

Secretaria da Fazenda do Estado do Rio Grande do Sul
Tesouro do Estado
Divisão de Estudos Econômicos e Fiscais e Qualidade do Gasto

**Análise da conjuntura econômica brasileira em 2015-2018 e
perspectivas para 2019-2022**

Fernando Maccari Lara¹

TEXTOS PARA DISCUSSÃO TE/RS Nº 15

Dezembro/2018

Publicação cujo objetivo é divulgar resultados de estudos direta ou indiretamente desenvolvidos pelo Tesouro do Estado, ou de interesse da instituição, os quais, por sua relevância, levam informações para profissionais especializados e estabelecem um espaço para sugestões e debates de ideias. Todas as contribuições recebidas passam, necessariamente, por avaliação de admissibilidade e por análise dos pares. As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade do(s) autor(es), não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do órgão.

¹ Analista pesquisador lotado na DEQG/TE, doutor em Economia e professor da Unisinos. E-mail: fernandol@sefaz.rs.gov.br.

Introdução

O quadro das finanças públicas estaduais tem sido, de modo geral, fonte de acentuada preocupação. O caso do Rio Grande do Sul é um dos mais emblemáticos e vem sendo alvo de investigação pelo Tesouro do Estado do RS. O trabalho intitulado “Perspectivas para as finanças públicas do RS no período de 2019 a 2025”, recentemente disponibilizado nesta série de Textos para Discussão, constituiu significativa qualificação no que diz respeito não só ao diagnóstico e projeções a respeito do tema, como também no que diz respeito à especificação das condições necessárias para o seu alívio e/ou equacionamento nos próximos anos.

De forma extremamente sintética, concorda-se aqui com Petry et al (2018) acerca de que (a) o equacionamento das finanças estaduais não depende exclusivamente de medidas que estejam sob deliberação a nível estadual; (b) o cenário considerado administrável a curto prazo inclui medidas que não resolvem definitivamente a questão, mas de certo modo transferem pesada carga para o médio prazo; (c) existe grande sensibilidade da arrecadação de receitas tributárias com respeito ao nível de atividade econômica.

Estas observações parecem suficientes para estabelecer a centralidade da conjuntura econômica e política a nível nacional no que diz respeito às possibilidades de equacionamento da situação fiscal do RS. Conforme observado, há elementos decisivos para este resultado que estão completamente fora do âmbito de deliberação estadual, como é o caso da suspensão dos pagamentos da dívida junto à União. Sem pretender reduzir ao campo da economia a lógica jurídica e política que governa o processo de deliberação e negociação a respeito da questão (como em geral ocorre com todas as questões federativas) parece certo que a conjuntura econômica em que se realizam afeta o seu andamento e possíveis resultados. Não fosse por esses elementos, sabe-se também que a taxa de crescimento da economia nacional é um determinante central para o ritmo de crescimento das receitas tributárias estaduais², razão pela qual as previsões sobre o comportamento desta variável são peça central para a qualidade das projeções sobre as finanças estaduais como um todo.

Parece justificar-se, dessa forma, o propósito desse texto: oferecer alguns elementos para análise de conjuntura econômica brasileira que possam qualificar a definição dos cenários relativos ao crescimento econômico no próximo quadriênio, subsidiando assim os estudos e projeções sobre a situação fiscal do estado. Nesse texto, a análise se limita às questões relativas ao nível de atividade e à taxa de crescimento econômico. Não se discute por exemplo as questões relativas

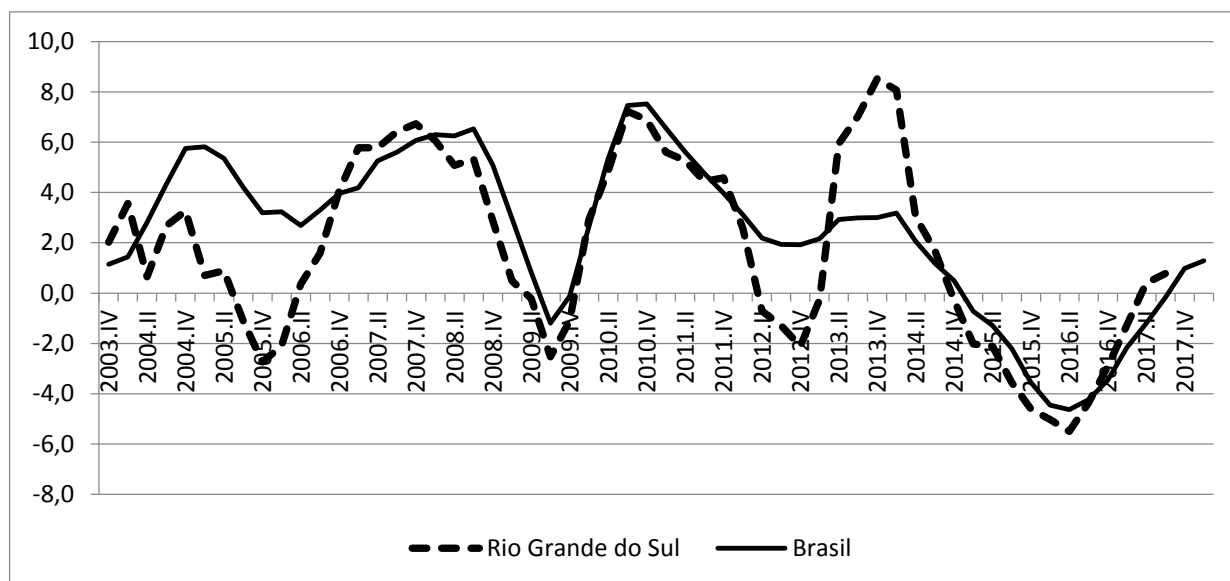
² No caso das receitas tributárias estaduais, este efeito também é facilmente verificado e, como tal, é levado em consideração no modelo de projeção que embasa o já referido trabalho de Petry et al (2018).

ao comportamento dos índices gerais de preços e da taxa de inflação, que poderão ser analisadas em um próximo momento.

I. Crescimento econômico: Brasil e Rio Grande do Sul

O Gráfico I apresenta as taxas anuais de crescimento do PIB do Brasil e do Rio Grande do Sul ao longo do período 2003-2018³.

Gráfico I – Taxas anuais de crescimento do PIB (Brasil e RS – 2003-2017)



Fonte: IBGE; FEE

Alguns pontos são bastante visíveis no gráfico e merecem destaque, tendo em vista os propósitos deste texto. O primeiro é a intensidade da recessão do período 2015-16, em que o PIB encolheu de forma acumulada mais de 7 pontos percentuais, tanto no que diz respeito ao Brasil quanto ao Rio Grande do Sul. O segundo é a elevada sincronia percebida entre as taxas de crescimento do PIB estadual e nacional. Com respeito a este segundo aspecto, vale ressaltar que ilustra uma propriedade já há muito destacada pela literatura sobre a economia gaúcha mas que, reiteradas vezes, escapa ao debate corrente sobre as condições socioeconômicas estaduais: não existe uma dinâmica própria na economia gaúcha, mas sim um reflexo do que ocorre com a economia nacional (Rocha, 2017).

Dessa forma, é certo que existem certas particularidades do sistema econômico do Rio Grande do Sul comparativamente ao nacional mas, do ponto de vista de uma análise conjuntural, tais características devem ser consideradas para explicar fundamentalmente os desvios, positivos ou negativos, da taxa de crescimento estadual em relação à nacional. As características específicas

³ O último dado disponível para o Rio Grande do Sul é na verdade o relativo ao terceiro trimestre de 2017, ao passo que o último dado disponível para o Brasil é o do terceiro trimestre de 2018.

da estrutura estadual⁴ são determinantes para uma seleção de quais variáveis devem ser consideradas para explicar esses desvios positivos e negativos entre as taxas de crescimento. As safras agrícolas, os preços agropecuários e a taxa de investimento da economia brasileira têm sido apontadas como variáveis importantes para uma análise desta natureza. No caso da taxa de investimento, a relação está no fato dos gastos de investimento a nível nacional guardarem relação importante com o desempenho da indústria de transformação, bem como na relativa importância desta na estrutura específica do Rio Grande do Sul.

