

Economia em Compasso de Espera, Poucas Chances de Mudanças Antes das Eleições.

Um fato notável das últimas semanas é a percepção de que dificilmente o governo implementará mudanças de alguma expressão na política econômica a curto prazo. Isso, apesar do ritmo lento em que a economia deve avançar até o final do ano. E de o ritmo morno da atividade ser, ao menos em parte, resultado dessa opção. Isso indica que estamos em uma armadilha de baixo crescimento.

Assim, quanto à inflação ao consumidor, claramente reprimida, espera-se por momento adequado para promover algum reajuste no preço dos derivados de petróleo, dentro do “orçamento” imposto pelo Banco Central – uma inflação inferior à de 2012 – ou simplesmente pelo teto de 6,5%. O fato de que no trimestre julho-setembro o IPCA tenha vindo abaixo do previsto pelo mercado indica que é possível que ainda neste ano ocorra uma correção — embora parcial — da defasagem dos preços dos combustíveis. A ver.

No *front* da política monetária prossegue, sem novidades, a gradual elevação dos juros básicos para conter o avanço de uma inflação que, se com resultados animadores no que se refere aos alimentos *in natura*, insiste em continuar perigosamente elevada no que toca aos serviços — e igualmente perigosa no que concerne à repressão dos assim chamados preços administrados. Quanto aos últimos, as esperanças se voltam para uma elevação da margem de manobra para os reajustes de combustíveis ainda em 2013, como vimos. Quanto aos anteriores, na perspectiva de um aumento relativamente pequeno no salário mínimo real no começo de 2014 e no efeito desacelerador que a inflação vem impondo às remunerações em termos reais.

Na área fiscal, três aspectos se destacaram nas últimas semanas. Um, o anúncio de redução (e, talvez, abandono no médio prazo) de novos aportes do Tesouro ao BNDES. Por trás dele está, possivelmente, o receio de rebaixamento do Brasil nos *ratings* das agências internacionais de classificação de risco. Outro aspecto é a tentativa de manter o superávit primário em proporções do PIB que não impliquem aumento do endividamento líquido do setor público, mesmo que para tanto tenha que se lançar mão de instrumentos pouco usuais. Um terceiro aspecto é mais preocupante e envolve a recente decisão de alterar os indexadores que incidem sobre as dívidas subnacionais — de forma, inclusive, retroativa —, o que permitirá elevação dos gastos desses entes no ano eleitoral de 2014.

No *front* externo, continua a lenta recuperação da economia internacional, agora com perspectivas mais nítidas de crescimento mais forte no médio prazo nos países desenvolvidos e mais lento nos emergentes, aí incluído o Brasil. Ao mesmo tempo, o mundo continua em

compasso de espera pelas ações do FED quanto a variações na velocidade na recompra de ativos, com efeitos sobre o aumento na variância das flutuações cambiais globais. O Brasil não é exceção. O impasse nas negociações entre o executivo e o legislativo nos EUA só amplia essa volatilidade.

No âmbito doméstico, a esperança maior de retomada do crescimento está no esforço para retomar as concessões na área de infraestrutura, acrescido do leilão de exploração do campo de Libra — neste caso, também devido às implicações fiscais sobre as receitas governamentais e o desempenho do primário ainda em 2013.

Nesse meio tempo, a incerteza continua a predominar entre os empresários. As expectativas identificadas por nossos analistas não permitem apontar para recuperação dos investimentos em capital fixo no horizonte previsível, horizonte esse que se arrasta inexoravelmente na direção das eleições de outubro do ano próximo. Só a partir daí é que se pode esperar por mudanças de maior expressão na política econômica. Que, de qualquer forma, serão inevitáveis, não apenas para corrigir os desequilíbrios que se acumulam, mas, também, se se deseja acelerar o ritmo de crescimento da economia para além da média de 2% anuais que vimos experimentando.

Dito isso, os principais destaques desta edição do Boletim Macro IBRE estão listados a seguir:

- Em primeiro lugar, confirma-se o cenário de desaceleração da atividade econômica no terceiro trimestre deste ano, apesar da aceleração da taxa acumulada em 12 meses que, na nossa estimativa, atingiu 2,1% em agosto. A previsão preliminar para o PIB é de recuo da ordem de 0,4% no terceiro trimestre (tst). Isso implica que nosso cenário é de crescimento de 2,3% para o PIB do terceiro trimestre (asa) e de 2,5% para 2013 como um todo ([Seção 1](#)).
- A análise da confiança empresarial a partir das sondagens do IBRE revela nova queda em setembro. Os consumidores, por sua vez, revelaram continuidade, com resultado favorável pelo segundo mês consecutivo. Contudo, tanto pelo lado da oferta quanto pelo da demanda (incluindo investimentos), não há uma tendência clara na curva de confiança de empresas e consumidores. A análise dos resultados por setores e segmentos mostra-se bastante heterogênea, denotando elevado grau de incerteza. Com o fechamento do terceiro trimestre apontando para um novo declínio na confiança empresarial, aumentam as possibilidades de uma redução significativa no ritmo do PIB nesse período ([Seção 2](#)).
- O mercado de trabalho mantém os sinais de aquecimento que vinha revelando nos últimos meses. Os dados de agosto revelaram um recuo mais acentuado da taxa de desemprego dessazonalizada, para 5,3%, pouco abaixo dos 5,5% de julho. Nossa previsão para essa taxa em setembro é de estabilidade no mesmo nível de 5,3%. A média de 2013, segundo nossas projeções, deve ser a mesma de 2012 (5,5%). Além disso, o baixo crescimento da PIA nos próximos anos

