho dos componentes de demanda doméstica. Pode-se perceber que o crescimento só se torna robusto quando os componentes de demanda interna se recuperam e que aos poucos a demanda externa vai perdendo sua força e relevância. Aliás, esta é uma incompreensão usual na interpretação do crescimento do período. Este não foi fruto direto do super ciclo de *commodities*, mas, num certo sentido, iniciado por ele, o que através do relaxamento da restrição externa (tanto pelo lado do balanço comercial como pelo fluxo financeiro), permitiu que as políticas expansionistas domésticas não causassem problemas de balanço de pagamentos. Ou seja, o relaxamento da restrição externa permitiu que políticas expansionistas domésticas não encontrassem no financiamento externo um obstáculo intransponível.

Entretanto, essa não era a realidade em 2015 e continua não sendo hoje.

Todas as análises de perspectivas internacionais apontam para um período, nos próximos anos, de, no máximo, moderado crescimento<sup>10</sup>. O intenso debate sobre o *decoupling*<sup>11</sup> da trajetória dos países em desenvolvimento em relação aos desenvolvidos, hoje parece arrefecido pela tendência de menor crescimento da China. Ou seja, o Brasil dificilmente poderia contar com

<sup>9</sup> Infelizmente neste trabalho não está desagregada a construção civil, que nas contas nacionais se encontra incluída no total dos Investimentos. Entretanto, particularmente esta questão não é relevante em 2003, posto que a construção residencial também se encontrava bastante desaquecida. Para uma desagregação do Investimento em seus distintos componentes neste período ver Míguez (2016).

<sup>10</sup> Ver por exemplo UNCTAD (2016).

<sup>11</sup> Sobre este debate, ver Medeiros, Freitas e Serrano (2015).

uma segunda benesse em termos do crescimento do valor de suas exportações como resultado do mesmo fenômeno ocorrido na primeira década do Século XXI.

Por outro lado, imaginar que o estabelecimento de um câmbio competitivo, como advogam os neodesenvolvimentistas, será suficiente para fazer com o que o país avance no comércio exterior, ganhando *market share* em setores mais dinâmicos e assim aumentando suas exportações a despeito de uma desaceleração do comércio internacional é certamente uma visão que carece de base empírica mais sólida<sup>12</sup>.

Um avanço na inserção do Brasil no comércio exterior demanda um movimento, tanto de aumento da complexidade da estrutura produtiva doméstica e especificamente industrial, quanto de se buscar uma inserção dinâmica dentro de cadeias produtivas, que é a forma como, hoje, se organiza o comércio internacional. Obviamente, ambas estratégias podem ser tentadas, mas a partir dos sinais emitidos por autoridades do Governo Temer, e mesmo pelos partidos políticos mais representativos, essa não parece ser uma agenda prioritária. O pensamento dominante neoliberal, ecoado por parcela majoritária dos órgãos formadores de opinião, parece apostar suas fichas, para gerar avanço econômico, em “reformas microeconômicas”. Tais reformas ao desregular leis trabalhistas, simplificar a estrutura tributária, limitar a intervenção do BNDES, eliminar políticas industriais verticais e corrigir supostas distorções estruturais no setor público criariam um ambiente virtuoso para o crescimento.

A política externa defendida por estes mesmos grupos políticos, por outro lado, parece sempre apontar para um alinhamento mais direto com os EUA, o que certamente não tornaria mais fácil nossa inserção em etapas produtivas mais “nobres” das cadeias produtivas de valor. Por outro lado, é forçoso reconhecer, que a experiência de natureza supostamente mais intervencionista dos governos do PT fracassaram no que diz respeito a um maior avanço na estrutura produtiva industrial. Não se pode afirmar que as políticas de conteúdo nacional na área de petróleo tenham alcançado os *spill overs* desejados para a indústria metal mecânica ou química. Também seria difícil defender que as políticas de fomento do BNDES tiveram, também, um impacto substancial sobre setores produtivos mais modernos. A elevação dos coeficientes de importação em tais setores, principalmente após 2009, e o desempenho, tanto em termos de exportação como mesmo da produção para o mercado doméstico, em tais setores pintam um quadro de baixo dinamismo para nossa indústria.