Com efeito, o persistente desvio negativo do crescimento econômico do RS em relação ao Brasil nos anos de 2004 e 2005 é explicado não só por dois anos de estiagem e seus impactos mais evidentes sobre a atividade agrícola, mas também em função de uma menor demanda por máquinas e equipamentos produzidos no estado. E o outro desvio negativo importante ocorreu em 2012, ano em que o crescimento do PIB do Brasil também desacelerou, mas que o do RS teve desempenho ainda pior e o PIB contraiu. Naquele ano houve outra estiagem, mas um cenário nacional um tanto distinto em relação ao de 2004-2005 provocou desta vez uma recuperação bastante rápida. O efeito negativo na indústria de máquinas e equipamentos não se manifestou desta vez e esta produção seguiu crescendo, assim como a indústria de móveis, atrelada à dinâmica da construção civil. No ano seguinte registra-se a taxa mais alta registrada em toda a série do PIB do RS e com ela um novo desvio em relação ao crescimento nacional, porém dessa vez amplamente positivo. O ano foi não só de grandes estímulos creditícios (PSI) para compra de equipamentos, que impactaram positivamente a tradicional indústria de máquinas agrícolas, como também marcou o ápice da construção naval no sul do estado (Rocha, 2017).

Assim parece de fato importante levar em conta uma relativa sensibilidade da dinâmica comparada entre o RS e o Brasil às condições do investimento, no cenário nacional. Tanto o biênio 2004/2005 quanto o ano de 2012 são períodos particularmente pouco dinâmicos com respeito aos gastos de investimento no plano nacional. Em ambos os períodos, o desvio entre a taxa de crescimento do RS e do Brasil foi negativo. O ano de 2013, por outro lado, marca uma última alta do investimento a nível nacional, antes da desaceleração mais profunda que começa ainda no quarto trimestre. E foi precisamente naquele momento que houve um desempenho

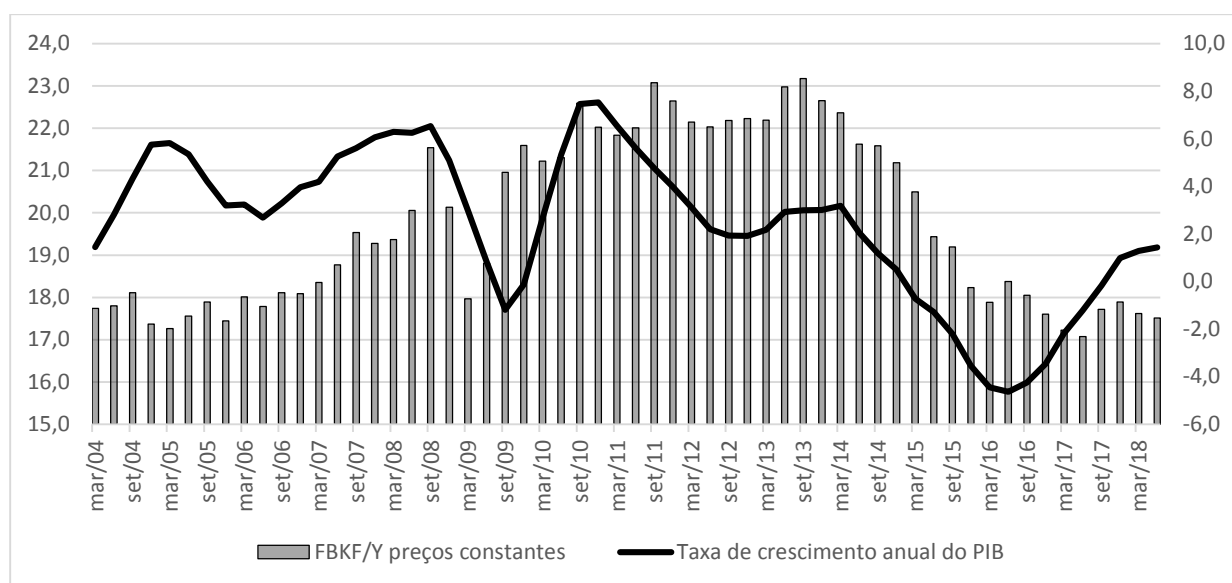
⁴ Rocha (2017) observa os efeitos e mecanismos de transmissão associados às estiagens que se abateram em 2004, 2005 e 2012. Não está no escopo deste texto explorar com a profundidade necessária as particularidades da economia gaúcha que devem ser levadas em conta para a análise objetiva das causas e da intensidade daqueles desvios. Seu estudo diz respeito a uma análise mais estrutural da economia do RS. Ainda assim parece importante observar que, para além de uma análise sobre a participação das diferentes atividades na produção estadual, esta questão requer explorar não apenas as participações setoriais, mas também os encadeamentos do conjunto do sistema.

amplamente favorável da economia do estado. Tendo em vista a centralidade do investimento também para a dinâmica da economia nacional, objeto específico deste trabalho aqui apresentado, particular ênfase será dada ao seu comportamento.

II. O investimento e as análises correntes da conjuntura

O Gráfico 2 mostra o comportamento da relação entre a Formação Bruta de Capital Fixo e o PIB nacional, a preços constantes.

Gráfico 2 – Taxa de investimento (FBKF/Y) e Taxa de Crescimento Anual do PIB - Brasil



Fonte: IBGE

A informação é relevante para análise da intensidade do esforço de construção de capacidade produtiva no sistema econômico⁵. Altas taxas de investimento significam que uma parte maior dos gastos se dá na forma de construção e aquisição de equipamentos que ampliam a capacidade de gerar produção.

Em trabalhos anteriores (Lara, 2015; Paim & Lara, 2018) utilizou-se uma cronologia relativa ao comportamento da taxa de investimento que entende-se bastante adequada para guiar a análise: (a) período de aceleração do crescimento (2004-2010), quando passam a vigorar taxas mais altas de crescimento da demanda agregada, estimulando elevação da taxa de investimento

⁵ Por questão de simplicidade, não se considera neste texto a distinção importante entre investimento em máquinas e equipamentos e em construção, mas sim a formação bruta de capital fixo como um todo. Também a decomposição em termos de investimento privado e investimento público é central para uma avaliação mais profunda do crescimento econômico, não será aqui considerada.

após 2006; (b) período de desaceleração (2011-2014), quando os componentes da demanda agregada e a produção desaceleram rapidamente e, também após alguma resiliência, verifica-se queda da taxa de investimento, a partir do último trimestre de 2013; (c) recessão (2015-16), quando a demanda agregada e a produção contraem-se com grande intensidade e a taxa de investimento permanece em nível extremamente baixo; (d) período de lenta recuperação (2017-2018), quando os componentes da demanda agregada e a produção reagem lentamente e a taxa de investimento já não indica mais contração, mas permanece em nível baixo, semelhante ou inferior ao de 2004.