indica que a taxa de desemprego continuará baixa. E o crescimento da ocupação no ritmo atual será suficiente para manter o mercado de trabalho aquecido, ainda que a taxa de desemprego possa sofrer pequena elevação nos próximos meses ([Seção 3](#)).

- Nossa análise da evolução da inflação destaca a ampliação do espaço para o aumento dos combustíveis. Até o presente adiado pela importância e difusão sobre os preços ao consumidor, esse aumento reaparece como possibilidade, pois em julho o IPCA registrou a menor taxa de 2013 (0,03%) e as taxas dos dois meses subsequentes vieram abaixo da expectativa do mercado. Com isso, as taxas registradas nesses dois meses acumularam um desvio de 0,16 ponto percentual para menos frente às previsões do mercado. As razões para isso, segundo nossos analistas, foram o bom comportamento dos alimentos *in natura* e o efeito até o presente moderado da desvalorização cambial sobre custos e preços finais. A folga deixada pelas taxas de agosto e setembro, que deve ser preservada em outubro, reforça a ideia sugerida em Boletim anterior de se fazer alguma correção no preço da gasolina ainda em 2013 ([Seção 4](#)).

- A análise da política monetária deste mês destaca a influência dos fatores externos sobre a política adotada no Brasil. A possibilidade de *tapering* (redução gradual da compra de títulos de longo prazo pelo Fed) elevou os juros nos EUA e fortaleceu o dólar. Os juros aqui também subiram e o real se enfraqueceu, ameaçando levar a inflação para mais de 6,5%. Para evitar isso, a taxa Selic precisaria subir mais do que o originalmente imaginado. O adiamento do *tapering* mudou tudo. A tibieza da recuperação americana poderá deixar isso para o ano que vem, e a Selic não terá que subir muito. O patamar de 10,0% previsto para o final deste ano continua valendo. ([Seção 5](#))

- A seção de política fiscal discute uma leitura alternativa à interpretação oficial, à luz de uma medida do esforço primário livre de operações atípicas, medida essa menos ambiciosa do que o balanço fiscal ajustado ao ciclo econômico, ou o resultado estrutural. As atipicidades ocorreram depois da crise global, com ajustes que alcançaram 1,3% do PIB em 2010, seguido por 0,7% e 1,0% do PIB em 2011 e 2012, respectivamente. Expurgando-se tais operações do resultado primário, este se reduz da média de 3,4%, no período de 2001 a 2008, para apenas 1,6% entre 2009 e agosto de 2013. Como esse esforço fiscal está abaixo de 2% do PIB (nível que estabiliza a relação dívida/PIB), seria natural inferir que política fiscal é expansionista. Mas a medida de impulso fiscal é dada pela variação desse indicador entre períodos. Neste sentido, e tomando-se o horizonte de quatro trimestres, nosso indicador de resultado fiscal ajustado revela uma estabilização da deterioração, mas em patamar próximo a 1% do PIB. ([Seção 6](#))

- O déficit da conta petróleo e derivados tem sido um dos principais fatores para explicar a redução no saldo da balança comercial em 2013, a qual registrou superávit pelo segundo mês

consecutivo em setembro. Com isso, o déficit acumulado no ano, de US\$ 3,7 bilhões até agosto, caiu para US\$ 1,6 bilhões até setembro e aumentou a probabilidade de que 2013 termine com pequeno saldo positivo na balança comercial. A melhora se deve, em parte, à conta petróleo. Embora o superávit dos demais produtos tenha aumentado apenas de US\$ 2,2 bilhões para US\$ 2,3 bilhões entre agosto e setembro, a queda do déficit da conta petróleo de US\$ 926 milhões para US\$ 141 milhões levou a uma alta de US\$ 1,2 bilhão para US\$ 2,1 bilhões no saldo total da balança comercial. ([Seção 7](#))

