

Benção ou Maldição?

Acumulam-se as indicações de que a economia norte-americana começa a sair da crise em que mergulhou em 2008. Em especial, o setor privado americano vem acelerando sua expansão, com destaque para a construção civil. Não fosse o forte ajuste fiscal empreendido neste ano, o PIB dos EUA provavelmente já mostraria um desempenho bastante razoável em 2013.

Com efeito, o crescimento da economia dos EUA no segundo trimestre deste ano veio acima do esperado, contrabalançado em parte pela revisão para baixo nos dados do trimestre anterior. Ele foi acompanhado por uma geração de emprego relativamente forte e por elevações nos preços dos imóveis, que atingiram a casa de dois dígitos. E embora talvez ainda seja cedo para falar em uma recuperação sustentada — haja vista a frustração depois do forte crescimento anualizado do quarto trimestre de 2011 e primeiro de 2012 —, a revisão da séria histórica do PIB dos EUA revela um quadro menos negativo do que se supunha.

Esse desempenho tem provocado reações até certo ponto opostas entre os analistas quanto às suas implicações para a economia brasileira. Assim, de um lado, há aqueles que enxergam nessa recuperação o início da retomada da economia e do comércio mundiais — sobrepondo-se à *schadenfreude*¹ dos anti-americanistas, que, como sempre, torcem pelo pior. Nessa visão, o maior dinamismo americano puxaria o crescimento europeu e japonês, facilitando a solução dos graves problemas que esses países enfrentam há anos. O contágio positivo para as economias asiáticas, e destas para a América Latina e a África, viria em seguida. Obviamente, em que magnitude e a partir de quando a retomada americana contribuirá para impulsionar o restante do planeta, incluindo-se aqui com destaque a China, é motivo de especulação. Mas não deixa de ser interessante registrar que a vigorosa recuperação das exportações e importações chinesas de julho pode já estar refletindo a esperada retomada dos EUA.

Por outro lado, há também quem se preocupe com a capacidade de a economia brasileira atravessar sem solavancos esse período de transição em direção à volta de alguma normalidade na economia mundial. Isso devido à natureza das políticas de estímulo adotadas pelos países ricos durante a crise, com expansões monetárias de magnitude inédita na história mundial. Também essas políticas passarão por um processo de normalização, que se fará sentir, para o bem e para o mal, nos países emergentes.

Em especial, acumulam-se receios em relação ao fluxo de recursos internacionais, e às condições de financiamento das economias em desenvolvimento, devido ao término das recompras de títulos pelo FED. A evidência é relativamente clara de que há uma forte correlação entre a queda do rendimento dos títulos de renda fixa, públicos e corporativos, nos EUA e na América Latina, em especial no Brasil. Assim, a forte queda do

¹ Sentimento de satisfação em relação ao infortúnio do outro.

custo de financiamento do governo e das empresas brasileiras nos últimos cinco anos se explica mais pela política de afrouxamento monetário do Fed do que pelas políticas domésticas.

A simples perspectiva de que o FED venha a reduzir e depois interromper a compra de papéis no mercado já elevou o rendimento dos Treasuries americanos e derrubou o preço dos ativos mais líquidos nos países emergentes, como ocorreu no Brasil. O caso mais óbvio é o da moeda, que sofreu forte desvalorização frente ao dólar. O mercado também já não aceita financiar o Tesouro Nacional às mesmas taxas e condições de há um ano. A forte expansão das operações compromissadas no Banco Central reflete esse quadro, que acarreta um encurtamento do prazo médio de vencimento da dívida pública. A alta no custo de financiamento também levou as empresas a reduzirem suas emissões de ações e bonds. A lógica diz que, conforme esse processo avance e o rendimento dos títulos públicos americanos suba em direção ao seu padrão histórico, o custo de financiamento do governo e das empresas brasileiras vai aumentar. Com isso, o preço dos ativos vai cair, inclusive aqueles menos líquidos, como os do setor imobiliário.

Essas mudanças vão impactar a economia brasileira de várias formas. Algumas de suas consequências serão positivas, como a recuperação da competitividade da indústria, levando a um crescimento econômico mais balanceado. Outras serão ruins, mas inevitáveis, como a queda dos salários reais. Outras ainda vão exigir respostas apropriadas das autoridades, como os impactos da desvalorização cambial sobre a inflação e o do aumento do custo de financiamento do Tesouro sobre as finanças públicas. No todo, não parece fora de propósito concluir que, no curto prazo, os impactos negativos da recuperação americana vão se sobrepor aos ganhos que em algum momento a retomada trará para a economia brasileira.

Em meio a essas transformações com impacto a mais médio prazo, a conjuntura econômica segue caracterizada pela elevada volatilidade dos indicadores de inflação e atividade. No front inflacionário, em particular, teve-se em julho algum alívio, com a variação do IPCA vindo, como esperado, bem próxima de zero. A proporção de itens com variação de preços positiva também caiu, para 58% do total, ante 73% em fevereiro deste ano. Como em agosto também se espera, por motivos sazonais, uma taxa pequena para o IPCA, poder-se-ia concluir que a inflação está sob controle, especialmente se levarmos em conta que o mercado de trabalho apresenta sinais de desaquecimento.

Mas a tendência de prazo mais largo que o próximo mês não permite muito otimismo. E isso porque por trás da redução para 6,3% da taxa acumulada em 12 meses até julho existem fatores transitórios, além da sazonalidade, que não necessariamente operarão em horizontes mais longos que os deste ano: a queda do preço dos alimentos e a reversão do reajuste das tarifas de transporte público. Da mesma forma, a alta do dólar provavelmente atuará para pressionar a inflação. E os preços dos administrados só têm ficado dentro de uma zona de conforto porque o governo vem efetuando pesados gastos em subsídios à eletricidade, impondo perdas à Petrobrás, contido as tarifas de ônibus, metrô e pedágios — contando, para isso, com a ajuda de alguns governos locais, em boa medida como resposta às manifestações de rua dos últimos meses. Ou seja, no curto

prazo, tem-se uma benção dada pelas baixas taxas do IPCA de julho e, previsivelmente, agosto. A mais longo prazo ronda a maldição implícita na inflação reprimida pelas regras e práticas acima mencionadas.

Um terceiro sinal positivo foi o crescimento da produção industrial de junho (+1,9%), revertendo a forte queda do mês anterior. No entanto, os sinais para julho, a partir dos poucos indicadores disponíveis, sugerem continuidade na volatilidade das taxas mensais, daí resultando pouca esperança de uma recuperação forte e sustentada. Apesar do bom resultado da indústria em junho, nossa avaliação do desempenho do nível de atividade no segundo trimestre deste ano aponta para uma taxa ligeiramente inferior à do primeiro, que atingiu 0,7% com a nossa revisão da série trimestral dessazonalizada do IBGE (antes da nossa revisão, 0,55%, que é o resultado atual das Contas Nacionais Trimestrais). O resultado do segundo trimestre decorre, em grande medida, do bom desempenho do investimento.

Já a taxa do PIB acumulada em 12 meses elevou-se de 1,5% em maio para 1,6% em junho, indicando uma melhora da atividade econômica ao longo do primeiro semestre. Mas nada que possa ser julgado excepcional. O pior é que o cenário para o segundo semestre é preocupante. Com as informações disponíveis até o presente momento, incluindo-se os resultados das sondagens do IBRE, é possível prever preliminarmente um crescimento da ordem de apenas 0,2% neste terceiro trimestre (tst). Se este cenário se confirmar, o risco de termos uma taxa de crescimento abaixo de 2,0% no ano de 2013 eleva-se consideravelmente.

Um resumo dos demais destaques deste Boletim inclui:

- As estimativas do IBRE indicam que o crescimento do segundo trimestre deste ano foi levemente inferior ao do primeiro. A média móvel do nosso Indicador de Atividade Econômica atingiu 0,6% em junho, que é nossa previsão de crescimento para o PIB do segundo trimestre. Com esse resultado, a taxa acumulada em 12 meses elevou-se de 1,5% em maio para 1,6% em junho. O carregamento estatístico estimado para o crescimento deste ano é de 1,8%, um resultado bem melhor que o registrado no ano passado (0,9%), e ainda sugere um crescimento em torno de 2,0% para 2013.
- Já a média móvel trimestral do Indicador Mensal do Investimento do IBRE reduziu-se para 1,6% em junho, ante 2,0% em maio. Ainda assim, o bom desempenho do investimento continua sendo um fator importante a impulsionar o resultado esperado para o segundo trimestre. Ainda pelo lado da demanda, um aspecto relevante é a contribuição positiva das transações externas para o crescimento do segundo trimestre: as exportações aumentaram 6,0%, contra alta de 3,2% das importações.
- A forte queda da confiança de empresários e consumidores em julho refletiu uma piora da percepção em relação ao ambiente econômico e levou os índices de confiança do IBRE ao menor nível em quatro anos. Do lado empresarial, a tendência foi disseminada entre os segmentos econômicos e ocorreu tanto nas avaliações sobre o presente quanto nas expectativas. O Índice de Confiança agregado de quatro setores caiu ao menor

nível desde julho de 2009. Com piora acentuada nas avaliações sobre o presente e impacto moderado sobre as expectativas, o Índice de Confiança do Consumidor recuou ao menor nível desde maio de 2009.