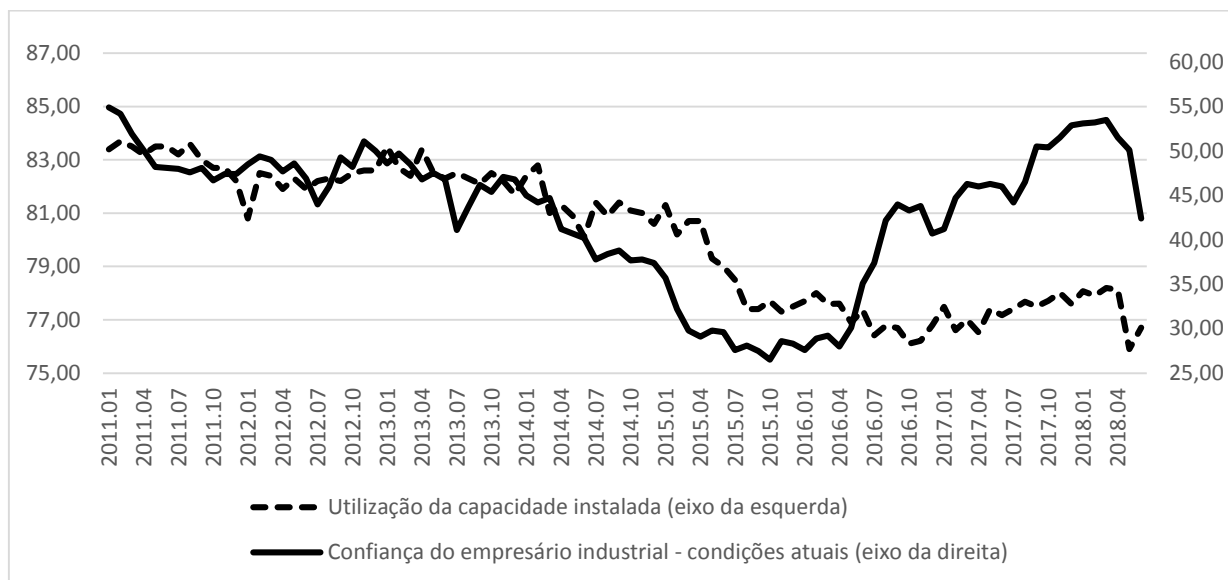
De que modo as análises correntes da conjuntura têm tentado prever ou explicar o movimento do investimento, especialmente de parte das empresas privadas? Para os propósitos deste texto, interessam especialmente os períodos mais recentes da recessão (2015-16) e lenta recuperação (2017-18), ao longo dos quais foram duas as variáveis mais destacadas pelo discurso corrente dos relatórios de conjuntura e articulistas dos principais meios de comunicação: a taxa de juros⁶ e os indicadores de “confiança” dos consumidores e, mais especialmente, dos empresários.

O Gráfico 3 mostra o comportamento do indicador de confiança do empresário industrial produzido pela Confederação Nacional da Indústria (CNI), ao longo do período 2011-2018. Percebe-se uma deterioração bastante persistente da avaliação dos empresários industriais sobre as condições atuais de confiança, a partir de 2012. Essa deterioração ganharia ainda mais intensidade ao longo de 2014 e seguiu ocorrendo ao longo de quase todo o ano de 2015, parecendo esboçar tímida elevação apenas a partir do final do ano. Foi entre os meses de abril e maio de 2016 que houve recuperação abrupta do indicador de confiança dos empresários. Este momento do tempo, que coincide exatamente com o afastamento da Presidenta Dilma Rousseff, parece de fato crucial para uma avaliação crítica sobre a conjuntura econômica e política do último quadriênio uma vez que marcaria uma reversão de expectativas de grande parte dos analistas econômicos e responsáveis pela construção de cenários prospectivos. A partir dali

⁶ A rigor existe um debate mais “técnico” que considera não a taxa de juros em si mas a diferença entre a taxa de juros efetiva e a assim chamada ‘taxa de juros estrutural’ ou ‘neutra’ de juros. Sobre esta taxa estrutural, o presidente do BCB Ilan Goldfajn mencionou em resposta ao Valor Econômico, em setembro de 2017. “Não estamos preparados, ainda, para ficar dizendo qual é, exatamente, o juro estrutural. É uma medida que envolve incerteza e algo que gostaria de continuar reavaliando o tempo todo. É um conceito, no mundo todo, muito abstrato e que pode mudar ao longo do tempo”. O tema é importante e mereceria uma discussão específica mas, a título de simplificação da exposição, vamos referir aqui apenas ao movimento da taxa básica de juros, evitando a utilização de conceitos mais vagos como o de taxa estrutural de juros (<https://www.valor.com.br/financas/5118478/corte-da-taxa-selic-em-outubro-sera-moderadamente-menor>).

passariam a predominar avaliações bem mais otimistas sobre a conjuntura, tanto de parte dos formadores de opinião consultados pelos grandes jornais quanto de órgãos oficiais.

Gráfico 3 – Confiança do empresário industrial e Utilização da Capacidade Instalada – Brasil



Fonte: Confederação Nacional da Indústria (CNI)

As projeções do Banco Central do Brasil para o crescimento do PIB e seus componentes revelam a mudança de perspectiva. No Relatório de Inflação de Dezembro de 2015, a projeção para o crescimento do PIB em 2016 indicava contração de 1,9% (BCB, 2015), tendo sido revisada para uma projeção de contração ainda maior (3,5%) no relatório de março de 2016 (BCB, 2016a). No relatório de junho de 2016 (BCB, 2016b), a queda projetada já seria um pouco menor (3,3%), tendo sido mantida no relatório de setembro de 2016 (BCB, 2016c). Se nestas projeções oficiais sobre o crescimento do PIB o otimismo foi de certo modo comedido pois sinalizava apenas para contrações menores naquele mesmo ano, não se pode dizer o mesmo sobre as projeções para o comportamento da Formação Bruta de Capital Fixo. A modificação do cenário prospectivo baseava-se sobretudo em uma expectativa de recuperação rápida e intensa do investimento privado já no ano seguinte. No já citado Relatório de Inflação de setembro de 2016, consta crescimento projetado de 4% para a Formação Bruta de Capital Fixo em 2017, ao lado de um crescimento projetado de apenas 0,8% para o Consumo das Famílias e de 1,3% para o PIB (BCB, 2016c). No debate público e na maioria das opiniões veiculadas à época predominavam elementos de natureza subjetiva como base para essas novas expectativas. A mera sinalização de uma nova

orientação ideológica seria, por si só, suficiente para a melhora da confiança e o retorno do investimento⁷.

Considerando os fatos concretos posteriormente revelados sobre o período em questão, os dados do Gráfico 2 são suficientes para perceber que de fato entre o primeiro e o segundo trimestres de 2016 houve apenas uma breve alta, extremamente tímida, da taxa de investimento. Já no trimestre seguinte esta voltaria à queda e só viria a alcançar seu nível mais baixo no ano seguinte, contrariando drasticamente tanto as projeções referidas do Banco Central quanto da maioria dos analistas econômicos. Na medida em que os resultados efetivos foram sendo trazidos ao conhecimento público, naturalmente que aquelas projeções otimistas foram sendo naturalmente revertidas (ver Lara, 2017)⁸.

Com efeito, trata-se de um fato também bastante interessante e notável que uma contínua correção para baixo tanto das estimativas de crescimento econômico quanto das estimativas sobre o crescimento do investimento tenha ocorrido simultaneamente a uma redução bastante rápida da taxa básica de juros. Entre maio de 2016 e setembro de 2018 a orientação da política monetária de reduzir a taxa de juros determinou queda de 7,5 pontos percentuais da taxa nominal e de 5,8 pontos percentuais da taxa real pelo conceito *ex ante*⁹. Fica claro, dessa forma, que o

⁷ A título de ilustração podemos mencionar matéria do jornal El País de 01/06/2016. Por ocasião da divulgação das contas nacionais trimestrais relativas ao primeiro trimestre daquele ano, que trazia números muito pouco animadores, os economistas entrevistados ressaltavam que "os indicadores mostram a realidade do passado. O que importa é que há perspectivas de melhora no cenário à frente". Sobre as medidas anunciadas pelo novo governo que se instalava, observava-se que "mais importante do que concretizar todos os planos anunciados é simplesmente anunciá-los". A matéria registrava ainda a opinião de que "as medidas anunciadas pelo atual Governo estão 'no caminho certo' e refletem um claro descolamento ideológico da gestão anterior e que "o importante é sinalizar para onde queremos ir. Isso por si só já serve para puxar as expectativas e, conseqüentemente, a economia" (grifo nosso). Estas passagens deixam claro tanto o predomínio de elementos subjetivos na avaliação sobre o futuro quanto a relevância daquele momento específico para a reversão de sentido das avaliações. (https://brasil.elpais.com/brasil/2016/05/31/economia/1464729689_822199.html).