- Uma instigante análise do desafio da nova direção do Fed é objeto da seção dedicada ao panorama internacional. Nela, nosso analista especula acerca do papel e efetividade das *forward guidances*, ou orientações prospectivas, do BC dos EUA. Segundo ele, toda a arte do *Federal Open Market Committee* no primeiro semestre do próximo ano será procurar formas de tornar aquelas orientações críveis para poder abandonar o programa de compras de ativos — que tem efeitos colaterais potencialmente desestabilizadores para o mercado financeiro —, sem que as taxas longas de juros subam muito ([Seção 8](#)).
- Como ocorre bimestralmente, nesta edição do BMI temos a honra de contar com a contribuição de um analista convidado, que participa com um texto especialmente escrito para o Boletim. Neste mês nossa convidada é a economista Solange Srouf Chachamovitz, da ARX Investimentos, que faz especulações e lança dúvidas acerca da suposta neutralidade da política fiscal a partir de uma leitura do Relatório de Inflação de setembro do BC ([Seção 9](#)).
- Finalmente, a seção Em Foco, de autoria de Paula Barbosa, José Roberto Affonso e Gabriel Leal de Barros, discute o desempenho econômico financeiro da PETROBRAS nos últimos anos ([Seção 10](#)).

Regis Bonelli, Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos

1. Atividade Econômica

Os dados divulgados em agosto confirmam o cenário de desaceleração da atividade econômica no terceiro trimestre de 2013. A média móvel trimestral do Indicador de Atividade Econômica (IAE)¹ do IBRE atingiu 0,7% em agosto, apresentando enfraquecimento em relação aos trimestres anteriores. Estimativas preliminares para setembro confirmam esse movimento. Mesmo assim, as taxas acumuladas em 12 meses têm mostrado uma gradual aceleração, atingindo 2,1% em agosto (Gráfico 1).

Os dados divulgados no último mês não alteram o nosso cenário de contração de 0,4% para o PIB do terceiro trimestre (tst)

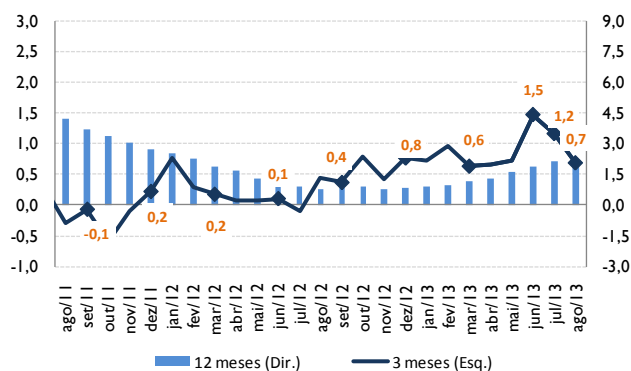
Um dos principais motivos para esse resultado é o péssimo desempenho da indústria no terceiro trimestre. A produção industrial avançou apenas 1,7% (asa) em julho e recuou 1,2% (asa) em agosto, daí resultando uma expressiva desaceleração em relação ao valores registrados no segundo trimestre. Em setembro, porém, três fatores nos levam a esperar um crescimento mais robusto desse indicador: o bom desempenho da produção de automóveis e máquinas agrícolas

(calculado pela Anfavea), o maior número de dias úteis (19 em 2012 e 21 em 2013) e a baixa base de comparação (em 2012, setembro apresentou retração de 0,7% em relação a agosto). Contudo, trabalhando com cenários em que a PIM-PF cresce entre 1,0% e 2,0% (asa) em setembro, o resultado do terceiro trimestre deste ano, em comparação com o terceiro trimestre do ano anterior, fica entre 0,5% e 0,8% (asa), muito mais fraco do que os 4,4% observados no trimestre anterior (e que contribuiu para o forte crescimento do PIB do segundo trimestre).

Mas nem todos os setores da indústria estão mal. A produção de bens de capital, mesmo desacelerando, ainda continua mostrando bom desempenho. E a indústria extrativa tem revelado uma trajetória de recuperação. Após contrair 6,6% (asa) no segundo trimestre, deve encerrar o terceiro trimestre com crescimento aproximadamente nulo.

A agropecuária, por sua vez, tem surpreendido, com destaque para a produção animal. Os dados referentes ao abate de bovinos apontam expansão de 17,6% (asa) em julho e 3,8% (asa) em agosto.² Em setembro, o abate também terá resultado expressivo, da ordem de 18% (asa), devido

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



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

¹ 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.

² Como os dados são coletados diariamente, esses valores ainda estão aumentando (embora já em rota de estabilidade).

ao número muito fraco no mesmo mês do ano passado. Todavia, esse resultado não se reflete no abate de outros animais: comparando-se o terceiro trimestre deste ano com o do ano passado, o abate de aves está estável (0%) e o de suínos registra retração (7,4%). Apesar disso, o saldo de abates permanece positivo, pois, nas Contas Nacionais, o abate de bovinos corresponde a aproximadamente 65% do total, ao passo que o abate de suínos corresponde a somente 10% e o de aves a 25%. Portanto, espera-se um resultado forte para a produção animal neste terceiro trimestre, em linha com o crescimento expressivo projetado para a agropecuária como um todo.

Além disso, cabe destacar que algumas culturas, cuja sazonalidade é típica do segundo semestre, estão apresentando crescimento significativo. Os exemplos aqui são a cana-de-açúcar (10,3% asa) e o trigo (16,5% asa). Isso contribui para nossa previsão de crescimento de 7,5% asa para a agropecuária neste terceiro trimestre, que, mesmo assim, após descontados os efeitos sazonais, implica taxa negativa para o crescimento trimestral (-0,8% tst).