- Caso a confiança empresarial e de consumidores permaneça nesses níveis historicamente baixos nos próximos meses, colaborará para intensificar o quadro de desaceleração da economia esperado para o segundo semestre de 2013. Nos segmentos empresariais, as expectativas podem abalar o ânimo para investimentos produtivos e implicar maior cautela nas contratações. Na ponta do consumidor, o aumento da incerteza irá contribuir para uma postura mais cautelosa em relação às compras de maior valor.
- O mercado de trabalho aparentemente começou a apresentar desaceleração em junho. A taxa de desemprego superou a do mesmo mês no ano anterior pela primeira vez desde agosto de 2009, avançando de 5,9% (junho de 2012) para 6,0% (junho de 2013). A taxa com ajuste sazonal confirma o enfraquecimento, ao atingir 5,7% em junho, com aumento de 0,5 ponto percentual (p.p.) em relação a março. A tendência de curto prazo é de continuidade do enfraquecimento: para julho, nossa previsão é de uma taxa dessazonalizada de 5,8%.
- Existem indicações de que a inflação de 2013 pode ficar abaixo da de 2012, expectativa essa reforçada pelo IPCA de julho. Se isso ocorrer, será graças, especialmente, aos preços administrados, que terão alta muito modesta este ano. Mas ainda é incerto se a alta do IPCA este ano ficará de fato abaixo dos 5,84% de 2012, devido a pressões com direções opostas, analisadas em mais detalhe na seção de inflação deste Boletim.
- No que diz respeito à política monetária, é possível notar um viés ligeiramente mais *dovish* no mais recente documento formal emitido pelo BC. De fato, os dirigentes do BC revelam menor entusiasmo com o desempenho dos países emergentes e menos otimismo com o da economia brasileira na ata da reunião de julho do COPOM.
- Além disso, os membros desse Comitê parecem preocupados apenas com os efeitos secundários da depreciação cambial, deixando claro que não combaterão os efeitos diretos. O argumento parece correto, na medida em que se entende a depreciação da moeda como um choque adverso. Mas chamar atenção para esse ponto num momento de expectativas mal ancoradas e inflação no topo da margem de tolerância não passa sinal de firmeza.
- A combinação desse viés mais “baixista” de juro com expectativas de atividade econômica muito fraca no terceiro trimestre nos leva a rever a nossa projeção de ajuste total da taxa de juro. A nosso ver, daqui por diante, provavelmente teremos mais 75 pontos de ajuste, perfazendo um total de 200. Com a economia dando sinais de estagnação no terceiro trimestre, dificilmente o BC dará prosseguimento ao ciclo de alta da taxa de juro.
- A seção dedicada à política fiscal ocupa-se dos efeitos fiscais das desonerações das folhas salariais, que tiveram forte impacto exatamente sobre a fonte mais dinâmica da arrecadação tributária federal e nacional dos últimos anos. Os poucos resultados conhecidos indicam que a renúncia decorrente da desoneração atingiu em

fevereiro 0,27% do PIB, chegando a 4,4% da arrecadação da previdência. Mas a situação piorou depois dessa data: as percentagens subiram para 0,4% do PIB e 6,8% da receita em junho, respectivamente. A renúncia projetada para este ano atingirá R\$ 21,8 bilhões, valor muito acima dos R\$ 12,8 bilhões inicialmente estimados ou dos R\$ 2,5 bilhões previstos na lei de diretrizes (LDO) deste ano. Em 2014, o impacto será maior: nossa previsão é que o benefício ampliado para 66 setores pode reduzir a receita previdenciária em R\$ 34,4 bilhões.

- A análise do setor externo destaca as revisões para baixo do saldo comercial para 2013: de US\$ 15,5 bilhões para US\$ 5 bilhões entre janeiro e agosto, segundo o Boletim Focus. Entretanto, o déficit de US\$ 1,9 bilhão registrado em julho sugere que as previsões do mercado ainda podem ser otimistas. Nosso cenário, com premissas moderadamente otimistas, sugere um superávit comercial entre US\$1,5 e US\$ 2 bilhões, apenas.
- A partir deste mês o Boletim Macro IBRE passa a contar com uma nova seção, escrita por um analista convidado. Neste, temos a honra de poder apresentar uma contribuição de Fernanda Guardado, do Banco Brasil Plural, que escreveu um artigo exclusivo para este Boletim intitulado “Menor oferta e menor demanda: para onde vai o equilíbrio do mercado de trabalho”.
- Finalmente a seção Em Foco, de autoria de Fernando Veloso, Luiza Niemeyer e Samuel Pessôa, analisa a desaceleração recente do crescimento chinês, substituindo o Panorama Internacional.

Regis Bonelli, Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos

Para facilitar a consulta do eventual leitor, segue uma relação das seções deste Boletim acompanhada das páginas em que se encontram e de links para fácil localização.

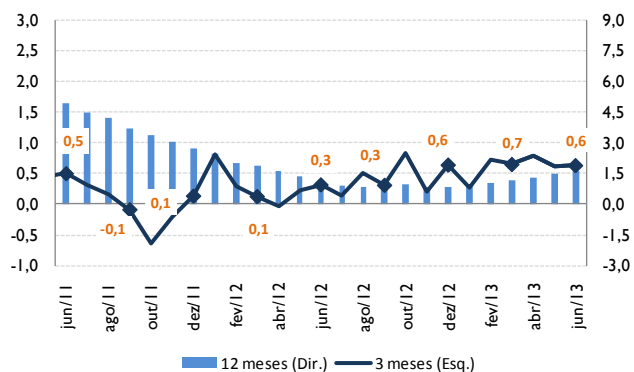
1. Atividade Econômica	6
2. Expectativas de Empresários e Consumidores	9
3. Mercado de Trabalho	10
4. Inflação	12
5. Política Monetária	13
6. Política Fiscal	14
7. Setor Externo	16
8. Analista Convidado	17
9. Em Foco IBRE: A Desaceleração do Crescimento Chinês	19

1. Atividade Econômica

Nossas estimativas para junho indicam que o crescimento do segundo trimestre deste ano foi levemente inferior ao do primeiro. A média móvel do Indicador de Atividade Econômica (IAE)² do IBRE atingiu 0,6% em junho — sendo, portanto, nossa previsão de crescimento para o PIB do segundo trimestre (Gráfico 1). O gráfico já incorpora a revisão da taxa de crescimento do PIB do primeiro trimestre, de 0,55% para 0,70%, devido à alteração dos fatores sazonais. Com esses resultados, a taxa acumulada em 12 meses elevou-se de 1,5% em maio para 1,6% em junho, indicando uma melhora da atividade econômica ao longo do primeiro semestre, valendo recordar que a taxa mínima em 12 meses ocorreu em dezembro (0,9%).

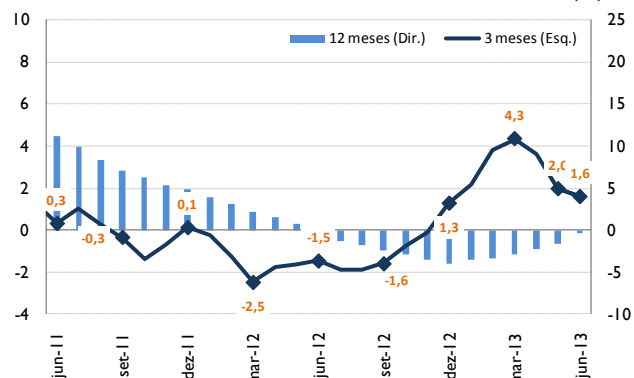
Pela ótica da demanda, o bom resultado esperado para o segundo trimestre decorre, em grande medida, do bom desempenho do investimento. A produção de bens de capital cresceu 3,9% no trimestre abril-junho, em relação ao trimestre anterior. No entanto, apesar de esse resultado ter sido favorável, ele representa uma desaceleração em relação ao crescimento registrado no primeiro trimestre, quando a formação bruta de capital fixo aumentou 9,2% (tst). Cabe observar que o quantum importado de bens de capital também desacelerou no período: de 3,0% para -2,4%, na mesma base de comparação. Apenas a produção de insumos para a construção civil apresentou uma aceleração: de 0,9% para 1,6%.

Gráfico 1: Indicador de Atividade Econômica – IAE * (%)



* Percentuais de crescimento em relação ao trimestre anterior e acumulados em 12 meses em relação aos 12 meses anteriores, médias móveis com ajuste sazonal, jun. de 2011 – jun. de 2013, %.
Fontes: IBGE e IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 2: Indicador Mensal do Investimento – IMI * (%)



* Percentuais de crescimento em relação ao trimestre anterior (eixo da esquerda) e acumulados em 12 meses em relação aos 12 meses anteriores (eixo da direita), médias móveis com ajuste sazonal, jun. de 2011 a jun. de 2013, %.
Fontes: IBGE e IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

² O IAE é um indicador do nível de atividade da economia brasileira que visa reproduzir o desempenho do PIB em bases mensais. Ele está ancorado no PIB trimestral dessazonalizado do IBGE, no sentido de que em cada trimestre calendário sua variação é idêntica à do índice daquele Instituto.