Mesmo uma aproximação maior com blocos alternativos de interesse geopolítico e geoeconômicos, como o caso das negociações com o bloco dos BRICS durante os governos do PT, ainda que com diferentes intensidades entre 2003 e 2015, não foi capaz de gerar acordos mais vantajosos visando uma inserção dinâmica em cadeias internacionais de produção. Vale anotar, também, que os incentivos dados ao setor privado na forma de desonerações não surtiram efeito no sentido de ampliar o emprego, ou pelo menos mitigar as demissões, ou mesmo melhorar o desempenho exportador. A experiência de *supply side economics* do governo Dilma, como esperado fracassou.

Em resumo: a experiência histórica não autoriza que se possa esperar que uma política menos intervencionista, do tipo neoliberal, resulte numa melhora na inserção do comércio internacional além de ser difícil prever que este vá sofrer um novo ciclo de aceleração que beneficie as exportações de *commodities*. Por outro lado, os ensaios na primeira década do século XXI de

<sup>12</sup> Para observações sobre o tema, ver Bastos e Ferraz (2014); e Fiorito, Guaita e Guaita (2014).

maior ativismo de política comercial e industrial não foram bem sucedidos, sinalizando a necessidade de uma reflexão mais ampla quanto ao seu desenho. Assim, somados todos estes elementos é difícil esperar que as exportações contribuam de forma expressiva para o crescimento do produto no horizonte de médio prazo. Esperar uma contribuição em torno de 0,5, certamente inferior a, 1 ppt parece ser uma avaliação realista.

O segundo componente de demanda autônoma, o gasto público tem uma perspectiva de trajetória ainda menos auspiciosa. Neste caso, não por qualquer razão ligada a fatores estruturais fora do nosso controle como a evolução da economia mundial, mas por uma auto imposta limitação através da PEC 55. Na verdade, em termos de prospecção de crescimento, a PEC 55 apresenta uma “facilidade”: garante ao estudioso que a contribuição ao crescimento de 0 (zero) ppt do setor público, posto que sua variação anual, por decreto, tenderá a zero.<sup>13</sup> Restariam ainda os gastos de Estados e Municípios. Entretanto, dadas as limitações institucionais para o endividamento de entidades subnacionais, e mesmo o papel mais limitado que parece se desenhar para os Bancos Públicos<sup>14</sup>, os gastos de unidades subnacionais estariam desprovidos de um caráter autônomo (ver nota 12) passando a ter uma natureza mais induzida, dependendo do próprio crescimento da economia. Ou seja: caso aumente a arrecadação tributária, via crescimento econômico, os estados e municípios gastariam mais, sendo o inverso também verdadeiro. Seriam gastos de natureza pró-cíclica, piorando ainda mais o desempenho da economia caso houvesse uma tendência à retração agregada. É interessante notar, que tal situação geraria um crescimento relativo maior do gasto público subnacional frente ao federal, colocando interessantes questões de natureza política. Neste sentido, as negociações com o Governo Federal no final de 2016, início de 2017, para a solução da crise fiscal do Rio de Janeiro, parecem apontar para uma tentativa de generalização de tetos reais para gasto, os quais estenderiam a unidades subnacionais a contribuição zero ao crescimento e evitariam que, tendencialmente, os gastos estaduais e municipais fossem crescendo de relevância *vis-à-vis* aos do governo central.

Chegamos agora ao consumo privado que, como visto da tabela 1, é o componente mais expressivo de contribuição ao crescimento. Aqui cabem alguns esclarecimentos: o primeiro é que esta variável incorpora tanto o consumo de caráter induzido quanto o autônomo. Para determinação da taxa de crescimento no longo prazo a variável central é o consumo autônomo uma vez que esta é independente do crescimento corrente da renda. Entretanto, no curto prazo, uma mudança na distribuição pode acelerar o consumo induzido e assim elevar o próprio crescimento da economia. Este foi o caso da economia brasileira, na segunda metade da primeira década do século XXI quando através de alguns avanços no mercado de trabalho e substanciais ganhos no valor real do salário mínimo houve uma melhoria da distribuição da renda (seja ela funcional ou pessoal) e com esta uma expansão quantitativa do consumo das camadas de mais baixo poder aquisitivo além de importantes mudanças estruturais em termos de padrão de consumo<sup>15</sup>. Neste caso quando vemos a taxa agregada da contribuição do consumo, tal como