Do lado da demanda, observa-se continuidade na retração do investimento, como apontado pelo Indicador Mensal do Investimento (IMI)³ do IBRE (Gráfico 2). A média móvel trimestral saiu de 3,6% em junho e recuou para 0,6% em agosto.

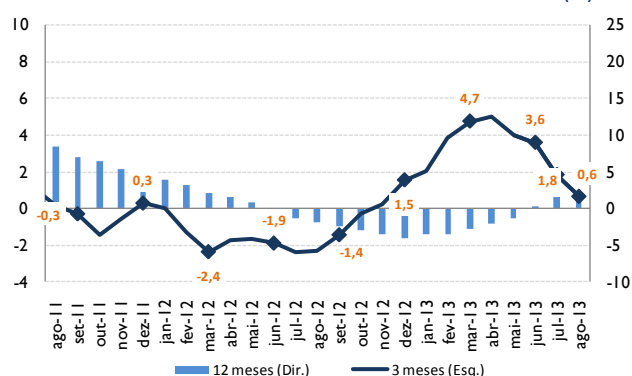
Nossa previsão preliminar para o PIB é de recuo da ordem de 0,4% no terceiro trimestre (tst). Isso implica que nosso cenário é de crescimento de 2,3% (asa) e de 2,5% para 2013 como um todo.

Regis Bonelli, Silvia Matos e Vinícius Botelho

2. Expectativas de Empresários e Consumidores⁴

A confiança do empresariado brasileiro voltou a cair em setembro, enquanto os consumidores mantiveram um resultado favorável pelo segundo mês consecutivo. Contudo, tanto pelo lado da oferta quanto pela demanda (incluindo investimentos), não há uma tendência clara na curva de confiança de empresas e consumidores. A análise dos resultados por setores e segmentos mostra-se bastante heterogênea, denotando elevado grau de incerteza.

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



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

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.

⁴ O autor agradece a colaboração de Vitor Vidal Velho e Silvio Sales.

Tabela 1: Sinais Heterogêneos - Índices de Confiança Empresarial e do Consumidor
(variação em relação ao mês anterior, com ajuste sazonal, %)

	Consumidor	Confiança Empresarial *	Indústria	Serviços	Comércio **	Construção **
jul/13	-4,1%	-3,9%	-4,0%	-6,4%	-0,2%	2,3%
ago/13	4,4%	2,4%	-0,6%	4,3%	2,5%	-0,4%
set/13	1,0%	-0,4%	-1,0%	-0,2%	-1,7%	3,8%
II tri/2013	2,2%	-2,4%	-1,6%	-3,0%	-1,3%	-3,4%
III tri/2013	-1,4%	-3,0%	-5,2%	-4,0%	0,0%	1,1%

* Agregação dos índices de confiança de quatro setores: Indústria, Serviços, Comércio e Construção. ** Ajuste sazonal experimental. Séries iniciadas em 2010. Fonte e Elaboração: IBRE/FGV.

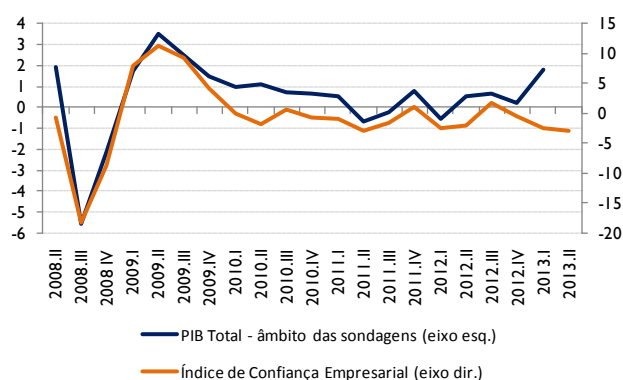
Do lado da oferta, o Índice de Confiança Empresarial confirma uma nova desaceleração no 3º trimestre, influenciada em parte pela deterioração da confiança dos empresários industriais, com uma retração de 14,5% no segmento de bens de consumo de duráveis na comparação do 3º trimestre com o trimestre anterior. No setor de serviços, manteve-se a tendência de queda de confiança: Serviços Prestados às Empresas e de Transporte foram os que mais pressionaram negativamente o resultado no período. Dentre os segmentos do comércio, a recuperação ocorrida em agosto em hiper e supermercados e móveis e eletroeletrônicos não se manteve em setembro. O setor obteve melhora da confiança do segmento de material de construção, e fechou o 3º trimestre zerado na comparação com o período anterior. No setor da Construção, único com elevação da confiança no terceiro trimestre, os destaques foram os segmentos de obras de acabamento e reformas, mais associados a períodos de conclusão de obras e a melhoramentos em construções já existentes.