Com isso, a média móvel trimestral do Indicador Mensal do Investimento (IMI)³ do IBRE reduziu-se para 1,6% em junho, ante 2,0% em maio (Gráfico 2). Mesmo assim, em valores acumulados em 12 meses, o investimento continuou melhorando: de -1,7% em maio para -0,5% em junho. Com essa previsão para o segundo trimestre, o carregamento estatístico da Formação Bruta do Capital Fixo para o ano é de 5,8%. Nesse sentido, um crescimento relativamente elevado para o investimento em 2013 parece garantido. Porém, há vários fatores que apontam para uma nova desaceleração do investimento ao longo do segundo semestre: taxa de juros mais elevada, taxa de câmbio mais depreciada, confiança empresarial em baixa e maior incerteza sobre os rumos da economia doméstica. Todos estes fatores inibem o investimento, como mostram nossos modelos de projeção.

Quanto aos demais componentes da demanda final, nossa previsão para o trimestre é de que o consumo das famílias terá crescido 0,8% em relação ao trimestre anterior, acelerando bastante frente ao resultado de -0,4% do primeiro trimestre de 2013. Já o consumo do governo deverá crescer 1,2% sob a mesma métrica, ante 0,1% no trimestre anterior.⁴ Quanto às transações externas, espera-se, finalmente, uma contribuição positiva: as exportações aumentaram 6,0% e as importações aumentaram 3,2% no trimestre. Mas, com relação às exportações, a taxa ainda está negativa em valores acumulados em quatro trimestres, -0,1% (Tabela 1).

Tabela 1: Projeções para o PIB no Segundo Trimestre de 2013 – Ótica da Demanda (%)

	2T13/1T13	2T13/2T12	Acum. em 4 trimestres
PIB	0,6	2,3	1,6
Consumo das famílias	0,8	2,3	2,9
Consumo do governo	1,2	2,0	2,5
FBCF	1,6	6,0	-0,5
Exportações	6,0	6,2	-0,1
Importações	3,2	9,5	2,5

Fontes: IBGE e IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

Pelo lado da oferta, espera-se um expressivo crescimento de 1,6% da indústria (tst), com destaque para as indústrias de transformação e da construção civil (Tabela 2). A agropecuária desacelerou em relação ao trimestre anterior, mas, devido aos bons indicadores da pecuária, ainda terá registrado crescimento de 1,9% na margem. Finalmente, espera-se um crescimento modesto para o setor de serviços, de apenas 0,4%. Este resultado representa uma desaceleração do setor em relação ao mesmo período do ano anterior: 1,7% (2T13/2T12) ante 1,9% (1T13/1T12).

³ O IMI é um indicador mensal do investimento que visa reproduzir o desempenho da Formação Bruta de Capital Fixo em bases mensais. Em cada trimestre calendário, sua variação é idêntica à do índice trimestral da Formação Bruta de Capital Fixo das Contas Nacionais. Também é esperada uma revisão da taxa de crescimento da FBCF do primeiro trimestre de 4,6% para 4,3%.

⁴ Estima-se que a taxa de crescimento tst do consumo das famílias e do governo do primeiro trimestre serão revisadas de 0,1% para -0,4% e de 0% para 0,1%.

**Tabela 2: Projeções para o PIB no Segundo Trimestre de 2013 –
Ótica da Oferta (%)**

	2T13/1T13	2T13/2T12	Acum. em 4 Trimestres
PIB	0,6	2,3	1,6
Agropecuária	1,9	8,5	6,0
Indústria	1,6	2,6	0,1
Extrativa mineral	-5,7	-6,7	-4,4
Ind. de transformação	2,0	5,0	0,5
Construção civil	4,8	4,6	1,1
Prod. e dist. de elet., gás, etc.	1,4	3,0	3,0
Serviços	0,4	1,7	1,8

Fontes: IBGE e IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

O carregamento estatístico estimado para o crescimento deste ano é de 1,8%, um resultado bem melhor que o registrado no ano passado (0,9%). Isso ainda sugere um crescimento em torno de 2,0% para 2013. Entretanto, o cenário para o segundo semestre é preocupante. Por um lado, a agropecuária contribuirá negativamente para o PIB; por outro, como discutido na Seção da Análise das Sondagens, os indicadores antecedentes dos outros setores estão cada vez piores, revelando forte desaceleração com relação ao segundo trimestre.

As informações disponíveis até o momento apontam para uma taxa de crescimento da ordem de apenas 0,2% neste terceiro trimestre (tst). Se este cenário se confirmar, o risco de termos uma taxa de crescimento abaixo de 2,0% eleva-se consideravelmente.

Com relação à produção física da indústria (PIM-PF), após a forte alta de junho de 1,9%, revertendo a queda de maio de 1,8%, nossa previsão é de que esse indicador apresente uma contração moderada em julho. Ou seja, mantém-se o quadro recente de elevada volatilidade na margem. Deve-se ressaltar, contudo, que a maior parte dos dados utilizados como indicadores coincidentes para acompanhar o desempenho do setor (como ABPO, ABCR, dados setoriais, etc.) ainda não foi divulgada. Portanto, nossas estimativas para a produção industrial de julho são preliminares.

A análise anterior sugere que o quadro geral da economia brasileira continua preocupante. Fatores transitórios explicam, em grande medida, o crescimento estimado para o primeiro semestre. Mas nossas análises e indicadores sugerem que para o restante do ano, o crescimento será ainda mais lento do que o até aqui registrado.

Regis Bonelli, Silvia Matos e Vinícius Botelho

2. Expectativas de Empresários e Consumidores⁵

A forte queda da confiança de empresários e consumidores em julho refletiu expressiva piora da percepção em relação ao ambiente econômico e levou os índices de confiança do IBRE ao menor nível em quatro anos. Do lado empresarial, a tendência foi disseminada entre os segmentos econômicos e ocorreu tanto nas avaliações sobre o presente quanto nas expectativas. O Índice de Confiança agregado de quatro setores caiu ao menor nível desde julho de 2009. Com piora acentuada nas avaliações sobre o presente e impacto moderado sobre as expectativas, o Índice de Confiança do Consumidor recuou ao menor nível desde maio de 2009.⁶

A deterioração de julho foi influenciada por diversos fatores, entre os quais o desapontamento com o crescimento da economia, a inflação e a instabilidade do cenário internacional. Em meio ao cenário nebuloso, as manifestações populares e seus potenciais desdobramentos sócio-políticos adicionaram ingrediente de incerteza.

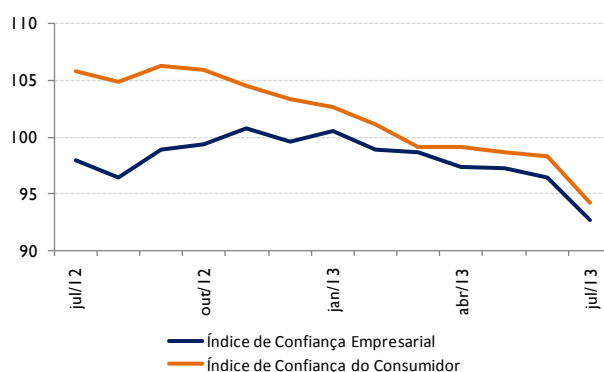
Na indústria, houve piora em 10 de 14 segmentos. Entre os sinais de que o setor possa estar passando de uma fase de recuperação para uma de desaceleração

está a piora do humor no segmento de bens de capital, que vinha otimista até junho. Como seria de se esperar, dado o perfil cíclico defasado dos investimentos produtivos, este seria o último segmento a desacelerar. No setor de Serviços, a confiança recuou em 11 de 12 segmentos, com destaque negativo para as expectativas menos otimistas desde abril de 2009.

O consumidor brasileiro continua preocupado com a economia. Em julho, pela primeira vez desde 2009, houve piora estatisticamente significativa no indicador de percepção sobre o mercado de trabalho, que recuou ao patamar do final de 2010. As previsões em relação à situação financeira familiar continuam relativamente favoráveis, sugerindo que o consumidor manterá a postura cautelosa mesmo não considerando ainda como certa a piora das finanças domésticas.

Em julho, foi incluído um quesito especial em todas as sondagens empresariais sobre o efeito das manifestações populares nos negócios. O resultado mostrou que, em média, cerca de 1/3 das empresas se sentiram afetadas, 58% não se sentiram afetadas e 8% não souberam responder. O setor da Construção foi o que menos se sentiu afetado (24% das empresas disseram Sim), seguido

Gráfico 3: Aceleração da Queda em Julho*



* Índice de Confiança Empresarial e Índice de Confiança do Consumidor, em pontos, média dos últimos 60 meses = 100, com ajuste sazonal.
Fonte e Elaboração: IBRE/FGV.