<sup>13</sup> Há uma possibilidade de alteração desta política quando em 10 anos ocorrer uma revisão deste projeto de Lei, quando o congresso poderá “indexar” o crescimento do gasto público a outro indicador, como o crescimento do PIB per capita. Entretanto, mesmo esta alteração não traria de volta o caráter autônomo do gasto público que passaria, num cenário otimista, a ser induzido pelo crescimento da renda per capita.

<sup>14</sup> Como os Estados não podem se financiar com dívida mobiliária junto ao público, sua forma de obtenção de créditos para investimento passou a depender de empréstimos de bancos públicos (BNDES, BB e CEF). Caso haja uma redução da atuação e mesmo dimensão dos bancos públicos esta fonte de recursos para os Estados minguará também.

<sup>15</sup> Para um tratamento neste fenômeno em vários de seus aspectos ver Medeiros (2015).

calculada por Fevereiro (2016), não é possível distinguir os dois fatores que estão, obviamente, misturados.

Entretanto, para nosso objetivo de prospecção futura a pergunta importante a se colocar é se tal trajetória de melhoria de distribuição de renda se desenha no horizonte de médio prazo.

A resposta, ainda que sujeita a muitas qualificações e que reflete uma conjuntura política muito instável a qual em grande medida aguarda uma definição mais clara que pode surgir com o resultado das eleições de 2018, é que não parece provável que tal movimento de melhoria da distribuição de renda e crescimento salarial, principalmente das frações de mais baixa renda se repita no horizonte de médio prazo. Por um lado a regra de reajuste de salário mínimo parece ser alvo de críticas por segmentos expressivos do espectro político. Por outro, um elemento muito importante para a melhoria da distribuição de renda, a Previdência Social, é objeto de reformas que buscam reduzir os benefícios para segurados. Assim, mesmo que não mude a regra geral de reajuste do mínimo o descolamento do pagamento de benefícios em relação ao mínimo terá um impacto importante em termos de renda disponível para os pensionistas que recebem até dois salários mínimos, um contingente que engloba mais de 80% dos beneficiários da previdência.

Ademais, o próprio baixo crescimento, ao criar um mercado de trabalho mais débil, contribui contra o aumento do poder de barganha dos trabalhadores e assim para expressivos ganhos salariais. As propostas de remoção de direitos trabalhistas, contidas nas propostas de reforma da CLT, compõem outro vetor que se soma a esta tendência de baixa expectativa de melhoria da distribuição de renda e assim alguma mudança no padrão do consumo induzido.

Restaria, o consumo autônomo financiado por crédito. Este é um tema ainda não tão explorado na literatura brasileira, mas sobre o qual, ainda assim, é possível fazer algumas considerações. A expansão do crédito depende de fatores de oferta, como taxas de juros, prazo dos contratos e inovações financeiras, e pelo lado da demanda, basicamente a renda corrente dos trabalhadores, ou seja, no agregado, a folha de salários da economia.

Como se sabe a economia brasileira é caracterizada por altas taxas de juros, não apenas dos juros básicos vigentes para as instituições financeiras no interbancário (Selic) como, muito mais importante em termos de consumo, na ponta do tomador final. Neste caso, *spreads* expressivos tornam as variações da SELIC pouco relevantes, em termos de dimensão da variação da SELIC e do *spread* para o tomador final. Por exemplo a variação de 0,75 ppt, é relevante no total dos juros básicos de digamos, 12%, mas são parcelas diminutas em juros como de cartão de crédito, cheque especial, ou mesmo, na média dos *spreads*, situada em torno de 40%.