⁸ Já em novembro de 2016 o jornal Valor Econômico publicava uma matéria intitulada "Sem endosso da realidade, economia se descola da expectativa". Em agosto de 2017, o Presidente do BCB Ilan Goldfajn disse em entrevista que "Há um ano, todos imaginavam que a economia brasileira poderia voltar a crescer a partir do aumento de confiança, que geraria investimentos, renda e consumo. O emprego seria o último a se recuperar. Essa ordem está um pouco diferente". A afirmação de que 'todos' imaginavam isto é evidentemente um exagero retórico pois houve quem fizesse prognóstico distinto (ver Lara, 2016). Mas, embora incorreta, a generalização é reveladora sobre como foi de fato predominante a adesão dos economistas ao cenário de recuperação do investimento antes do consumo. (<https://www1.folha.uol.com.br/mercado/2017/08/1913221-consumo-puxa-recuperacao-lenta-da-economia-diz-presidente-do-bc.shtml>).

⁹ A taxa anual de juros nominal descontada a inflação projetada para o ano. Na mesma entrevista referida na nota anterior ao Valor Econômico o Presidente do BCB é este conceito que se refere o presidente do BCB ao responder sobre se a queda dos juros já seria suficiente para estimular o investimento. "Valor: Na ata, o Copom fala sobre política monetária estimulativa. Já estamos nesse cenário, que seria de taxa de juros abaixo da taxa estrutural? Ilan: Na ata falamos em taxa de juros real *ex-ante*, que consideramos relevante para as decisões. É o juro que se recebe para investimentos olhando para a frente, quando o Tesouro pega emprestado. Nos meus discursos tenho feito esses cálculos e temos chegado a perto de 3%, nessa faixa". Na pergunta seguinte o Valor diz "E o juro estrutural é muito maior do que isso?", seguindo-se então a resposta referida na nota de rodapé anterior.

comportamento efetivo do investimento privado contrariou drasticamente não só aquilo que era projetado pelas análises correntes da conjuntura baseadas em elementos subjetivos como também desafiou o princípio teórico de que o investimento privado deveria reagir positivamente à redução da taxa de juros. A queda da taxa de juros teve, muito provavelmente, um efeito significativo e positivo sobre os balanços das empresas privadas, mas não para suas decisões de investimento. Assim, nem a recuperação dos indicadores de confiança dos empresários nem a queda da taxa de juros puderam promover a recuperação do investimento ao longo do período.

Já discutiu-se em outras oportunidades a inexistência de base objetiva para as avaliações oficiais tanto do início do último quadriênio (ainda com Dilma Rousseff na presidência) quanto destas projeções otimistas que predominaram a partir da ascensão de Michel Temer. As condições macroeconômicas objetivas não sugeriram outra coisa que não fosse uma forte recessão em 2015-2016 (Bastos & Lara, 2015) quanto uma lenta recuperação a partir de 2017 (Lara, 2016; Paim & Lara, 2018), ainda que ao longo de todo esse período tenha havido ondas reiteradas de otimismo subjetivo, não confirmadas pela realidade. Configurou-se, neste sentido, uma expressiva frustração de expectativas de parte dos construtores de cenários, ainda que não se possa dizer que tenha havido realmente frustração de expectativas de parte dos empresários privados pois, apesar daqueles cenários, os gastos de investimento não foram concretamente retomados¹⁰. Na próxima seção procura-se explorar os motivos pelos quais esta retomada não poderia ter mesmo ocorrido.

III. Avaliações objetivas sobre o investimento privado

Ainda que sejam escassamente explorados pelos analistas econômicos quando se trata de fazer projeções, diversos elementos para uma avaliação mais objetiva¹¹ das perspectivas sobre o investimento privado e o nível de atividade podem ser encontrados em parte das análises

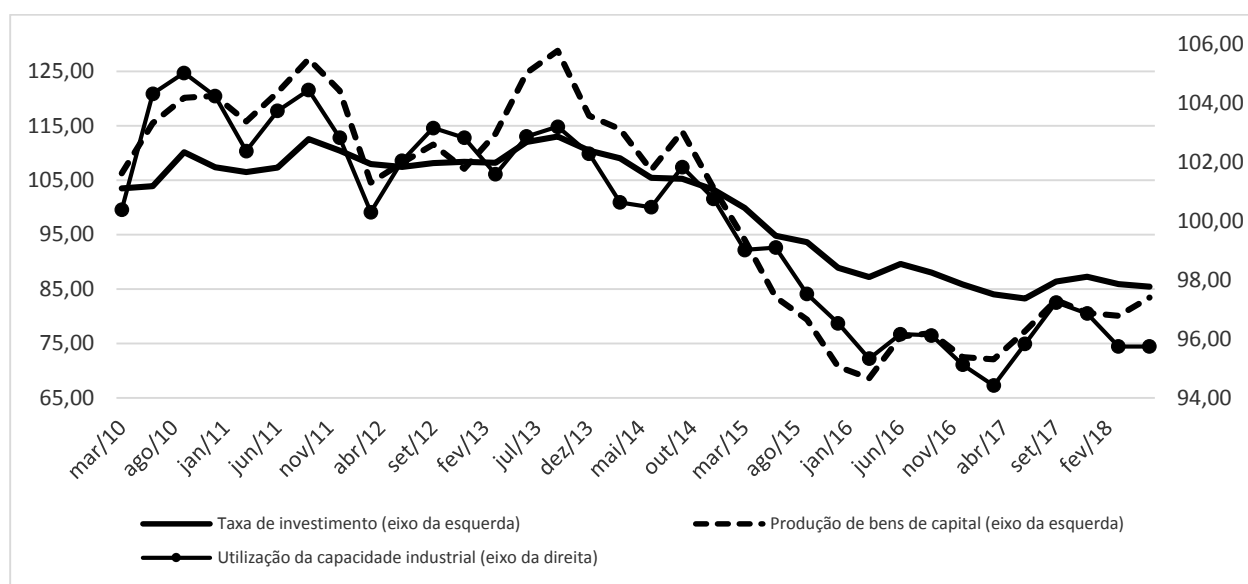
¹⁰ Teria havido esta frustração caso efetivamente houvesse recuperação da taxa de investimento, portanto maior intensidade de construção de capacidade. Desacompanhada de recuperação da demanda e da produção, tal movimento teria causado ainda maior subutilização de capacidade e maior frustração de lucros projetados. Mas o ponto é que, apesar da construção de cenários positivos, não houve efetivamente uma retomada do investimento privado, apesar das projeções otimistas. Portanto, a ideia de uma frustração deve conter essa qualificação.

¹¹ O princípio teórico geral que está por trás desta análise é o chamado acelerador do investimento. Nada nos dados recentes sobre a economia brasileira parece recomendar que se coloque em dúvida a validade deste princípio. De modo simples, o investimento privado é induzido pela demanda, ou seja, os empresários privados só gastam para aumentar a capacidade produtiva se entendem necessário aumentar esta capacidade para fazer frente a uma intensidade maior das vendas. O princípio pode ser utilizado tanto para o capital fixo (cujo fluxo anual nas contas nacionais é expresso pela formação bruta de capital fixo) quanto para o capital circulante (que associamos nas contas nacionais ao componente de variação desejada de estoques). Perspectivas de crescimento da demanda levam as empresas a buscarem produzir mais do que as vendas correntes, para ajustar para cima os estoques, configurando um movimento e investimento desejado em estoques. Ver Serrano (2001) para uma exposição didática de algumas das questões teóricas envolvidas, e Braga (2018) para uma análise empírica.

conjunturais e trabalhos empíricos, inclusive produzidos por órgãos oficiais. Discute-se a seguir muito brevemente dois aspectos a nosso ver inter-relacionados: (a) a persistência de um baixo grau de utilização da capacidade industrial, como indicativo de que o investimento não tinha tendência de ser retomado no período; (b) as evidências de que houve um significativo acúmulo indesejado de estoques, como indicativo de que a recuperação da produção não seria tão rápida.