⁵ O autor agradece a colaboração de Vitor Vidal Velho.

⁶ No caso dos índices de confiança da Indústria e de Serviços, cujas séries se iniciam anteriormente a 2009, o resultado de julho é o pior desde aquele ano. Já os índices do Comércio e da Construção, iniciados em 2010, estão no menor nível histórico (Comércio) ou no segundo menor (Construção).

pela Indústria (28%), Serviços (36%) e Comércio (47%). A agregação dos resultados das empresas nos diferentes subgrupos (Sim, Não e Não sei) em diferentes quesitos da pesquisa mensal mostra que a piora da confiança foi mais expressiva entre as empresas que se sentiram afetadas, resultado mais robusto nos quesitos voltados ao presente do que nas expectativas.

Tabela 3: Confiança Historicamente Baixa
(Índices de Confiança, variação no mês e em pontos, com ajuste sazonal)

	Índices de Confiança				
	Serviços	Indústria	Comércio *	Construção *	Consumidor
Var.% em julho	-6,4	-4,0	-0,2	2,3	-4,1
Índice de julho (em pontos)	111,7	99,6	121,9	117,1	108,3
Menor desde	Junho/09 (110,2)	Julho/09 (95,7)	Menor da série histórica	2º menor **	Maior/09 (103,6)

* séries iniciada em março de 2010 (Comércio) e julho de 2010 (Construção). Ajuste sazonal em caráter experimental.

** O menor índice da série foi registrada no mês anterior (114,5 pontos). Fonte e Elaboração: IBRE/FGV.

A permanência da confiança empresarial e de consumidores em níveis historicamente baixos nos próximos meses, caso ocorra, colaborará para intensificar o quadro de desaceleração da economia esperado para o segundo semestre de 2013. Nos segmentos empresariais, o maior comprometimento das expectativas pode abalar o ânimo para investimentos e implicar maior cautela nas contratações. Na ponta do consumidor, o aumento da incerteza levará a uma postura mais cautelosa em relação às compras de maior valor.

Aloísio Campelo Jr.

3. Mercado de Trabalho

Mercado de Trabalho: Sinais de Enfraquecimento

Os dados da PME indicam desaceleração do mercado de trabalho em junho. A taxa de desemprego em relação ao mesmo mês do ano anterior subiu pela primeira vez desde agosto de 2009, avançando de 5,9% (junho de 2012) para 6,0% (junho de 2013). A taxa com ajuste sazonal confirma o enfraquecimento ao atingir 5,7% em junho, com aumento de 0,5 ponto percentual (p.p.) em relação a março. A tendência de curto prazo é de continuidade do enfraquecimento em julho: nossa previsão é de uma taxa dessazonalizada de 5,8%.⁷

A elevação da taxa de desemprego já seria por si só suficiente para mostrar a desaceleração do mercado de trabalho. Além dela, a PME também mostrou que o crescimento do rendimento real continua perdendo força (Gráfico 4), sinalizando que acabou o ciclo de forte crescimento dos rendimentos reais em conjunção com desemprego baixo. A redução da renda média habitual real entre os meses de junho e maio foi de 0,15% (0,21% com ajuste sazonal). A evolução dos

⁷ Essa previsão pode ser considerada conservadora, pois as manifestações de rua provavelmente afetaram negativamente as expectativas de trabalhadores e empresas em julho.

rendimentos do trabalho advém de uma retração da demanda por mão de obra, que prepondera sobre o baixo crescimento da oferta que resulta do menor crescimento populacional e da maior permanência dos jovens na escola.

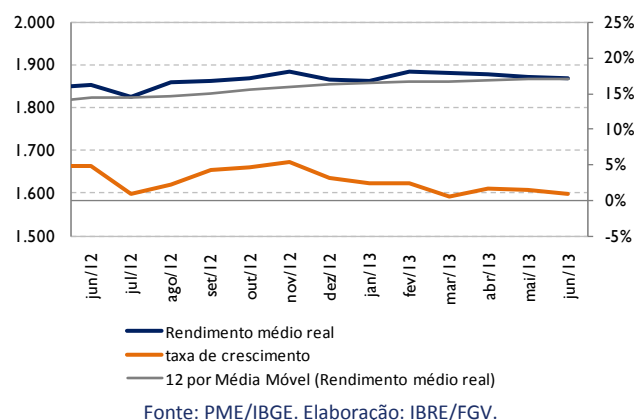
Os dados do CAGED reforçam o arrefecimento do mercado de trabalho.⁸ A geração de empregos no acumulado em 12 meses (667 mil, Tabela 4) foi a mais baixa desde 2009. A abertura por setor mostra recuperação somente na indústria. Entretanto, esse resultado não sinaliza uma indústria forte, mas sim uma recuperação de um nível muito baixo. Mesmo atividades do setor terciário têm apresentado forte desaceleração das contratações líquidas recentemente. Somente o setor de serviços apresentou elevação na geração de empregos na comparação de junho de 2013

em relação a junho de 2012 (+46%). Nesse mesmo período, a indústria (extrativa, transformação e SIUP) apresentou queda de 21% na geração de novos postos de trabalho. Esses resultados, aliados à queda do indicador de Emprego Previsto do Índice de Sondagens da Indústria do IBRE,⁹ mostram que as contratações nesse setor, geradas no início do ano, podem ter ficado para trás. Além disso, as manifestações ocorridas em junho e julho podem ter provocado uma piora nos setores de comércio e serviços. Isso tudo confirma os sinais de uma deterioração em curso do mercado de trabalho.

Os dados do CAGED e da PME confirmam, portanto, indícios levantados na seção Em Foco do Boletim do mês anterior, que já captava sinais de enfraquecimento do mercado de trabalho. A redução na geração de vagas afeta diversos setores e regiões, não parecendo fruto de desaceleração pontual.

No entanto, a desaceleração do mercado de trabalho não deve ocasionar mudanças bruscas na taxa de desemprego de 2013. A taxa acumulada nos seis primeiros meses (5,7%) é inferior à registrada nos primeiros seis meses de 2012 (5,9%). Além disso, a geração de vagas, embora fraca, continua positiva. E levando-se em conta uma entrada mais lenta no mercado de trabalho, não se espera uma elevação substancial da taxa de desemprego no curto prazo.

Gráfico 4: Rendimento Médio Real dos Ocupados (Eixo Esquerdo) e a Taxa de Crescimento em Relação o Mesmo Mês do Ano Anterior (Eixo Direito)



⁸ A seção do analista convidado deste Boletim contém uma análise do mercado de trabalho com enfoque distinto do aqui adotado, mas conclusões essencialmente semelhantes.

⁹ Esse componente avalia a previsão de contratação pelo setor nos três meses seguintes, incluindo o de realização da pesquisa.

Tabela 4: Saldo Líquido de Empregos (em milhares) por Setor de Atividade (mensal e acumulado 12 meses)

Setores de Atividade	Mensal			Acumulado em 12 meses		
	jun-12	jun-13	var %	jun-12	jun-13	var %
Total	120,4	123,8	2,8	1.159,1	667,5	-42,4
Extrativa Mineral	1,3	0,7	-44,7	15,7	4,0	-74,5
Indústria de Transformação	10,0	7,9	-20,5	43,3	87,5	102,1
Serviços Industriais de Utilidade Pública	2,2	0,5	-76,8	8,1	7,9	-2,6
Construção Civil	4,2	2,1	-50,7	157,9	7,1	-95,5
Comércio	11,0	8,3	-24,5	294,2	202,8	-31,1
Serviços	30,1	44,0	46,1	674,7	404,7	-40,0
Administração Pública	1,5	1,2	-15,4	15,1	-1,7	-111,1
Agropecuária	60,1	59,0	-1,9	-49,9	-44,9	-10,1

Fonte: CAGED/MTE. Elaboração: IBRE/FGV.

Rodrigo Leandro de Moura e Fernando de Holanda Barbosa Filho

4. Inflação

Os Rumos da Inflação no Curto e Médio Prazo

Passado o primeiro semestre, pode-se dizer, cada vez com mais segurança, que a inflação de 2013 será inferior à de 2012. O IPCA de julho, o menor desde julho de 2010, reforça essa expectativa. Esse resultado se deve essencialmente aos preços administrados. Tradicionalmente, esses são os preços reajustados por contratos ou por decisão da administração pública, cuja alta, este ano, não deverá ultrapassar 2%. É verdade que alguma incerteza ainda persiste quanto ao número final da inflação em 2013, em virtude de pressões com direções opostas.

As principais contribuições para a atenuação da inflação oriundas dos administrados partiram das tarifas de energia elétrica e de ônibus urbano. Nos últimos tempos, todavia, a administração pública também ampliou a sua atuação direta sobre os preços por meio de desonerações tributárias. Isso ocorreu com alimentos e artigos de higiene pertencentes à cesta básica que, a partir de março, deixaram de recolher PIS e COFINS. Houve também o adiamento da recomposição integral do IPI incidente sobre os preços dos automóveis novos.