Em relação a variável *spread* bancários haveria uma justificada expectativa para a sua redução substancial no médio prazo? Se a experiência pregressa serve como farol dos acontecimentos futuros, é difícil acreditar que alguma forma de exacerbação da competição interbancária levará a isto<sup>16</sup>. Ademais, há um fator que torna ainda mais complicado tal fato acontecer. Um instrumento para “forçar” a redução de *spreads* seria uma atuação mais agressiva dos bancos públicos, como foi tentada algumas vezes tanto no governo Lula como Dilma Rousseff. Se, de fato, a diminuição do papel dos bancos públicos faz parte do horizonte das propostas de forças políticas com influência no cenário atual, tal instrumento de política econômica se perde definitivamente.

Quanto às inovações financeiras, é difícil fazer uma estimativa, posto que como diz o nome dependerá da combinação da “criatividade” dos agentes financeiros e do afrouxamento/mudan-

<sup>16</sup> A insuspeita avaliação do FMI mostra que este não foi historicamente competitivo. Ver Belaisch (2003).



ças na regulação da autoridade monetária. Mais uma vez a história recente registra o importante impacto, para a retomada do crédito ao consumo na economia brasileira, da criação do mecanismo do crédito consignado, durante a segunda metade da primeira década do século XXI. Também não há porque se duvidar que possa haver uma expansão dos prazos médios de concessão de crédito o que é fundamental para o aumento de sua demanda. Entretanto, a primeira variável é de difícil estimativa prospectiva, e a segunda de impacto relevante, mas não tão grande a ponto de gerar um ciclo de crédito *per si*.

Por isso é importante observar o comportamento do crédito no período de desaceleração do segundo governo Dilma para tentarmos buscar alguma luz sobre as perspectivas futuras.

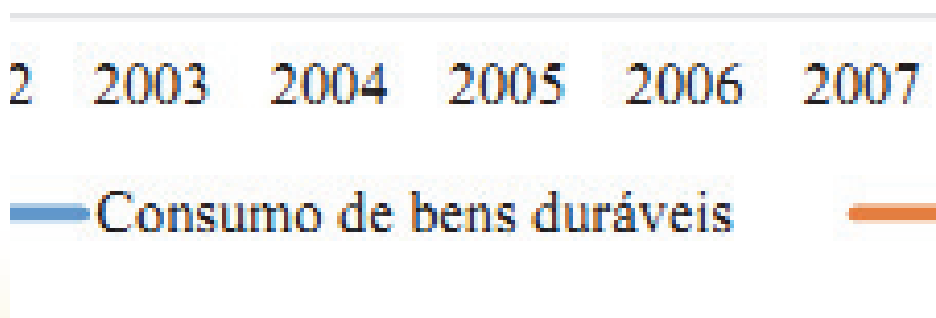
Como se vê nas figuras abaixo o processo de crescimento das liberações de crédito para as pessoas físicas sofre um processo de estabilização que tem como consequência direta a queda do consumo por duráveis e assim uma desaceleração do consumo agregado que marcou o período.

Gráfico 2. Concessões a Pessoa Física com Recursos Livres (Acumulado no trimestre – ajustado por dias úteis – R\$ bilhões de 2014 – deflacionado pelo INPC)



Fonte: Guimarães (2016)

Gráfico 3. Concessões bancárias e consumo de bens duráveis (Variação real anual - %)



Fonte: Guimarães (2016)

Vale notar que neste período contribuiu ainda um fator importante pelo lado da demanda, o crescimento da massa salarial, ou seja, certamente alguns elementos relacionados à capacidade/propensão das famílias à acumulação de estoque de dívida contribuíram para arrefecer seu crescimento.

Um ponto relevante é o ponto de partida em termos de estoque de dívida, ou seja, o crescimento vigoroso do crédito pós 2004 em boa medida se valeu de um patamar de endividamento muito reduzido em que se encontravam as famílias. Este aspecto positivo, ao menos no médio prazo não deve favorecer a expansão do crédito a partir de agora. Como se vê pelos gráficos já houve o crescimento do estoque de dívida, e ainda que não se possa afirmar que as famílias estejam passando por um período de desalavancagem, é razoável afirmar que não se encontram em um nível de endividamento tão baixo que sugira o limiar de uma forte expansão de novos empréstimos, e assim de expansão do consumo de privado, mesmo que haja alguma queda dos *spreads* e ampliação dos prazos. É claro que quanto mais se expande o período de estudo, mais complexos e menos triviais se mostram tais análises, devendo se ter alguma reserva para prever ciclos de crédito em prazos mais dilatados.