A tendência delineada pelos indicadores de confiança e pelo PIB a partir do segundo trimestre de 2013 mostra um inédito afastamento no período recente. Em 2010, houve um descasamento entre a percepção dos empresários e o ritmo da economia, provavelmente provocado por uma mudança no humor dos empresários decorrente da elevação das taxas de juros. Mas o movimento foi compensado no trimestre seguinte.

Com o fechamento do terceiro trimestre apontando para um novo declínio na

confiança empresarial, aumentam as possibilidades de uma redução significativa no ritmo do PIB nesse período. O contexto macroeconômico, marcado pela elevação da taxa de juros, enfraquecimento da demanda interna e desaceleração dos investimentos, vem afetando o humor do empresariado, aumentando as incertezas no curto prazo. Num cenário com essa configuração,

Gráfico 3: Índice de Confiança Empresarial e PIB
(Variação tst, com ajuste sazonal, %)



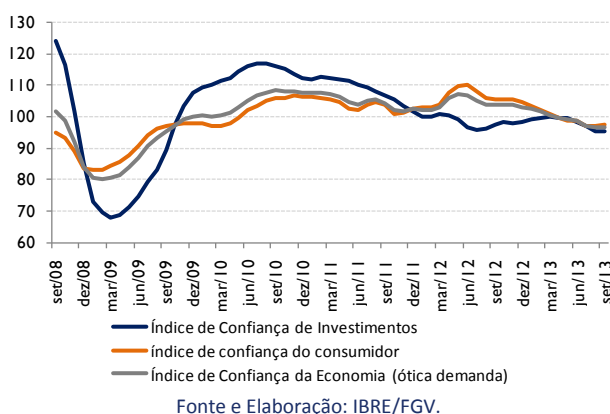
Fontes: IBGE e IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

maior cautela e menor nível de confiança parecem confirmar uma redução no nível de atividade no 3º trimestre.

Além disso, há uma forte preocupação do consumidor com a inflação e com as perspectivas de emprego, comprovando um aumento de incerteza na economia.

Sob a ótica da demanda, entre 2010 e meados de 2011 a economia foi impulsionada pelo consumo e pelos investimentos. A partir daí, o consumo passa a ser o fator principal do dinamismo econômico. Na virada do ano de 2012/2013, os investimentos pareciam sinalizar uma reversão dessa tendência, o que não se confirmou. No terceiro trimestre de 2013, ao que tudo indica, não somos mais um país do consumo, mas também ainda não somos o do investimento. A tendência para o trimestre ainda é de desaceleração da confiança dos consumidores e de investimentos, mesmo com os resultados positivos para os consumidores em agosto e setembro últimos.

Gráfico 4: Tendência de Queda se Confirma no 3º Tri



A percepção de inflação futura afeta nitidamente a confiança dos consumidores. Mesmo com a queda na inflação acumulada em agosto, na comparação trimestral ela foi fator determinante para o ímpeto de consumo diminuir. No Índice de Confiança de Investimentos, o setor industrial de bens de capital apresentou variação trimestral negativa de 8,3%, contribuindo muito para este cenário. Merecem destaque os dois setores industriais, bens de capital e insumos da construção, que fomentam o índice de investimento, e onde os níveis de estoques estão aumentando consideravelmente nos últimos meses.

Viviane Seda Bittencourt

3. Mercado de Trabalho

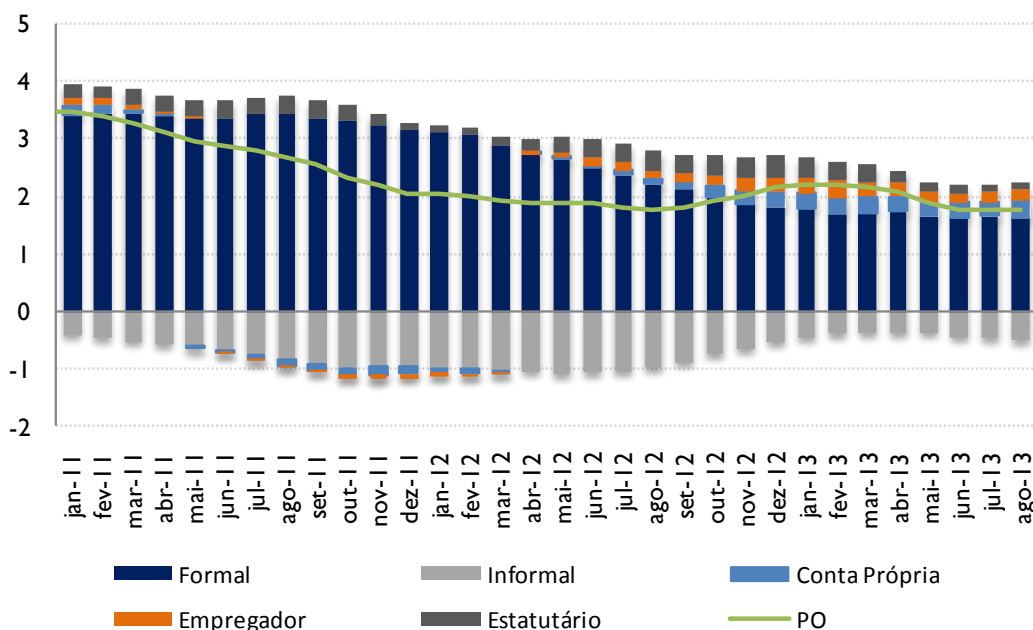
Os dados da PME de agosto mostraram um recuo mais acentuado da taxa de desemprego dessazonalizada, para 5,3%, comparada a 5,5% em julho. Nossa previsão para a taxa dessazonalizada de desemprego em setembro é de estabilidade no mesmo nível de 5,3%. A média de 2013, segundo nossas projeções, deve ser a mesma de 2012 (5,5%).