Em relação aos demais componentes, se hoje os produtos *in natura* estão em forte desaceleração, pressões vindas do campo ameaçam os preços de laticínios, carnes e derivados do trigo, podendo se materializar no IPCA no prazo de um a dois meses. O câmbio é outra fonte potencial de repasses, detectados por enquanto apenas em produtos do grupo alimentação. O setor serviços – que responde por 25% do IPCA – não mostra sinais claros de arrefecimento em 2013 e se apresenta como limitante à tendência de recuo da inflação. A taxa em 12 meses desse grupo manteve-se acima de 8% por todo o primeiro semestre e deve se sustentar nesse patamar pelos próximos meses.

De qualquer forma, a reduzida contribuição dos preços administrados e de parcela administrada dos preços livres tende a prevalecer, aumentando a probabilidade de registrar-se, em 2013, taxa

inflacionária inferior à de 2012. A mesma segurança quanto à continuidade da trajetória descendente da inflação não se transmite automaticamente para 2014. No próximo ano, a composição de impactos nos índices de preços deverá ser diferente daquela vista em 2013. A tarifa de energia elétrica é o melhor exemplo, pois é improvável que se verifique queda, como em 2013.

De elaboração mais complexa é o prognóstico quanto à evolução das tarifas de transporte público. Neste caso, há duas restrições contrárias. A primeira, de natureza política, conduziria a uma repetição do que ocorreu em 2013. Por outro lado, o congelamento das tarifas, em algumas cidades pelo terceiro ano consecutivo, representa uma pressão fiscal adicional, com possíveis repercussões inflacionárias. Dessa forma, a participação dos administrados na inflação pode dobrar em 2014.

Analogamente, os preços dos bens duráveis poderão avançar mais no próximo ano, pois as desonerações tributárias que entraram em vigor em 2012 não devem ser novamente prorrogadas como foram em 2013. Já no setor serviços, apesar da persistência de altas acima da taxa média de inflação, poderá haver alguma desaceleração. A razão para esse comportamento está na regra de correção do salário mínimo, que funciona como balizador para reajustes de preços de serviços. O crescimento do PIB de 0,9%, em 2012, e a expectativa de inflação abaixo de 6%, em 2013, farão com que o reajuste do salário mínimo não chegue a 7% em 2014. A título de comparação, em 2012 e 2013, os reajustes foram de 14,1% e 9,0%, respectivamente.

Os alimentos, sempre imprevisíveis, deverão ser, portanto, mais uma vez o fiel da balança, determinando se a trajetória de desaceleração da inflação esperada para 2013 se prolongará até 2014.

Salomão Quadros e André Braz

5. Política Monetária

O Enfraquecimento da Economia e a Política de Juro

A ata da reunião do Copom de 10 de julho trouxe algumas modificações importantes comparativamente à anterior. A primeira tem a ver com certa perda de entusiasmo com o desempenho dos países emergentes. A segunda relaciona-se com o que se espera da própria economia doméstica. Pelo visto, os dirigentes do BC não mais acreditam que a trajetória de crescimento da economia esteja “alinhada com o crescimento potencial”, como se dizia anteriormente. A eliminação dessa referência parece sugerir revisão para baixo das expectativas de crescimento, raciocínio que se confirma quando se lê que o bom comportamento da absorção interna depende da “reversão tempestiva” do movimento de queda da confiança das famílias e dos empresários.

A terceira alteração de relevo refere-se à inclusão de um item sobre a reação do BC em resposta à recente depreciação cambial. A perda de valor do real tem óbvios efeitos inflacionários, em especial devido ao fato de a inflação observada já se situar ao redor do limite superior da margem

de tolerância. Ao tratar do assunto, os dirigentes do BC afirmam que a depreciação constitui mudança de preço relativo, de impacto adverso sobre a inflação de curto prazo. Mas acrescentam que se preocupam apenas com seus efeitos secundários, de prazos mais longos. Quando se entende a depreciação cambial como um choque adverso, o enfoque parece teoricamente correto. O problema aqui é o sinal *dovish* que esse destaque transmite, num momento de expectativas desancoradas e inflação observada acima da margem superior de tolerância.

O Boletim de julho trouxe nossa expectativa de ajuste total da taxa Selic. Na ocasião, dissemos que o juro provavelmente subiria “200 pontos, ou um pouco mais”. Tal cenário foi traçado quando ainda desconhecíamos o teor da ata aqui analisada, mas não precisaria ser alterado somente com a divulgação do documento, indicativo da falta de apetite do BC para fazer ajuste mais agressivo. De lá para cá, porém, surgiram novas informações, passíveis de marginalmente diminuir ainda mais essa falta de apetite.

A novidade mais relevante talvez seja a acentuada queda na margem dos índices de confiança da indústria, dos serviços e do consumidor. Ademais, a indústria provavelmente experimentou estagnação em julho enquanto o setor primário andou para trás. O recém-criado indicador antecedente do *Conference Board*/IBRE igualmente sinaliza fraqueza da economia. São notícias que nos fazem pensar em crescimento econômico quase nulo no terceiro trimestre (ver seção sobre atividade econômica).

As três últimas reuniões do Copom deste ano serão concluídas em 28 de agosto, 9 de outubro e 27 de novembro. O PIB no terceiro trimestre só será conhecido em 3 de dezembro. No final de novembro, porém, ao decidir sobre a taxa Selic, o BC disporá de informações que, com boa margem de segurança, lhe sinalizarão a precária performance da economia, fator este que por si só inibiria aumento adicional da taxa de juro.

Diante disso, e levando-se em conta a projetada reversão da tendência altista da inflação de 12 meses a partir de julho, bem como a continuidade da política de postergação de aumentos de alguns preços administrados, acreditamos que teremos mais duas altas de juro: 50 pontos em agosto e possivelmente 25 em outubro. A gradual percepção do enfraquecimento da economia justificaria a redução de ritmo. Na medida em que este cenário se confirme, não passaríamos, portanto, de 200 pontos de alta.

José Júlio Senna

6. Política Fiscal

Uma Desoneração que Onera o Futuro

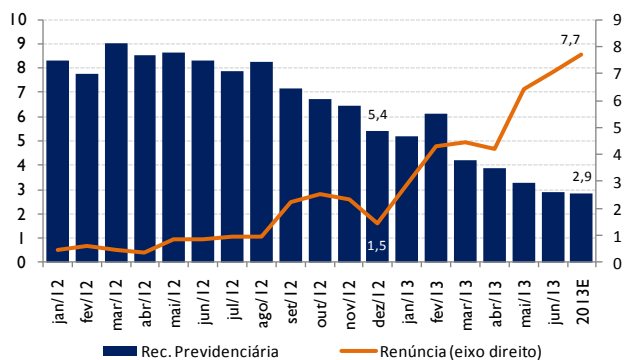
A política de desoneração salarial foi idealizada para ser uma forma setorialmente focalizada para induzir aumento de competitividade. Para tanto, o governo alterou a base de cálculo (da folha para faturamento líquido de exportações) e reduziu a alíquota (de 20% para 1%) da contribuição dos empregadores para a previdência social. Inicialmente, o foco eram as atividades intensivas em

mão de obra e mais expostas à concorrência internacional (como vestuário, têxtil e calçados). Isso foi abandonado com sucessivas ampliações da lista de atividades, e passou a ser um objetivo genérico de aumentar emprego e produção.

As desonerações foram iniciadas justamente quando o desemprego recuou para as mais baixas taxas históricas e foram ampliadas quando o câmbio se desvalorizou, momento em que, em princípio, eram menos necessárias. Além disso, não existem critérios que condicionem o benefício ao desempenho, nem métrica de avaliação. Até há pouco também se desconhecia uma medida *ex-post* do valor da renúncias efetivamente concedidas. Isso foi atenuado com tabulações especiais cedidas pela Receita Federal (RFB), que nos permitiram quantificar o impacto macro e rever as projeções do montante da renúncia.¹⁰

As desonerações impactaram duramente a mais dinâmica fonte da arrecadação tributária federal e nacional dos últimos anos, conforme ilustrado no Gráfico 5. O crescimento real e anualizado da arrecadação previdenciária superava a casa de 8% em meados de 2011, quando se anunciou a desoneração. Em seguida, essa taxa caiu para menos de 3% em junho de 2013. Como a massa salarial não diminuiu nesse período, infere-se que a desoneração foi decisiva para o recuo marginal da carga tributária federal e nacional, mas serviu para aumentar o déficit da previdência social e afetar o cumprimento das metas fiscais.

Gráfico 5: Dinâmica das Receitas Previdenciárias vis-à-vis a Ampliação das Desonerações sobre a Folha de Pagamento 2012/2013 (%) *



* taxa de cresc. acum. 12 meses (eixo esq.); % da rec. Previdenciária (eixo dir.) Fonte: Receita Federal. Elaboração: IBRE/FGV.