Conforme ilustra o Gráfico 4, há uma certa tendência de redução da utilização da capacidade industrial ao menos desde 2011, que se acentua a partir do segundo semestre de 2014. A taxa de investimento manteve-se elevada ao longo do período 2011-13, mas a partir de 2013, de forma sincronizada com uma contração tanto da utilização da capacidade quanto da produção de bens de capital, apresenta uma clara e contínua tendência de redução. Ao longo do ano de 2016, verifica-se pequena recuperação dos três indicadores mas, em seguida, já se verificam novas quedas.

Gráfico 4 – Taxa de investimento (IBGE), Produção de Bens de Capital (IBGE) e Utilização da capacidade instalada na indústria (CNI)



Fonte: IBGE, CNI

A racionalidade que visa a rentabilidade do capital privado não recomenda intensificar esforços de ampliação da capacidade produtiva nestas condições. O nível mais baixo da proporção entre a Formação Bruta de Capital fixo e o PIB é alcançado no trimestre seguinte ao que registrou o menor nível da utilização da capacidade, no primeiro semestre de 2017. O importante a destacar é que não só esta informação estava disponível ao longo do período acima em que recuperava-se a confiança, como também esta constatação da sua sincronia com a

produção de bens de capital. No Relatório de Inflação de março de 2017 há um box chamando a atenção para a sincronia entre a produção de bens de capital e o grau de utilização da capacidade industrial, mas a relação era pouco ou nada ressaltada pelas análises atentas aos aspectos puramente subjetivos.

Vale ainda recordar outro momento específico importante: a divulgação do resultado do PIB relativo ao primeiro trimestre de 2017. Uma leitura bastante superficial daquele resultado de crescimento de 1% do trimestre em relação ao anterior permitiu rapidamente reformular uma vez mais o discurso corrente de que a recuperação seria robusta. Uma análise levemente mais aprofundada dos dados oficiais permitia, entretanto, constatar a existência de evidências importantes no sentido contrário. Um expressivo acúmulo de estoques indesejados mostrava que aquela taxa de crescimento não era justificada pelo crescimento do conjunto dos componentes da demanda agregada (Summa, Lara, Serrano, 2017).

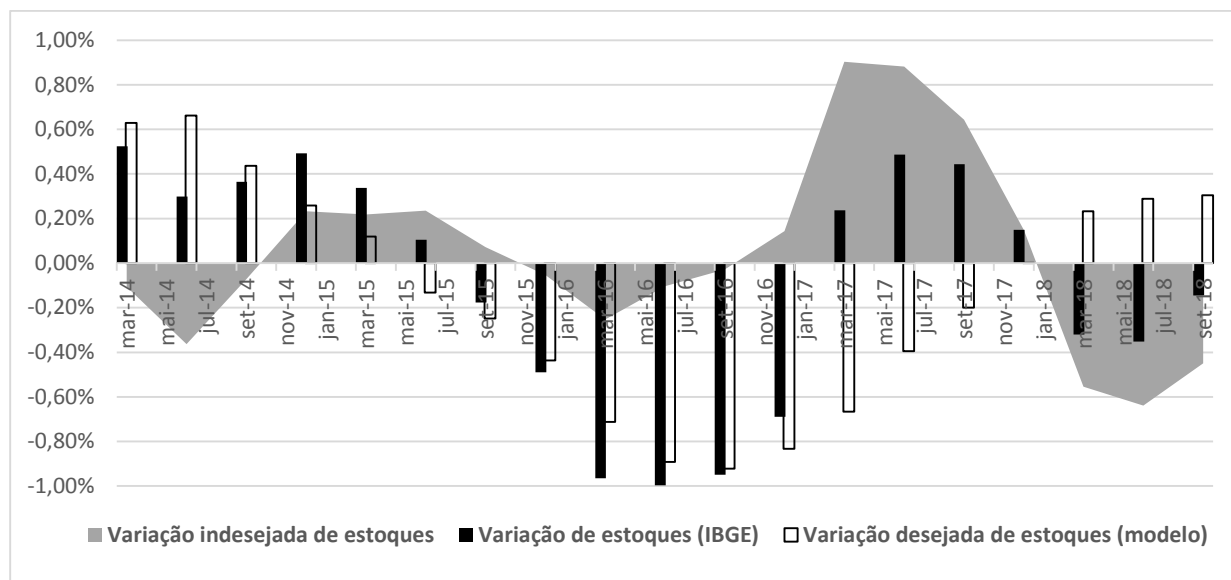
As contas nacionais trimestrais estimam o crescimento do PIB tanto pelo lado da oferta quando pelo lado da demanda. As discrepâncias entre os resultados pelo lado do gasto e do crescimento da produção são contabilizadas como variações de estoques. Quando o crescimento da produção não é acompanhado de crescimento equivalente dos componentes da demanda agregada, registra-se a diferença como uma variação positiva de estoques. Do ponto de vista das estatísticas, portanto, a variação de estoques tem um caráter residual, mas não necessariamente expressa erros e/ou omissões de informações ou fenômenos involuntários. A cada momento, as empresas estão avaliando os níveis de estoques de insumos e bens acabados, de modo a adequá-los ao ritmo das vendas. Quando há uma expectativa de que as vendas estão aumentando ou estão por aumentar, as empresas tendem a atuar de forma consciente para elevar os níveis de estoques de bens acabados, configurando-se um movimento de acumulação planejada de estoques. Do ponto de vista das contas nacionais, movimentos expressivos de acumulação planejada de estoques podem implicar diferenças nas medidas de crescimento da produção e de crescimento dos gastos.

No Gráfico 5 temos uma comparação entre uma projeção do componente de acumulação desejada de estoques¹² e o componente efetivamente medido de variação de estoques. Percebe-se que o componente residual de acumulação de estoques, derivado diretamente das contas

¹² Estimada com base nos dados reais divulgados pelo IBGE em uma regressão simples com a variação do PIB defasada em um período. Utilizando a notação especificada em Lara (2015), o modelo tem a forma $\widehat{VE}_{t-1}^t = \alpha + \beta(\Delta Y_{t-1})$. O componente indesejado é simplesmente o desvio entre a variação de estoques calculada a partir das contas nacionais trimestrais VE_{t-1}^t e esta projeção \widehat{VE}_{t-1}^t .

nacionais trimestrais, acompanha em linhas gerais movimento projetado, mas que alguns desvios importantes são verificados ao longo do ano de 2017.

Gráfico 5 – Componente indesejado de variação de estoques – Brasil – 2014-2018



Fonte dos dados brutos: IBGE

O Gráfico 5 deixa claro que, por este método, houve acumulação indesejada de estoques em todos os trimestres de 2017. Nos três primeiros trimestres, a projeção do componente desejado foi negativa e o componente medido pelas Contas Nacionais Trimestrais foi positivo. Ou seja, ao invés de terem sido reduzidos os níveis de estoques, como seria o planejado nestes três trimestres, aqueles níveis teriam aumentado, e a diferença aparece contabilizada como um acúmulo indesejado de estoques. No último trimestre do ano, o componente planejado era praticamente nulo e houve ainda acúmulo positivo de estoques, configurando mais um trimestre de acúmulo indesejado.

Na medida em que esta situação configurava uma produção que não encontrou uma demanda que lhe absorvesse (nem de parte de gastos efetivos, nem de uma projeção sobre o que seria uma variação desejada de estoques), não se recomendava tanto otimismo no que diz respeito ao bom resultado do primeiro trimestre de 2017. O comportamento esperado das empresas acumulando estoques indesejados é desacelerar ou reduzir a produção, e não o contrário. De fato, as taxas trimestrais de crescimento ao longo do ano foram decrescentes e o crescimento anual de 2017 acabou sendo de apenas 1%, com o investimento amargando nova queda.

Como no caso da relação entre a utilização da capacidade e a produção de bens de capital, também esta avaliação sobre os movimentos de estoques esteve presente nos documentos técnicos oficiais. No Relatório de Inflação de junho de 2017 há um box sobre o tema, reconhecendo não só um movimento de ajuste dos níveis de estoques ao longo de todo o biênio 2015-2016, mas também que os dados de empresas de capital aberto ainda indicavam níveis de estoques relativamente altos em relação às receitas correntes. De acordo com o documento, somente com a recuperação gradual dos componentes da demanda, poderia voltar a haver contribuição positiva da formação planejada de estoques (BCB, 2017b)¹³.