Na mesma direção, os indicadores de mercado de trabalho do IBRE, o Índice Antecedente de Emprego (IAEmp) e o Índice Coincidente da Taxa de Desemprego (ICD),⁵ indicam um cenário

⁵ O Indicador Coincidente de Desemprego (ICD) do IBRE/FGV visa o monitoramento dos movimentos do mercado de trabalho, tendo como referência a Taxa de Ocupação da PME/IBGE, e usa como base dados da Sondagem de Expectativas do Consumidor (IBRE/FGV). O Indicador Antecedente de Nível de Emprego (IAEmp) do IBRE/FGV procura antecipar a evolução do mercado de

estável no mercado de trabalho. Tanto o IAEmp (+0,1%) como o ICD (+0,5%) reportam estabilidade para setembro na geração de empregos e na taxa de desemprego.

Gráfico 5: Contribuição dos Vínculos Empregatícios para o Crescimento da PO (%)

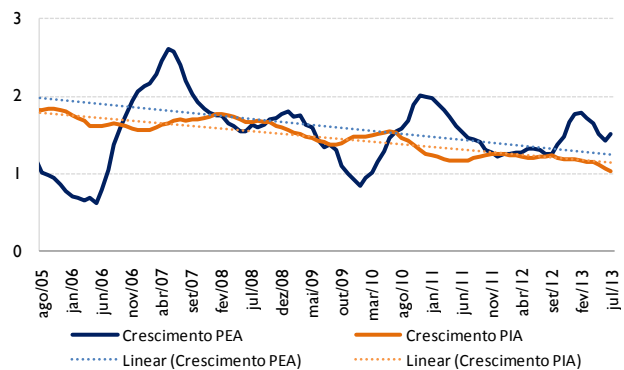


Fonte: PME/IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

No Boletim anterior, mostramos que a geração de empregos do CAGED e dos empregos com carteira com base na Pesquisa Mensal de Emprego (PME) seguiu tendência próxima até o fim de 2012, mas que as duas séries passaram a apresentar trajetórias distintas nos últimos meses. Enquanto o CAGED continua a mostrar desaceleração, a PME indica estabilidade da geração de empregos com carteira. Na mesma linha, o aumento do pessoal ocupado (PO) com dados da PME mostra estabilidade na comparação de doze meses. O Gráfico 5 mostra que o crescimento da população ocupada (PO) se estabilizou em 1,75%. A maior contribuição advém dos formais, que apresentam taxas de crescimento levemente declinantes, de 3,4% em janeiro de 2013 para 3,1% em agosto de 2013. Por sua vez, os informais têm apresentado redução desde 2006 e, portanto, contribuem negativamente para o crescimento da PO. A desaceleração da formalização foi acompanhada de menor queda do número de trabalhadores sem carteira. Assim, o processo de formalização, que ocorre há alguns anos, deve se manter, mas em ritmo menor, com estabilidade do crescimento dos empregos formais e, conseqüentemente, estabilidade da expansão da PO nos próximos meses.

A manutenção do crescimento da PO em torno de 1,7% é suficiente para manter a taxa de desemprego estável? A resposta depende do comportamento da PEA. Como a renda do trabalho vem crescendo a taxas declinantes, a PEA deve reagir e crescer a taxas menores, aproximando-se do baixo crescimento da população em idade ativa (PIA), em torno de 1%. Uma evidência pode ser vista no Gráfico 6, onde se nota que o crescimento da PEA sempre oscilou em torno do crescimento da PIA. Mais do que isso: ambas apresentam tendências declinantes de crescimento e cada vez mais próximas, o que implica que o desemprego deve se manter em patamares baixos nos próximos meses.

Gráfico 6: Crescimento PEA x Crescimento PIA
(asa, média 12 meses, %)



Fonte: PME/IBGE. Elaboração: IBRE.

Assim, o baixo crescimento da PIA nos próximos anos indica que o nível da taxa de desemprego continuará baixo. E o crescimento da PO no ritmo atual será suficiente para manter o mercado de trabalho aquecido, ainda que a taxa de desemprego possa sofrer elevação sutil nos próximos meses.