Os poucos resultados conhecidos indicam que a renúncia decorrente da desoneração atingiu em fevereiro (último mês detalhado pela RFB) a 0,27% do PIB e a 4,4% do arrecadado pela previdência. Mas a situação piorou depois dessa data, pois as percentagens subiram para 0,4% do PIB e 6,8% da receita em junho. A julgar pelos resultados recentes e a elevação para 42 setores beneficiados, a renúncia projetada para 2013 atingirá R\$ 21,8 bilhões, valor muito acima dos R\$ 12,8 bilhões inicialmente estimados ou dos R\$ 2,5 bilhões previstos na lei de diretrizes (LDO) deste ano. Dessa forma, cerca de um sexto da arrecadação previdenciária já foi de alguma forma afetada pelas desonerações, mesmo sem considerar o efeito de todas as desonerações de 2013.

Em 2014 o impacto será maior. Os 42 setores contemplados terão uma perda de receita reestimada em R\$ 29 bilhões, pois somam-se aos atuais mais 14 setores recém-desonerados (como transportes, comunicações sociais, serviços para obras) com efeito estimado pela Fazenda em R\$ 5,4 bilhões. Logo, nossa previsão é a de que o benefício para os 66 setores pode reduzir a

¹⁰ Ver nota técnica do IBRE dos autores em: <http://bit.ly/1bWWhj6>

receita previdenciária em R\$ 34,4 bilhões. Note-se que o projeto da LDO que baliza o orçamento de 2014 previa apenas R\$ 19,3 bilhões de renúncia.¹¹

Mesmo que novas desonerações não venham a ser concedidas, é nítido o dano para as contas da previdência e do governo central. Por outro lado, não há evidência de que tenha melhorado o desempenho exportador das atividades contempladas, nem que o emprego e a massa salarial tenham aumentado. Será que a maior parte da renúncia de recursos públicos não serviu apenas para aumentar a margem de lucro e, mesmo assim, sem benefício palpável em relação ao investimento? Resta recordar que a vigência da desoneração da folha vai até dezembro de 2014. Nesse contexto, será factível imaginar que venha essa política vá ser revogada ao final do atual mandato presidencial?

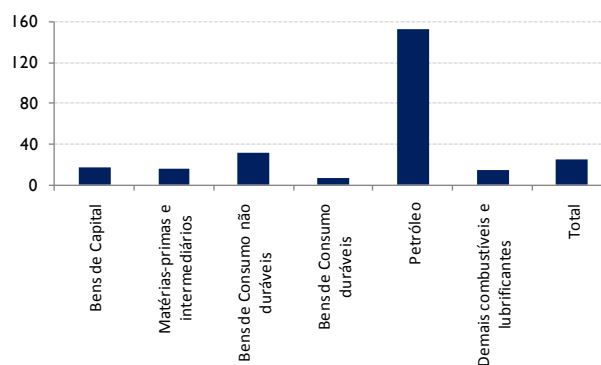
José Roberto Afonso e Gabriel Leal de Barros

7. Setor Externo

A projeção do superávit da balança comercial para 2013 divulgada pelo Relatório Focus do Banco Central tem sido sistematicamente revista para baixo, tendo passado de US\$ 15,5 bilhões para US\$ 5 bilhões entre janeiro e agosto. Entretanto, o déficit de US\$ 1,9 bilhão registrado em julho sugere que as previsões do mercado ainda podem estar sendo otimistas.

Como mostra o Gráfico 6, o déficit de julho foi puxado pelas importações. Houve aumento em todas as categorias de uso sinalizando que a desaceleração no crescimento econômico ainda não afetou as compras externas. No entanto, a variação entre junho e julho (com ajuste sazonal) mostra que, excluindo-se os combustíveis, as importações caíram 5,7% — implicando, talvez, algum ajuste — e, com os combustíveis, aumentaram 4%. Nota-se que as compras de combustíveis também contribuíram com 46% da variação no valor

Gráfico 6: Variação Percentual da Importação
(julho/13 X julho/12)



Fonte: MDIC. Elaboração: IBRE/FGV.

total importado entre os meses de julho de 2012 e 2013. Além disso, recentemente foi extinta a elevação da alíquota de importações de 100 produtos que vigorava desde agosto do ano passado. Esses produtos representaram 3,3% das importações do primeiro semestre de 2013 e cresceram 6,7% em relação ao semestre anterior. Em adição, foi anunciada uma redução de alíquota de 14% para 2% de 183 máquinas e equipamentos sem produção no país (os “ex-tarifários”) no valor de US\$ 469 milhões, segundo a Câmara de Comércio Exterior. Dada a magnitude, essas medidas não deverão alterar de forma expressiva a trajetória das importações nos próximos meses mas essa “dança das tarifas” gera incerteza e não contribui para um clima favorável de investimentos.

¹¹ Ver demonstrativo em: <http://bit.ly/17RN0za>.

No entanto, o que é preciso avaliar daqui para frente é se essas medidas sinalizam um recuo em relação ao viés protecionista da política comercial intensificado após 2011. Por enquanto, não parece ser esse o intuito. Nossa aposta, portanto, é que o ritmo de crescimento das importações pode diminuir até o final do ano, embora os resultados dos combustíveis, dado o aumento do preço do petróleo, tornem essa afirmativa menos segura.

Em julho, as exportações recuaram -0,9% em relação ao mesmo mês do ano de 2012. Como mostra o Gráfico 7, as manufaturas aumentaram (+5,2%), os produtos básicos caíram pouco (-0,1%) e os semimanufaturados registraram uma queda maior (-21%). China e Mercosul explicam esses resultados. Primeiro, apesar da preocupação com o crescimento chinês e seus efeitos nas exportações, as vendas brasileiras para esse país aumentaram 3,6% em julho e, no acumulado do ano, cresceram 7,7% em relação a igual período

do ano anterior. Nota-se que a demanda chinesa por importações aumentou 6,6% entre o primeiro semestre de 2012 e 2013, o que beneficiou o Brasil, em especial as compras de produtos do complexo soja. O possível “custo” é que cresceu ainda mais a dependência do Brasil do mercado chinês — 20% do total exportado pelo país (acumulado no ano até julho). No caso das manufaturas, o bom desempenho das exportações para a Argentina, que aumentaram 25,2% em julho, é o principal responsável por esse resultado. Em relação aos Estados Unidos, o segundo principal mercado, as exportações caíram 7%.

É muito pequena a probabilidade de que as exportações cresçam em relação ao ano passado, na ausência de um aumento para outros mercados que não a Ásia e o Mercosul (para o restante da América Latina caíram). Ademais, com ajuste sazonal, as exportações se reduziram em 10% entre junho e julho. Nossa conclusão: um cenário otimista, com superávit comercial ao redor de US\$1,5/2 bilhões.

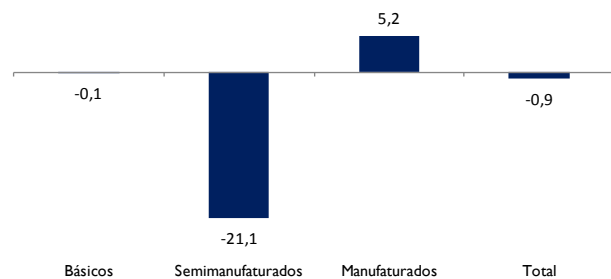
Lia Valls Pereira

8. Analista Convidado

Menor Oferta e Menor Demanda: Para Onde Vai o Equilíbrio do Mercado de Trabalho

Os dados referentes ao mercado de trabalho em junho aprofundaram a tendência de desaceleração no crescimento da população ocupada observada desde o início do segundo trimestre. Tanto o CAGED quanto a PME apontam para ritmo de expansão do emprego mais lento desde meados de 2009. Apesar disso, a taxa de desemprego dessazonalizada pouco se alterou no período, ficando em média em 5,5%, de acordo com a metodologia do Banco Brasil Plural.

Gráfico 7: Variação Percentual da Exportação
(julho/13 X julho/12)



Fonte: MDIC. Elaboração: IBRE/FGV.

No CAGED, observa-se que a média móvel de 12 meses de criação mensal de vagas saiu de cerca de 175 mil novos empregos formais em janeiro de 2011 para 55 mil em junho de 2013, a pior média desde outubro de 2009, quando esta medida ainda refletia o avanço no desemprego no início daquele ano que resultou da crise financeira internacional. Segundo a PME, a taxa de crescimento da população ocupada saiu, no mesmo período, de um crescimento interanual de cerca de 3% para apenas 0,5% no segundo trimestre de 2013.

Entretanto, tal perda de dinamismo reflete, pelo menos em parte, um desenvolvimento de caráter estrutural: um menor crescimento da oferta de trabalho, evidente na PME. A PEA historicamente oscila em torno do crescimento da PIA. Esta, por sua vez, saiu de um crescimento médio de 1,6% em 2008 para 1% na média do primeiro semestre deste ano — e até abaixo disso nos últimos dois meses, parcialmente compensando a aceleração do primeiro trimestre. Dito isso, estaria o mercado de trabalho de fato dando sinais de deterioração ou apenas refletindo o fato de que a oferta de trabalho cresce mais vagarosamente?