Desse modo, ainda que sem um tratamento estatístico mais elaborado, os dados apresentados acima parecem suficientes para ilustrar o ponto central desta seção que é a ausência de qualquer base objetiva para efetivamente esperar uma retomada tão consistente do investimento, ao longo dos anos de 2016 e 2017. Não houve ao longo deste período qualquer sinalização objetiva para que o setor privado promovesse expressiva ampliação da capacidade produtiva. Pelo contrário, verificava-se ao longo daquele período não só um elevadíssimo grau de ociosidade dos equipamentos e instalações (excesso de capital fixo tendo em vista a produção corrente) como também evidências de um superdimensionamento do nível dos estoques (excesso de capital circulante tendo em vista a produção corrente). Tanto a sincronia registrada entre a produção de bens de capital e o grau de utilização da capacidade industrial quanto as evidências de movimentos de contração planejada de estoques ainda ao longo do ano de 2017 foram aspectos percebidos e documentados pelos estudos técnicos dos órgãos oficiais (BCB 2017a; 2017b) mas escassamente levados em consideração na elaboração de cenários prospectivos.

IV. Perspectivas para o crescimento econômico no quadriênio 2019-2022

Assumindo que uma retomada do investimento dependeria, portanto, de uma elevação da utilização da capacidade instalada e/ou de sinais de contração involuntária de estoques, como se pode tratar também mais objetivamente o comportamento destas variáveis? O que faltou para que a retomada da “confiança” ao longo de 2016 e 2017 não tivesse se revelado frustrada? Que condições teriam de ser satisfeitas para que o sistema econômico pudesse, por exemplo, ter

¹³ O método utilizado pelo estudo do BCB para esta constatação é diferente do que fundamenta o Gráfico 5 e referido na nota anterior, mas as constatações são bastante semelhantes. O documento faz referência à existência de correlação positiva entre a taxa de crescimento do PIB, os componentes da demanda agregada e o componente de variação de estoques medido a partir das Contas Nacionais Trimestrais do IBGE, sob certo aspecto corroborando o princípio geral do acelerador de estoques, aqui utilizado.

repetido o movimento verificado ao longo do período 2006-2010, quando a taxa de investimento elevou-se em cerca de 4 pontos percentuais do PIB ?

De modo geral, faltou que o crescimento da demanda agregada fosse mais consistente, justificando uma recuperação da produção e um maior aproveitamento da capacidade produtiva existente. Este é o cenário para que se formem expectativas concretas de continuidade sobre o crescimento das vendas, estimulando movimentos planejados de acumulação de estoques e a realização de gastos mais significativos para aumento da capacidade produtiva. Os componentes da demanda agregada a serem considerados em específico são: Exportações, Consumo do Governo, Consumo das Famílias e Formação Bruta de Capital Fixo. A seguir algumas considerações a respeito desses componentes no passado recente e uma avaliação sintética sobre como se apresentam para o futuro próximo.

As Exportações deram alguma contribuição positiva ao longo do período recessivo, mas não se pode esperar muito deste componente pequeno da demanda agregada brasileira. Elementos predominantemente exógenos costumam governar a dinâmica das exportações. Entretanto, mesmo em períodos de espetacular desempenho, seu peso estrutural tende a ser baixo não apenas pela baixa participação da demanda agregada como também pelo grande conteúdo importado da produção que caracteriza algumas das cadeias produtivas exportadoras.

O Consumo do Governo é o componente da demanda agregada que mais persistentemente seguiu a tendência de contração, ao longo do último quadriênio. Pelo critério da comparação de quatro trimestres com os quatro anteriores, o pequeno crescimento de 0,24% registrado na última divulgação das Contas Nacionais Trimestrais pouco efeito faz no sentido de reverter uma contração acumulada de 2,1% ao longo dos últimos quatro anos. Cabe ressaltar que tal contração parece um dado consistente com a orientação da política econômica adotada ao longo de todo o período¹⁴, de um modo geral baseada na ideia de “austeridade” e visando reduzir os gastos públicos. Desde a reeleição da presidenta Dilma Rousseff até o presente, tem predominado entre os analistas econômicos a avaliação de que as finanças do setor público brasileiro estão em crise e que a solução passa por esta fórmula para conquistar credibilidade dos agentes do setor privado.

¹⁴ Orair & Gobetti (2017) avaliam que por um breve período a partir do final de 2015 a abordagem mais rígida da “austeridade expansionista” foi substituída por uma abordagem “mais gradual de consolidação fiscal”. No período em que esteve no poder Michel Temer os autores referem uma menor rigidez na gestão de curto prazo mas uma adesão muito contundente a uma agenda de reformas estruturais orientadas também pelo princípio da austeridade.

Orair & Gobetti (2017) conferem bastante destaque para a mudança de perspectiva na política fiscal a partir de 2015. Segundo os autores a partir dali as ações seriam governadas explicitamente pela hipótese da “austeridade expansionista” que teria por efeito a recuperação da credibilidade e da confiança para que então fossem retomados os gastos privados, sobretudo os investimentos. Os esforços da presidenta para demonstrar sua adesão a esta agenda, não só por meio de expressivos cortes de gastos públicos como também por um conjunto de outras medidas com impacto recessivo (Bastos & Lara, 2015), não foram suficientes para equacionar quaisquer problemas fiscais¹⁵ elemento considerado central para aquela agenda. Conforme já se observou, isto também não foi suficiente para conter a deterioração dos indicadores de confiança do setor privado ao longo do ano de 2015, tampouco para evitar o afastamento da presidenta no ano seguinte. Com Michel Temer no governo, o foco avançaria para reformas de natureza mais estrutural, também norteadas pelo mesmo princípio da retomada da confiança. Foi o caso da aprovação da emenda constitucional que congelaria o valor real dos gastos por 20 anos.

Ainda que, de forma análoga às exportações, o Consumo do Governo também não seja um componente suficientemente grande da demanda agregada, entende-se aqui que a relevância do seu comportamento para o conjunto possa ser bem mais significativo, comparado às vendas para o exterior. A evolução do Consumo do Governo conforme contabilizado pelo IBGE e comentado acima, não deve ser interpretado como um indicativo preciso da orientação geral da política fiscal¹⁶, posto que não contempla os investimentos públicos, as transferências (benefícios sociais, de previdência e juros), como também nada revela sobre a dinâmica e a composição da tributação. Ainda assim, trata-se de algo digno de nota que já referida contração de 2,1% do Consumo do Governo entre 2014 e 2018 tenha sido um fato absolutamente inédito na série das contas trimestrais que começa em 1996¹⁷, como também inédita foi a intensidade da contração do produto verificada no biênio 2015/16.

Conforme observado, não houve qualquer melhora significativa nos indicadores fiscais usualmente utilizados para avaliação da “saúde” das contas públicas nesse período.

¹⁵ Pelos critérios utilizados para interpretar a crise do início do ano, a situação encerrou o ano ainda pior. Orair & Gobetti (2017) destacam que ao final de 2015 o déficit primário do setor público foi o maior em três décadas.

¹⁶ Uma abordagem baseada na perspectiva das finanças funcionais foi utilizada em Bastos, Rodrigues & Lara (2015) para estimar o efeito da política fiscal sobre a demanda agregada até 2012. Resultados mais detalhados e robustos podem ser obtidos por um tratamento mais específico das propensões ao gasto associadas aos diferentes componentes das receitas e das despesas do setor público.

¹⁷ A única oportunidade em que se havia sido registrada contração do consumo do governo pelo critério de quatro trimestres foi entre os anos de 2000 e 2001. Naquela oportunidade a contração durou apenas três trimestres e chegou no máximo a -0,7% ao ano. Conforme já observado o último trimestre divulgado foi o 13º de contração e a queda acumulada é da ordem de 1,7%.