Um componente importante do investimento privado, a construção civil, segue em geral esta mesma trajetória do crédito em geral, devendo-se adicionar um elemento específico. A menos que ocorra algum tipo de inovação financeira substancial (como foi o caso da extensão de empréstimos de forma muito liberal à tomadores *subprime*, como ocorreu nos EUA ante de 2008) o mercado imobiliário no Brasil tem uma séria limitação na distribuição de renda da população. Em outras palavras, o percentual restrito da população que pode arcar com um financiamento imobiliário de elevado valor unitário, e que exige contrapartidas de renda e riqueza mais sólidas, não sinaliza para a perspectiva de uma expansão da construção civil residencial como um vetor de crescimento no médio prazo. Vale ressaltar que tal expansão seria favorecida por um crescimento mais vigoroso da renda dos trabalhadores e do emprego, ou ainda da expansão de subsídio para os compradores de mais baixa renda, opção que não se vislumbra no cenário atual.

Finalmente cabe aqui uma pequena palavra sobre o comportamento do Investimento no período recente e suas perspectivas para o período futuro. Do ponto de vista do investimento público as perspectivas são extremamente pessimistas dadas, como mencionado acima, a camisa de força imposta pela PEC para o Governo Federal e uma eventual limitação de crédito pelos Bancos Públicos aos governos subnacionais. Já o investimento privado, como o consumo induzido, por responder a trajetória da renda não pode ser um elemento que puxará o crescimento no médio prazo. Entretanto, caso ocorresse uma mudança de patamar do crescimento do produto, este movimento causaria um ajuste para cima do investimento que no momento que ocorrer implicará em uma aceleração do próprio crescimento agregado. Aliás, este fato é confirmado pelos dados de investimento do período recente, o qual acompanhou de forma esperada o crescimento do produto, confirmando o mecanismo de funcionamento do acelerador do investimento quando se eleva o crescimento e a expectativa que este se mantenha no futuro. O que talvez tenha transmitido uma falsa impressão de “fraca” resposta do investimento agregado à variação efetiva/esperada da demanda foi a própria variação da demanda no período pós 2011. O investimento cresceu vigorosamente até 2011 reagindo como esperado à aceleração do crescimento da economia. Com a sua desaceleração, em boa medida consequência das medidas tomadas em 2011 pelo governo Dilma Rousseff, ainda que defasadamente, o investimento inicialmente desacelera e depois despenca.

## 4. OBSERVAÇÃO FINAL

No quadro pintado acima, tem-se uma perspectiva no máximo conservadora para o crescimento do produto nos próximos anos. A principal fonte de crescimento, consumo doméstico, tomada a decomposição do crescimento acima e mantidas as tendências atuais, não parece apresentar uma expectativa de forte crescimento seja pelo lado da melhoria da distribuição de renda e elevação do salário real, seja pela expansão do crédito. Uma redução pela metade das taxas registradas no período expansivo de 2006 até 2010 parece uma estimativa razoável.

O gasto público, quase que por decreto, terá contribuição quase nula, salvo o crescimento induzido do gasto de Estados e Municípios.

As exportações não contam, a partir do quadro atual, nem com o avanço da inserção do país em mercados mais dinâmicos nem com um crescimento mundial que justifique uma expectativa de crescimento muito elevado de demanda por *commodities*.

O investimento público está limitado pela PEC e o privado responde ao próprio crescimento, sendo que para que se acelere depende de uma mudança da própria taxa de crescimento, cenário de baixa probabilidade, segundo nossa análise.