Uma das maneiras de se responder à pergunta é através do conceito de “CAGED de Equilíbrio”, que busca determinar o nível médio de criação de vagas formais na pesquisa do CAGED necessário para manter a taxa de desemprego estável, mantendo-se estáveis a taxa de crescimento interanual da PEA e a taxa de formalização da economia (ambos obtidos na PME). Segundo os cálculos da equipe do Banco Brasil Plural, esse ritmo era de 85 mil vagas por mês em 2003, quando a PEA crescia em média a 5% e a taxa de formalização era de apenas 44% (51,6% se incluirmos funcionários públicos e militares). Entre 2004 e 2008 a PEA desacelerou (crescimento médio de 1,7% ao ano), mas a população ocupada medida tanto pela PME quanto pelo CAGED cresceu muito acima dessa taxa (cerca de 2,7% ao ano e 118 mil vagas formais, respectivamente), levando à notável queda na taxa de desemprego. Estimamos que, na atual conjuntura, dado o crescimento médio de 1% ao ano (igual ao da PIA) e com taxa de formalização constante em 54%, o ritmo mensal médio do CAGED exigido para manter a taxa de desemprego estável equivaleria a cerca de 62 mil vagas.

Entretanto, observa-se nos 12 meses até junho uma média de 55 mil novas vagas formais por mês — abaixo, portanto, do necessário para manter a taxa de desemprego estável. Assim, a despeito do menor ritmo de crescimento da PEA — e, portanto, da viabilidade de se manter o mercado de trabalho apertado mesmo com baixo crescimento da ocupação —, os sinais são de desaceleração, apontando para um leve aumento da taxa de desemprego nos próximos meses. Tal descompressão já é acompanhada por um ritmo mais ameno de crescimento do rendimento médio real dos trabalhadores na PME e do salário de admissão do CAGED, ainda que a atual rodada de negociações salariais represente algum risco de recomposição de salários.

Assim, é bastante provável que o mercado de trabalho registre nos próximos meses desempenho um pouco mais adverso, com reflexos sobre o consumo. Entretanto, estes desenvolvimentos têm um lado benigno porque atuarão no sentido de conter uma das principais fontes de pressão inflacionária da economia, a inflação de serviços. Obviamente, elevações expressivas dos salários

no ano eleitoral de 2014 podem atuar contra o efeito acima descrito, mitigando a contribuição potencial do arrefecimento do mercado de trabalho para desinflacionar a economia.

Fernanda Guardado (Economista do Banco Brasil Plural)

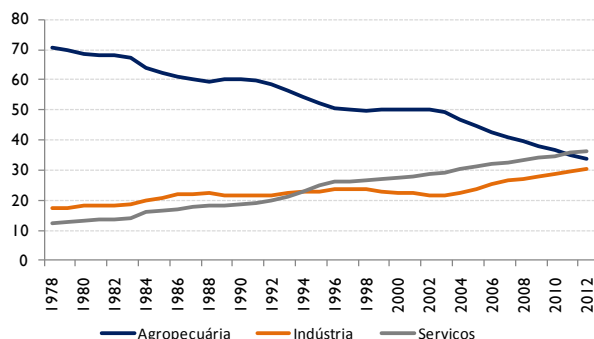
9. Em Foco IBRE: A Desaceleração do Crescimento Chinês

Como é bem sabido, entre 1978, quando foram iniciadas as reformas de Deng Xiaoping, e 2012, o PIB chinês cresceu a uma taxa média de 10% ao ano (a.a.). Nos anos 2000 o país tornou-se a segunda maior economia do mundo, o maior exportador mundial e o segundo maior importador. Por isso, suas perspectivas de crescimento nas próximas décadas são tema de interesse mundial. Em particular, é crucial analisar sua desaceleração recente.

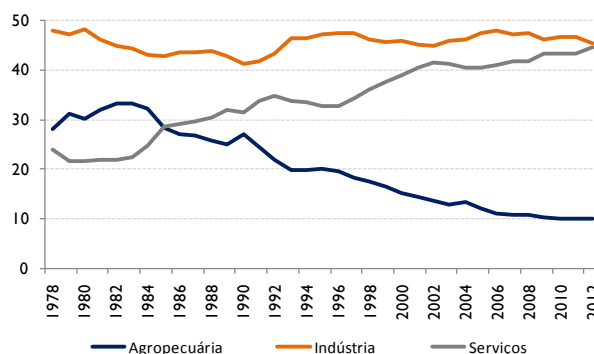
A queda do ritmo de crescimento da China deve-se tanto a fatores estruturais como conjunturais. Nas últimas três décadas, uma grande parcela do crescimento chinês resultou da transferência de trabalhadores de atividades menos produtivas, como a agricultura tradicional, para atividades mais produtivas, como indústria e serviços. Outro determinante importante do crescimento chinês foi o fato de que, por encontrar-se muito distante da fronteira tecnológica, sua economia pôde expandir-se rapidamente através da adoção de tecnologias importadas das economias desenvolvidas.

Alguns dados podem ilustrar a transformação estrutural chinesa. Como mostra o Gráfico 8, nas últimas décadas a proporção de pessoas empregadas no setor de serviços triplicou, passando de 12% em 1978 para 36% em 2012. No mesmo período, a participação do emprego industrial também aumentou, saindo de 17% para 30%. Em compensação, a parcela do emprego correspondente ao setor agropecuário caiu pela metade, de 71% para 34%. Em termos de participação relativa no produto, em 1978 a agropecuária correspondia a 28% do PIB, enquanto a indústria e os serviços eram responsáveis por 48% e 24% da produção, respectivamente. Nas décadas seguintes, houve uma redução contínua da participação relativa da agropecuária, que atingiu 10% do PIB em 2012, e uma elevação do setor de serviços, que alcançou quase 45% do PIB neste mesmo ano, um pouco abaixo da indústria (Gráfico 9).

No entanto, assim como em outras experiências de crescimento acelerado, como no Japão e na Coreia do Sul, os fatores responsáveis pelo crescimento no estágio inicial eventualmente se esgotam. Em particular, o estoque de trabalhadores subempregados no meio rural tende a se exaurir e os salários passam a aumentar, reduzindo a competitividade de bens intensivos em mão-de-obra. Os ganhos de produtividade associados à realocação de recursos entre setores e à adoção de tecnologias importadas também diminuem, e o crescimento passa a depender cada vez mais de aumentos de produtividade dentro dos setores, principalmente no setor de serviços, cuja parcela no PIB e no emprego torna-se majoritária.

Gráfico 8: Participação Setorial no Emprego (%)


Fonte: CEIC. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 9: Participação Setorial no PIB (%)


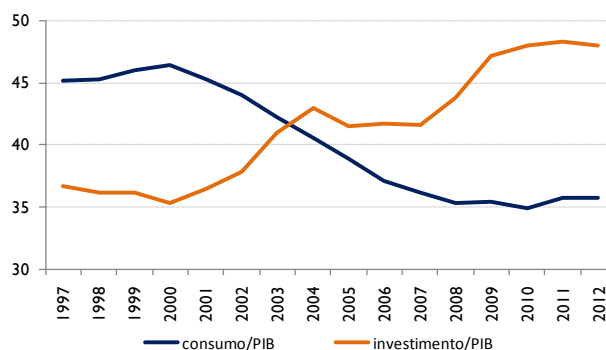
Fonte: CEIC. Elaboração: IBRE/FGV.

De fato, já existem indicações de que a China pode estar se aproximando de um ponto de inflexão em sua dinâmica de crescimento. Em particular, dados da Penn World Table 8.0 (PWT 8.0)¹² recentemente divulgados indicam desaceleração do crescimento da produtividade total dos fatores (PTF) chinesa. Após ter crescido 4,2% a.a. na década de 1990, sua expansão caiu para 3% a.a. entre 2000 e 2011. Essa queda prosseguiu ao longo da última década e, entre 2007 e 2011, a PTF cresceu 1,6% a.a., uma taxa ainda elevada, mas bem abaixo do padrão das décadas anteriores.

Além disso, uma resposta à desaceleração não parece ser facilmente obtida através da manutenção da acumulação de capital. Ao longo dos anos 2000, houve um grande aumento da taxa de investimento na China. Entre 1997 e 2012, esta taxa saltou de 37% para 48% do PIB (Gráfico 10). No mesmo período, a participação do consumo recuou de 45% para 36% do PIB.¹³

Particularmente, houve forte aumento do investimento logo após a crise internacional de 2008, com um salto de 4 pontos percentuais do PIB entre 2008 e 2010, seguido de estabilidade.

Essa expansão do investimento, porém, já tem se refletido em queda da taxa de retorno real do capital nos últimos anos. Com base nos dados da PWT 8.0, calculamos uma medida de taxa de retorno real do capital, dada pela sua produtividade marginal. Ela indica que o retorno real do capital na China ficou relativamente estável no período 2000-2007, por volta de 17%, mas caiu entre 2007 e 2011, atingindo 14% nesse último ano.

Gráfico 10: Participação do Consumo e Investimento no PIB* (%)


* O dado de consumo inclui somente o consumo das famílias.

Fonte: CEIC. Elaboração: IBRE/FGV.