Independentemente destes indicadores, entretanto, os indicadores de “confiança” do setor privado foram efetivamente retomados e a taxa de juros caiu com bastante intensidade. Ainda assim o investimento privado, variável considerada chave para a recuperação para a grande maioria das análises baseadas nesses indicadores, não foi efetivamente retomado. Parece bastante clara, portanto, a inconsistência entre os fatos verificados ao longo do período e a narrativa da “austeridade expansionista” que levaria à recuperação do investimento privado.

No enfoque interpretativo aqui adotado, os impactos das opções de políticas relativas à tributação, despesas e transferências públicas sobre as decisões de gasto das famílias em consumo não podem ser subestimados. A interpretação sobre esses efeitos por assim dizer indiretos da política pública sobre a agregada tende a ser elucidativa e merece uma análise bastante mais aprofundada do que se aqui se pretende oferecer. Envolve, antes de mais nada, compilação consistente dos dados sobre o conjunto das receitas, despesas e transferências. Tais aspectos têm sido bastante subestimados pelas análises correntes da conjuntura, com raras exceções.

Uma das exceções dignas de registro é o trabalho de Orair & Gobetti (2017). Apresentando dados até o ano de 2016 os autores deixam bastante clara a intensa contração das despesas primárias do governo federal no ano de 2015, mas o mesmo cenário não se repete no ano seguinte. Para explicar essa diferença os autores destacam sobretudo o crescimento dos benefícios sociais impulsionado pela aplicação da regra de reajuste do salário mínimo. Esse mesmo elemento institucional é referido por Bastos & Aidar (2017) como explicação para o expressivo crescimento deste componente da despesa também no ano de 2017. Na visão desses últimos autores, estes elementos de “inércia institucional” conferiram certo grau de automatismo para alguns componentes das despesas públicas, tornando-se em certa medida imunes à orientação discricionária geral pautada pela “austeridade”. Tomado em conjunto com os efeitos do aumento do salário mínimo também mais diretamente sobre os rendimentos salariais do setor privado, estes autores sugerem que a referida regra de correção possa ter exercido um efeito de “piso” para a queda do produto verificada no período 2015-16, em função do seu efeito sobre o consumo das famílias¹⁸.

Assim, não obstante a ideia de “austeridade” ser de fato a que melhor representa o quadro geral do período, parece efetivamente digno de nota que a persistência de certas regras de

¹⁸ Bastos & Aidar (2017) observam a ironia que constitui o fato desses aspectos institucionais (mais especificamente a regra de reajuste do salário mínimo e a vinculação a ele de transferências e benefícios previdenciários) serem correntemente julgados como patologias brasileiras que devem ser remediadas, avanços ainda não conquistados no “único caminho disponível” da austeridade, a rigor possam ter sido responsáveis por amenizar a intensidade da crise econômica e permitir aos gestores da política macroeconômica tentar capitalizar os méritos pelo fim da recessão.

reajuste salarial e de vinculação de benefícios sociais possam ter cumprido algum efeito expansionista nos anos de 2016 e 2017, em meio a um comportamento ainda majoritariamente contracionista da demanda agregada doméstica em geral. Ao lado desse possível efeito positivo das transferências, parece também ter havido certas medidas efetivas, estas sim discricionárias, de estímulo ao Consumo das Famílias por meio das liberações dos saques de contas inativas de FGTS. No quadro de elevado endividamento e pouco dinamismo do mercado de trabalho, a medida parece ter proporcionado algum movimento de liquidação ou refinanciamento de dívidas que pode ter deslocado a restrição orçamentária de muitas famílias e liberado algum fluxo de consumo reprimido (Paim & Lara, 2018).

Em síntese, o conjunto desses elementos não chegou a constituir estímulo para um ciclo mais sustentado de consumo, mas parece estar na base da explicação para o lento retorno do crescimento da demanda agregada e da produção que caracterizou os anos de 2017-18. Pelo critério dos quatro trimestres comparados, o Consumo das Famílias ainda permaneceu em queda ao longo de quase todo o ano de 2017. Somente a partir do último trimestre de 2017 é que este componente passou a registrar contribuição positiva ao crescimento do PIB, mantendo essa mesma condição nos três primeiros trimestres de 2018.

Considerando-se especificamente a estrutura da economia brasileira, em que o Consumo das Famílias constitui parte importante do total da demanda agregada, a constatação de um movimento de recuperação deste componente trata-se de fato extremamente importante e digno de registro. Mas convém também ressaltar que isto ocorre ainda em ritmo insuficiente para tornar plausível, por exemplo, um cenário como aquele denominado de otimista (crescimento de 5% do PIB) por Petry et al (2018)¹⁹. Uma análise prospectiva sobre este componente deve levar em conta dois aspectos, com alguma interdependência: o consumo induzido por salários e o consumo induzido por crédito. Ambos parecem um tanto constrangidos em sua intensidade pelas recentes reformas da legislação trabalhista que flexibilizaram a natureza dos vínculos empregatícios permitindo tanto o retorno de uma maior dispersão das rendas salariais quanto um aumento do risco de crédito associado.

Por fim, com respeito ao comportamento da Formação Bruta de Capital Fixo, já analisada anteriormente de maneira mais detalhada, cabe registrar que após 15 trimestres consecutivos de contração desta variável sob o critério dos quatro trimestres, finalmente foram verificados dois

¹⁹ A taxa média de crescimento anual do PIB no período 2004-2010 foi de 4,17% e a contribuição do consumo das famílias para o crescimento foi em média de 2,67 p.p. no mesmo período. A contribuição do consumo para o crescimento anual do PIB no terceiro trimestre de 2018 foi de apenas 1,32 p.p.

trimestres consecutivos com pequeno crescimento, em 2018. De forma consistente com o que já se afirmou sobre a importância do consumo das famílias para o total da demanda agregada e a necessidade de redução da ociosidade das instalações para que os empresários privados decidam aumentar a capacidade, foi somente após alguns trimestres de contribuição positiva do Consumo das Famílias que os gastos de investimento também puderam reagir minimamente, sob este critério²⁰. Tal constatação comprova uma vez mais como é enganosa a ideia corrente de que há qualquer problema macroeconômico com respeito ao crescimento do Consumo das Famílias, ou algum conflito entre as despesas de consumo e de investimento. Na verdade é crucial que o consumo volte a crescer em intensidade para que faça sentido também projetar um ritmo maior de acumulação de capital.

Desse modo, concorda-se aqui de modo geral com a avaliação daqueles autores que tem dito que o cenário estabelecido ao longo do período sinaliza para um período de longa duração para a austeridade fiscal, não apenas uma alteração temporária. Não se observa na agenda macroeconômica qualquer sinalização de alteração mais significativa na orientação seguida até então. As primeiras movimentações da transição para o novo governo eleito indicam a continuidade, e muito possivelmente a intensificação de esforços, naquela mesma direção. Pode-se esperar por menor presença do setor público especialmente em áreas de saúde e seguridade social, ainda que muito possivelmente reforçando recursos para a área de justiça e segurança. Também tem sido sinalizada uma orientação de promover expressiva transferência de ativos públicos para o setor privado que, em si mesma, não tem porque estimular o crescimento da demanda agregada. A experiência dos anos recentes não recomenda esperar que o mercado interno volte a crescer significativamente somente porque a orientação de política macroeconômica e de reformas estruturais assumida pelo governo seja aquela sugerida pela maioria dos analistas econômicos. Nem as regras impostas para conter o crescimento dos gastos públicos nem a reforma recente na legislação trabalhista favorecem em si mesmas qualquer retomada do crescimento do gasto privado.