Feitas estas considerações talvez as estimativas contidas em documentos oficiais, de crescimento de 2,5% ao ano, que mais ou menos representa a média desde a crise da dívida nos anos 1980 até a aceleração do período do Governo Lula, sejam muito otimistas. Ao menos nos próximos anos. Já numa perspectiva de 20 anos, como reflexo de uma tendência histórica pode ser tomada como um *benchmark* aceitável.

Esse número representa um desempenho medíocre, ainda mais comparado ao crescimento esperado de outras economias em desenvolvimento. Para uma sociedade com graves dívidas sociais a saldar é também preocupante. Ainda mais porque a solução de tais problemas passa necessariamente por uma atuação mais ativa do Estado, perspectiva que está sendo legalmente vedada pela PEC 55 e política e ideologicamente atacada pelo consenso que se formou sobre a grave crise que se inicia em 2015.

Vale ressaltar, que como mencionado anteriormente, todas estas considerações se baseiam na conjuntura política atual, que é bastante volátil. O próprio aprofundamento da crise, que provavelmente ocorrerá em 2017, ou na melhor das hipóteses uma manutenção das condições muito negativas de emprego, renda e outros indicadores sociais em 2016, levarão a sociedade a discutir alternativas durante o pleito de 2018. Este será certamente um momento crucial para validar ou não as perspectivas pessimistas contidas nesta nota.

## ANEXO: ESTIMATIVAS DE TRAJETÓRIA FISCAL

As correntes no debate público que defendem medidas de contenção fiscal, sejam de curto prazo ou estruturais, costumam argumentar que tal ajuste é uma questão relativamente simples e meramente “aritmética”. Nessa breve nota procuramos mostrar que o comportamento das variáveis econômicas é bastante complexo dependendo de determinações não apenas estritamente econômicas como também sociais num sentido mais amplo, políticas domésticas e geopolíticas. A interação entre variáveis também não é simples e, ademais, depende das características teóricas do modelo adotado, ou seja, distintas relações de causalidade que derivam de diferentes formas de entendimento de como funciona uma economia de mercado<sup>17</sup>.

Assim, modelos aritméticos muito simples na verdade devem assumir uma série de componentes, ou variáveis, como dadas para gerar seus resultados. Ao assumir estes parâmetros como dados, para gerar resultados concretos, perde-se a maioria das correlações relevantes entre as variáveis econômicas, como por exemplo, o impacto do gasto público sobre o crescimento, arrecadação tributária, etc... Por esta mesma razão os resultados de simulação simples são fortemente dependentes dos parâmetros que informam os cálculos algébricos. Logo cenários altamente pessimistas dependem fortemente de valores específicos para os parâmetros utilizados.

Partindo da Restrição Orçamentária do Governo podemos descrever a trajetória da dívida em proporção do PIB, dado que:

$$(g-t) + rd_{t-1} = \Delta d$$

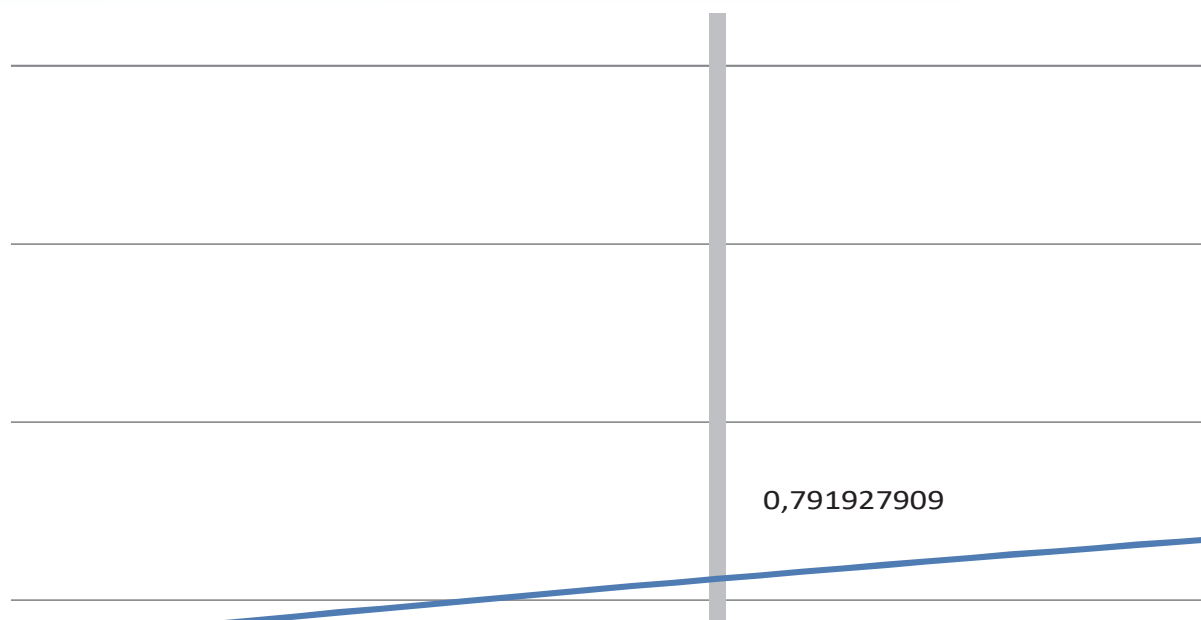
Onde as variáveis estão em proporção do PIB (gasto público (g), receita tributária (t), dívida (d)). Utilizamos a taxa de juros real (r) e supomos que a variação do financiamento monetário é nula.

Tomando como valor inicial da Dívida Pública de 75% do PIB e um déficit primário de 1% do PIB, juros sobre a dívida pública de 6% e crescimento de 2,5% do PIB, de fato temos uma trajetória explosiva da dívida pública como mostra o gráfico abaixo (estando a relação dívida PIB no eixo Y e o número de anos no X):



<sup>17</sup> Certamente o tema é bastante complexo mas para o leitor que tenha pouca familiaridade com as diferentes escolas de pensamento recomenda-se como texto introdutório Garegnani e Petri (1989)

Entretanto, se mudarmos apenas dois parâmetros, reduzirmos esta elevada taxa de juros à metade e elevarmos o crescimento para 4%, em média, ao ano, teremos uma trajetória perfeitamente sustentável, com a dívida levando quase 60 anos para atingir um patamar inferior a 90% do PIB:



Esse simples cálculo algébrico mostra que o nível de juros que incide atualmente sobre a dívida somado ao baixo crescimento gera uma trajetória de dívida que só é mitigada com a geração de substanciais superávits primários, que a parte de seus impactos sobre o gasto público social, podem ter um efeito depressivo sobre o próprio crescimento.

Obviamente que os parâmetros utilizados são reflexo de decisões de política econômica, sendo, um dos mais importantes, como mostra a simulação, o nível da taxa de juros real. O crescimento econômico também é variável crucial, e para tanto, dadas as condições descritas nesta nota, a elevação do gasto público é fundamental. Como pode haver uma defasagem entre o aumento dos gastos e a resposta dos outros componentes de demanda agregada, ou seja o multiplicador do gasto não ser inicialmente e muito intenso, o gestor de política econômica que quer evitar expansão do déficit e da dívida tem a seu dispor uma combinação de elevação de gasto e de tributação sobre os agentes de maior propensão a poupar. Este tipo de opção foi sugerido teoricamente pelo ganhador do Premio Nobel Trygve Haavelmo, no seu artigo seminal Multiplier Effects of a Balanced Budget.

## 5. REFERÊNCIAS

- Bastos, C. e Ferraz, F. (2014) “Taxa de câmbio real e comércio exterior: uma revisão crítica da abordagem novo desenvolvimentista”. XIX Encontro Nacional de Economia Política, Florianópolis, SEP, jun. 2014
- Bastos, C. e Lara, F. (2015) “2015: o novo 2013?”. In: Austeridade para quem? Balanço e perspectivas do governo Dilma Rousseff. Org. Luiz Gonzaga de Mello Belluzzo e Paulo Zahluth Bastos – São Paulo: Carta Maior; Friedrich Ebert Stiftung, pp. 103-12, 2015.
- Bastos, C.; Rodrigues, R. e Lara, F. (2015) “As finanças públicas e o impacto fiscal entre 2003 e 2012: 10 anos de governo do Partido dos Trabalhadores”. Ensaio FEE, Porto Alegre, v. 36, pp. 675-706, dez. 2015.