Rodrigo Leandro de Moura e Fernando de Holanda Barbosa Filho

4. Inflação

Amplia-se o Espaço para o Aumento da Gasolina

Depois de um primeiro semestre pressionado pela aceleração da inflação, período no qual a taxa em 12 meses do IPCA permaneceu acima de 6%, o segundo semestre começou de maneira mais promissora. No primeiro mês da segunda metade do ano, o IPCA registrou a menor taxa de 2013: 0,03%. E os resultados dos dois meses subsequentes vieram abaixo da expectativa do mercado.

Em agosto, o Boletim Focus mostrou que as principais instituições financeiras previam taxa de inflação de 0,30% para o índice oficial, mas o IPCA subiu 0,24%. Já no início de setembro, a mediana das estimativas de inflação do mês, ainda segundo o Focus, estava em 0,45%. Com as leituras semanais do IPC-S e a divulgação do IPCA-15 de setembro, o mercado reduziu sua expectativa em 0,10 ponto percentual, concluindo o mês com mediana de 0,35%, número idêntico ao resultado final calculado pelo IBGE.

Desse modo, as taxas registradas pelo IPCA em agosto e setembro acumularam um desvio de 0,16 ponto percentual para menos frente às previsões do mercado. Dois fatores contribuíram para que a inflação ficasse aquém do esperado no terceiro trimestre. O primeiro foi o bom comportamento dos alimentos *in natura*. Após influenciar a aceleração do grupo alimentação no primeiro semestre

– período em que a alta das hortaliças e dos legumes no IPC/FGV chegou a 38,7% -, o preço desse grupo de alimentos caiu 29,7%, no terceiro trimestre.

O segundo foi o efeito até agora moderado da desvalorização cambial sobre custos e preços finais. No IPA, os insumos industriais têm apresentado avanços de amplitude ligeiramente inferior à captada após o movimento cambial de 2012, de intensidade parecida com o atual. Chama a atenção o caso dos fertilizantes, cuja notória sensibilidade ao câmbio não transparece nas taxas de variação divulgadas pelo IPA, em franco recuo durante setembro. Nos índices ao consumidor, como não poderia deixar de ser, o câmbio provocou aumentos nos preços dos derivados do trigo e da soja, bem como dos bens duráveis e carnes bovinas. Ainda assim, o IPCA de setembro foi menor que o esperado.

Embora o processo de transmissão do câmbio aos preços ainda possa se prolongar até o fim do ano, o fato novo foi o enfraquecimento do dólar, que depois de ultrapassar a marca de R\$ 2,40 na última semana de agosto, retrocedeu até a vizinhança de R\$ 2,20 um mês depois. É possível que esse recuo tenha algo de circunstancial, e que novas altas venham a ocorrer em face da presumível recuperação da economia americana. Por ora, porém, o câmbio segue em compasso de espera, reduzindo sua influência sobre os índices ao consumidor.

Para outubro, a inflação esperada, segundo o Boletim Focus, é de 0,55%. Parece improvável, com as informações disponíveis, que a taxa de inflação deste mês surpreenda novamente, ficando abaixo da expectativa, como em agosto e setembro. Novas altas de alimentos, já sinalizadas pelo IPA, notadamente das carnes, em adição a um possível esgotamento da contribuição favorável dos *in natura*, diminuem a chance de a inflação avançar menos que o previsto em outubro.

A folga deixada pelas taxas de agosto e setembro, que deve ser preservada em outubro, reforça a ideia sugerida no Boletim Macro de setembro de se fazer alguma correção no preço da gasolina ainda em 2013. A diferença entre o IPCA previsto e o verificado nos últimos dois meses pode acomodar um reajuste de 4% no preço do combustível ao consumidor, sem que isso eleve a inflação deste ano além dos 5,9% previstos pelo IBRE.

Salomão Quadros e André Braz

5. Política Monetária

Fatores Externos e a Política Monetária

Por ocasião do centenário de Keynes, a *The Economist* trouxe artigo de Milton Friedman no qual ele atribui ao economista inglês a ideia básica da “trindade impossível”, segundo a qual não se consegue ter, ao mesmo tempo, fluxo livre de capitais, taxa fixa de câmbio e independência de política monetária. Segundo Friedman, Keynes não considerava viável restringir os movimentos internacionais de capitais, o que deixava a escolha restrita aos dois últimos itens.

O dilema ficou claro, por exemplo, perto do fim do sistema de Bretton Woods, calcado em taxas fixas (porém ajustáveis) de câmbio. Na época, os EUA experimentavam forte expansão monetária. A inflação e o déficit externo se mostravam elevados, gerando expectativas de desvalorização do

dólar. As principais candidatas à apreciação cambial eram as moedas da Alemanha e da Suíça. A migração de capitais para esses países provocava expansão monetária. A inflação subiu. Os EUA ficaram vistos como “exportadores” de inflação.