V. Considerações finais

Desta forma conclui-se esta abordagem indireta, preliminar e incompleta para qualificação das projeções fiscais visando uma adequada gestão das finanças públicas estaduais. Indireta porque apenas elenca algumas variáveis sem, no entanto, discutir sua incorporação ao modelo de

²⁰ Ao longo de 2018 também se pode perceber uma sinalização diferente do movimento dos estoques, no Gráfico 5. Um retorno consistente do crescimento do consumo foi acompanhado de três trimestres consecutivos de acúmulo indesejado de estoques, que constitui uma sinalização positiva para a retomada da produção.

projeção de resultados fiscais estaduais utilizado em Petry et al (2018). Preliminar, porque deve ser mais qualificada por estudos empíricos mais detalhados, para melhor identificação de algumas das relações consideradas. Incompleta, porque nada considerou do ponto de vista dos níveis gerais de preços e da taxa de inflação, outra variável notadamente importante para aquelas projeções.

Ainda assim, dentro do que foi exposto, avalia-se que a permanecer a orientação geral de reduzir custos no setor privado, cortar gastos do setor público e transferir ativos públicos para o setor privado, as perspectivas sobre a recuperação da economia brasileira não podem ser diferentes de um crescimento econômico em ritmo lento. Não se vê no horizonte elementos que representem, por si mesmos, uma aceleração significativa do ritmo de crescimento da demanda agregada. Na hipótese de se confirmarem, no primeiro ano do novo governo, novos esforços de cortes de gastos e/ou transferências que afetem sobretudo a parcela da população de menor nível de renda, não se pode descartar o retorno a um cenário recessivo. Também não se pode descartar, admitindo que haja alterações institucionais relativamente abruptas nas regras de preços administrados e/ou decorrentes de transferências de ativos públicos para o setor privado, o surgimento de conflitos e/ou episódios de desorganização do curso normal dos processos econômicos²¹.

Do ponto de vista de um esforço para o aprimoramento da construção de cenários prospectivos, o exposto sugere a relevância de incorporar a análise de variáveis como o grau de utilização da capacidade industrial e indicadores de acumulação desejada e indesejada de estoques, para fins de especulação e projeção sobre o comportamento do investimento privado. No que diz respeito à avaliação sobre o crescimento da demanda agregada e da produção (PIB), indicadores que nos parecem bastante relevantes são aqueles que expressam a evolução dos volumes reais de crédito para consumo e investimento residencial, ao lado daqueles que refletem as principais decisões de natureza política e de política macroeconômica.

Considera-se aqui que estas variáveis podem ser tomadas como base para a formação de expectativas bastante mais objetivas do que aquelas oriundas de questionários realizados junto aos agentes do mercado. O acompanhamento isento da conjuntura econômica no contexto do setor público pode resultar no reconhecimento de aspectos bastante efetivos para compreensão

²¹ Mesmo que passageiros, tais fenômenos têm potencial para gerarem efeitos importantes sobre a atividade econômica, conforme ficou demonstrado na paralisação dos caminhoneiros que ocorreu em 2018. Mudanças da política de preços de combustíveis comprimiram margens de lucro da atividade de transporte e, em conjunto com outros aspectos estruturais, conduziram à paralisação dos transportadores de cargas e alguns dias de desabastecimento. O episódio foi de um modo geral a principal razão apontada para a reavaliação para baixo, uma vez mais, das previsões de crescimento econômico ao longo do ano.

do curso real acontecimentos. Relações relativamente robustas têm sido captadas por métodos empíricos que vão desde os mais simples até os mais complexos. Ainda que amplamente documentado em relatórios técnicos das instituições oficiais, o conhecimento sobre estas relações não tem se transformado em suficiente aumento de qualidade na formação de cenários prospectivos. Parece promissor, portanto, empenhar esforços adicionais de pesquisa para sua adequada incorporação aos modelos conjunturais de projeção a curto, médio e longo prazos, bem como à formação de cenários mais gerais, assim complementando e no limite até substituindo a utilização de avaliações realizadas por agentes privados.

No que diz respeito aos fenômenos específicos do Rio Grande do Sul, entende-se que uma análise objetiva das condições de crescimento da demanda agregada e do comportamento da taxa de investimento do Brasil constitui excelente base para construção de cenários prospectivos para o desempenho econômico do estado. Isto porque, em conjunto com o comportamento dos preços agropecuários e das questões climáticas que influenciam significativamente as safras agrícolas, os desvios recentes mais importantes entre a taxa de crescimento estadual em relação à nacional parecem estreitamente relacionados com o comportamento da taxa de investimento nacional.

Referências

Banco Central do Brasil. Projeção para o PIB em 2016 e revisão de 2015 (Box). Relatório de Inflação. Dezembro, 2015.

Banco Central do Brasil. Revisão da Projeção do PIB para 2016 (Box). Relatório de Inflação. Março, 2016a.

Banco Central do Brasil. Revisão da projeção do PIB para 2016 (Box) Relatório de Inflação. Junho, 2016b.

Banco Central do Brasil. Projeção para o PIB de 2017 e revisão para o de 2016 (Box). Relatório de Inflação. Setembro, 2016c.

Banco Central do Brasil. Relações Dinâmicas entre o NUCI e o investimento em bens de capital no Brasil (Box). Relatório de Inflação. Março, 2017a.

Banco Central do Brasil. Estoques e ciclo econômico recente (Box). Relatório de Inflação. Junho de 2017b.

Bastos, C. ; Rodrigues, R. Lara, F. As finanças públicas e o impacto fiscal entre 2003 e 2012: 10 anos de governo do Partido dos Trabalhadores. Ensaios FEE, v. 36, n. 3. 2015.

Bastos, C.; Lara, F. 2015, o novo 2003? In.: Belluzzo, L. & Zahluth Bastos, P. Austeridade para quem? Balanço e perspectivas do governo Dilma. São Paulo: Carta Maior; Friedrich Ebert Stiftung, 2015.

Bastos, C.; Aidar, G. O Brasil bateu no piso? Brazilian Keynesian Review. v. 3, n. 2, 2017.

Braatz, J. O que explica a deterioração recente das finanças públicas do RS e quais são as perspectivas? Indicadores Econômicos FEE, v. 45, n. 1, p. 109-122, 2017.

Braga, J. Investment rate, growth and accelerator effect in the supermultiplier model: the case of Brazil. UFF/Economia. Textos para Discussão, n. 332, Janeiro, 2018.

Instituição Fiscal Independente. Relatório de Acompanhamento Fiscal. Agosto de 2018.

Lara, F. As contribuições à desaceleração do crescimento no Brasil (2011-14). Indicadores Econômicos FEE, v. 43, n. 2, 2015.

Lara, F. Política econômica e perspectivas para a economia brasileira. Carta de Conjuntura FEE, v. 25, n. 11, 2016.

Lara, F. Consumo e investimento: avaliando as previsões do Banco Central do Brasil para o ano de 2017. Carta de Conjuntura FEE, v. 26, n. 11, 2017.

Orair, R.; Gobetti, S. Brazilian Fiscal Policy in Perspective: From Expansion to Austerity. ANPEC, 2017. Disponível em: <https://www.anpec.org.br/encontro/2017/submissao/files/1/i2-f2c2c122fe499a3f9fbb7eeef5e632f7.pdf>

Paim, B.; Lara, F. Crédito e gasto privado no Brasil: da recessão à lenta recuperação. Indicadores Econômicos FEE, v. 45, n. 3, 2018.

Petry, G.; Braatz, J.; Martinez, P. Perspectivas para as finanças públicas do RS no período de 2019 a 2025. Textos para discussão, Tesouro do Estado RS, n. 10, 2018.

Rocha, R. A persistência dos efeitos da queda da indústria de transformação no RS. Carta de Conjuntura FEE, ano 26, n. 1, jan. 2017.

Serrano, F. Acumulação e gasto improdutivo na economia do desenvolvimento. In: Fiori, J.; Medeiros, C. (Orgs.). Polarização mundial e crescimento. Rio de Janeiro: Vozes, 2001.

Summa, R.; Lara, F.; Serrano, F. PIB, demanda efetiva e variação de estoques: uma visão pessimista do que já ocorreu em 2017. Brasil Debate, 2017. Disponível em: <http://brasildebate.com.br/pib-demanda-efetiva-e-variacao-de-estoques-uma-visao-pessimista-do-que-ja-ocorreu-em-2017/>.