¹² Os dados da PWT 8.0 estão disponíveis em <http://www.rug.nl/research/ggdc/data/penn-world-table>.

¹³ Os dados são da CEIC. O consumo inclui somente o consumo das famílias. O consumo do governo permaneceu relativamente estável entre 1997 e 2012, em torno de 14% do PIB.

Também vale ressaltar que o crescimento da economia mundial na última década permitiu um grande aumento das exportações chinesas. Em razão da crise internacional de 2008 e da desaceleração do crescimento mundial que se seguiu, contudo, existe uma margem bem menor para a China crescer com base no aumento das exportações nos próximos anos.

Outro fator estrutural que ameaça a robustez do crescimento da China está relacionado às mudanças demográficas que ocorrerão nas próximas décadas. A proporção de pessoas com 65 anos ou mais em relação à população na faixa etária entre 15 e 64 anos deverá dobrar nos próximos 20 anos, atingindo em 2030 o nível atual na Noruega, de cerca de 22%.¹⁴ Além disso, o tamanho da força de trabalho irá diminuir nos próximos anos. Em 2012, já houve uma redução da população em idade ativa (PIA).

Os dados de curto prazo indicam que o processo de desaceleração da economia chinesa já está em andamento. Após uma aceleração no último trimestre do ano passado, a taxa de crescimento do PIB trimestral em relação ao mesmo período do ano anterior caiu duas vezes consecutivas, alcançando 7,5% no segundo trimestre de 2013.

Em junho, o crescimento da produção industrial em relação ao mesmo mês do ano anterior foi de 8,9%, o que representou uma desaceleração pelo segundo mês consecutivo. Seu ritmo de expansão no período recente tem sido bem inferior ao dos últimos anos, e está próximo dos percentuais registrados no primeiro semestre de 2009, quando a economia chinesa ainda se recuperava dos efeitos da crise internacional (Gráfico 11).

Gráfico 11: Taxa de Crescimento da Produção Industrial
(mês X mesmo mês do ano anterior, %)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: IBRE/FGV.

Além disso, o Índice dos Gerentes de Compras (PMI) oficial do Setor

Manufatureiro foi de 50,3 em julho, pouco acima do nível de junho (50,1), mas abaixo do valor de maio (50,8) (Gráfico 12). Uma vez que um índice de 50 indica estagnação do setor manufatureiro, pode-se dizer que os níveis de junho e julho estão mais próximos de estagnação que expansão.¹⁵

Os indicadores do setor externo, por sua vez, têm apresentado grande volatilidade mensal. Enquanto em junho houve queda das exportações (3,1%) e das importações (0,7%), os dados de julho recém-divulgados foram bastante positivos, com aumento de 5,1% das exportações e 10,9% das importações em relação ao mesmo mês do ano anterior. Considerando um horizonte de prazo

¹⁴ Essa projeção foi obtida de *China 2030: Building a Modern, Harmonious, and Creative High-Income Society*. Banco Mundial e Development Research Centre do Conselho de Estado da China, 2012.

¹⁵ O PMI do HSBC, por sua vez, caiu pelo terceiro mês consecutivo, atingindo um valor de 47,7 em julho, seu nível mais baixo em 11 meses.

mais longo, no entanto, nota-se uma tendência de desaceleração tanto das exportações quanto das importações desde o princípio de 2010 (Gráfico 13).

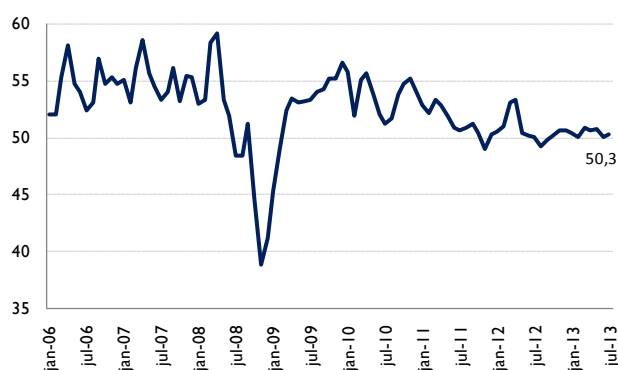
O governo chinês já sinalizou que aceita uma desaceleração do crescimento para algo em torno de 7,5%, conforme a meta estabelecida no 12º Plano Quinquenal, e reafirmada este ano pela nova liderança. No entanto, não parece disposto a permitir uma queda abrupta da expansão da economia, como indicam as medidas de estímulo anunciadas no final de julho. O governo decidiu suspender temporariamente os impostos sobre pequenas empresas, simplificar os procedimentos burocráticos para empresas exportadoras e criar mecanismos de financiamento para a expansão da rede ferroviária.

Ao contrário de 2008, quando a China adotou um enorme pacote de estímulo para atenuar os efeitos da crise internacional, as medidas recentes têm dimensão limitada e são focadas em algumas atividades. Seu objetivo é reduzir os riscos conjunturais de uma forte desaceleração, enquanto o governo atua no sentido de fazer o ajuste estrutural da economia.

Nesse sentido, a nova liderança anunciou em maio deste ano a intenção de implantar várias reformas, com dois objetivos principais. Primeiro, aumentar o grau de urbanização. A China ainda é relativamente pouco urbanizada e tem espaço para crescer transferindo trabalhadores do setor rural para o urbano. Uma das medidas que podem estimular esse movimento é a redução das restrições de acesso de trabalhadores migrantes a serviços básicos nas áreas urbanas, através de uma flexibilização do sistema de registro das famílias nas cidades, conhecido como hukou.

O segundo objetivo é reduzir a participação do Estado na economia e aumentar o papel do mercado na alocação dos recursos, de modo a aumentar a eficiência e os possíveis ganhos de produtividade intra-setoriais. Em particular, o governo sinalizou que pretende iniciar um processo de liberalização da taxa de câmbio, do movimento de capitais e da taxa de juros. A decisão recente

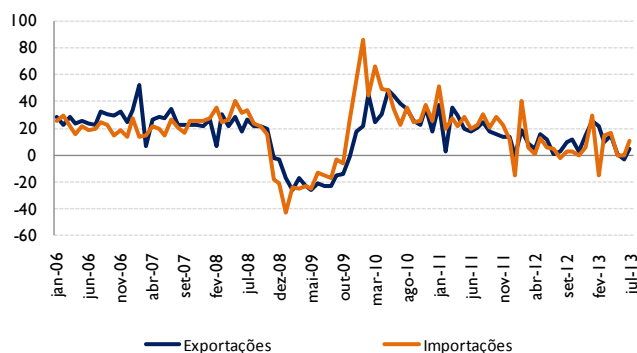
Gráfico 12: Índice de Gerente de Compras do Setor Manufatureiro (Oficial)



* O índice é calculado pela Federação Chinesa de Logística e Compras e pelo Departamento de Estatísticas da China.

Fonte: Bloomberg. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 13: Taxa de Crescimento das Exportações e Importações (mês X mesmo mês do ano anterior, %)



Fonte: Bloomberg. Elaboração: IBRE/FGV.

do Banco Central chinês de eliminar o piso das taxas de juros de empréstimo indica que a liberalização do mercado de crédito pode estar em curso.

A expansão da economia chinesa nos anos 2000 teve grande impacto no preço das commodities e, dessa forma, deu uma contribuição importante para o crescimento brasileiro na década passada. Portanto, a desaceleração do crescimento da China terá implicações significativas para o Brasil, e uma compreensão desse processo será fundamental para o desenho de cenários para a economia brasileira nos próximos anos.

Fernando Veloso, Luiza Niemeyer e Samuel Pessôa

Revisão Técnica do Boletim Macro IBRE: Luiza Niemeyer

Instituto Brasileiro de Economia

Diretor: Luiz Guilherme Schymura de Oliveira

Vice-Diretor: Vagner Laerte Ardeo

Superintendente de Estudos Econômicos: Marcio Lago Couto

Coordenador de Economia Aplicada: Armando Castelar Pinheiro

Pesquisadores

Daniela de Paula Rocha

Fernando Augusto Adeodato Veloso

Fernando de Holanda Barbosa Filho

Gabriel Leal de Barros

Ignez Guatimosim Vidigal Lopes

Joana Monteiro

José Júlio Senna

José Roberto Afonso

Julia Cavalcante Fontes

Lia Valls Pereira

Luiza Niemeyer

Mauricio Canêdo Pinheiro

Mauro de Rezende Lopes

Regis Bonelli

Rodrigo Leandro de Moura

Samuel Pessôa

Silvia Matos

Boletim Macro IBRE

Coordenação Geral: Regis Bonelli

Coordenação Técnica: Silvia Matos

Advertência

Este Boletim foi elaborado com base em estudos internos e utilizando dados e análises produzidos pelo IBRE e outros de conhecimento público com informações atualizadas até 09 de agosto de 2013. O Boletim é direcionado para clientes e investidores profissionais, não podendo o IBRE ser responsabilizado por qualquer perda direta ou indiretamente derivada do seu uso ou do seu conteúdo. Não pode ser reproduzido, distribuído ou publicado por qualquer pessoa, para quaisquer fins.