- Belaisch, A. (2003) “Do Brazilian Banks Compete?” International Monetary Fund (IMF), Working Paper No. 03/113, may 2003.
- Fevereiro, J. (2016) “Nota técnica - Decomposição da taxa de crescimento do PIB pelo lado da demanda: uma metodologia alternativa”. Carta de Conjuntura, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, Diretoria de Estudos e Políticas Econômicas, Grupo de Análise e Previsões, Rio de Janeiro, 2016.
- Freitas, F. e Serrano, F. (2007) “El supermultiplicador Sraffiano e el Papel de la Demanda Efectiva em los Modelos de Crecimiento.”, *Circus*, v. 1, pp. 19-35, 2007.
- Freitas, F. e Serrano, F. (2015) “Growth Rate and Level Effects, the Stability of the Adjustment of Capacity to Demand and the Sraffian Supermultiplier.” *Review of Political Economy*, vol. 27, pp. 258-281, nov. 2015
- Fiorito, A.; Guaita, N. e Guaita, S. (2014) “Neodesarrollismo y el tipo de cambio competitivo”. 42º Encontro Nacional de Economia (Anpec 2014), Natal, dez. 2014.
- Furtado, C. (2009) “Formação Econômica do Brasil”. Edição comemorativa: 50 anos, São Paulo, Companhia das Letras, 2009.
- Garegnani, P. e Petri, F. (1989) “Marxismo e teoria econômica hoje”, in: *História do Marxismo, XII: O Marxismo hoje*, Rio de Janeiro: Paz e Terra, 1989.
- Guimarães, D. (2016) “Crédito às famílias no Brasil (2004-2014): uma análise descritiva e um estudo de sua sustentabilidade”. Monografia (Trabalho de conclusão de graduação), Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, abr. 2016.
- Medeiros, C. (2015) “Inserção externa, crescimento e padrões de consumo da economia brasileira”. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, Brasília, 2015.
- Medeiros, C.; Freitas, F. e Serrano, F. (2015). “Regimes de política econômica e o descolamento da tendência de crescimento dos países em desenvolvimento”. *Revista Política Social e Desenvolvimento*, Série Especial: Austeridade Econômica e Questão Social, out. 2015.
- Miguez, T. (2016) “Evolução da formação bruta de capital fixo na economia brasileira 2000-2013: Uma análise multissetorial a partir das matrizes de absorção de investimento (MAIS).” Tese (doutorado), Universidade Federal do Rio de Janeiro, Instituto de Economia, Programa de Pós-Graduação em Economia da Indústria e da Tecnologia, 2016.
- Orair, R. e Gobetti, S. (2015) “Flexibilização fiscal: novas tendências e desafios”. Texto para discussão n. 2132, Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada, Brasília: Rio de Janeiro, Ipea, set. 2015.
- Serrano, F. (2001) “Acumulação e Gasto Improdutivo na Economia do Desenvolvimento”. In: *Polarização Mundial e Crescimento*, Orgs. Fiori, J. L. e Medeiros, C. A. , Petropolis, Editora Vozes, 2001.
- Serrano, F. (2006) “Notas sobre o ciclo, a tendência e o supermultiplicador.” IE-UFRJ, disponível em: [www.franklinserano.files.wordpress.com](http://www.franklinserano.files.wordpress.com)
- Serrano, F. e Summa, R. (2012) “A desaceleração rudimentar da economia brasileira desde 2011”. *Revista Oikos*, Rio de Janeiro, v. 11, n. 2, pp. 166-202, 2012.
- The Maddison Project Database, (2013) Disponível em: <http://www.ggdc.net/maddison/maddison-project/home.htm>, 2013 version.
- UNCTAD (2016) “Trade and development report, 2016”. Report by the secretariat of the United Nations Conference on Trade and Development, New York and Geneva, 2016.