A partir de 1973, com a adoção do regime flexível de câmbio, alemães e suíços vislumbraram espaço para agir de maneira independente, buscando taxas de inflação mais “descoladas” das prevalentes em outros lugares. Nasceu assim o regime de *monetary targeting*, por eles adotado com sucesso. Esforços semelhantes em outros países não tiveram o mesmo resultado.

Por bastante tempo não se questionaria a ideia de que câmbio flexível viabiliza política monetária independente. Na crise recente, o que se fez no campo monetário em alguns países foi mais ou menos o que se fez em outros, com certa defasagem. Isto se explica, porém, pela coincidência dos ciclos econômicos, pois a crise se generalizara. O interessante é que a perspectiva de recuperação da economia americana começa a mudar esse quadro. Nos próximos dois anos, os EUA poderão estar em situação bem melhor que outras economias. E juros mais altos naquele país não serão do interesse dos demais.

Tivemos uma prévia desse quadro nos últimos meses. Expectativas positivas puxaram os juros americanos para cima. E o dólar se fortaleceu. Isso provocou alta dos juros em muitos países. Habitualmente avessos à política de *forward guidance*, o BCE e o Banco da Inglaterra, por exemplo, viram-se forçados a sinalizar que manterão os juros baixos ainda por bastante tempo. São eventos americanos afetando as condições monetárias em outros países.

No famoso encontro de Jackson Hole deste ano, um dos temas debatidos foi justamente esse. Será que as condições financeiras no país central estabelecem o tom para o resto do mundo? Até que ponto políticas monetárias nacionais sofrem restrições independentemente do regime cambial? Devemos abandonar a noção de “trilema” e ficar apenas com o dilema entre independência de política monetária e fluxos livres de capitais?

As respostas exigem mais pesquisas. No momento, o que parece claro é a influência dos recentes movimentos do Fed sobre a política monetária brasileira. A possibilidade de *tapering* (redução gradual da compra de títulos de longo prazo pelo Fed) elevou os juros nos EUA e fortaleceu o dólar. Os juros aqui também subiram e o real se enfraqueceu, ameaçando levar a inflação para mais de 6,5%. Para evitar isso, a taxa Selic precisaria subir mais do que o originariamente imaginado. O adiamento do *tapering* mudou tudo. A tibieza da economia americana poderá deixar isso para 2014. A Selic não terá de subir muito. O patamar de 10,0% por nós previstos para o final do ano continua valendo. Com ajuda da influência americana.

José Júlio Senna

6. Política Fiscal

Política Fiscal: Uma Leitura Alternativa

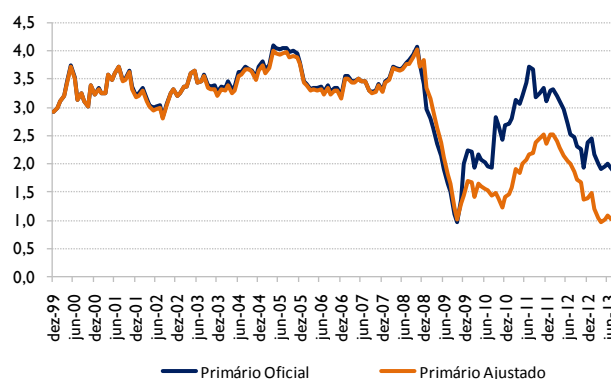
A vigorosa redução da dívida líquida do setor público, de 60,4% ao final de 2002 para 33,4% em agosto último, deslocou gradativamente o eixo dos debates da política fiscal. De uma abordagem centrada na solvência e na sustentabilidade da dívida, a discussão voltou-se para os efeitos das contas públicas, sobretudo, na demanda agregada. A partir desse novo panorama, a busca por medidas que captassem o tamanho do impulso fiscal ganhou fôlego e, de forma inovadora, a partir do ano em curso as autoridades monetárias passaram a divulgar avaliações sobre os chamados resultados fiscais estruturais. Em consequência, ou por coincidência, isto ocorreu simultaneamente à perceptível deterioração da credibilidade da contabilidade e das estatísticas fiscais federais.

À luz dessa nova situação, esta seção analisa brevemente uma medida de esforço primário livre de operações atípicas. Ainda que menos ambicioso do que apurar o balanço fiscal ajustado ao ciclo econômico, ou mesmo o resultado estrutural, este exercício justifica-se pelo fato de que, antes da efetiva aplicação de quaisquer técnicas estatísticas, há ajustes que são necessários.

Tomando-se os últimos 13 anos da série das estatísticas de resultado primário, nota-se que as atipicidades ocorreram de forma marcante e intensa depois da crise global, com ajustes alcançando o pico de 1,3% do PIB em 2010, seguido por 0,7% e 1,0% do PIB em 2011 e 2012, respectivamente.⁶ A maior dificuldade para equacionar as contas fiscais no período recente torna-se visível quando, expurgando-se tais operações do resultado primário, este se reduz da média de 3,4%, no período de 2001 a 2008, para apenas 1,6%, de 2009 a agosto de 2013.

Como o esforço fiscal livre de efeitos extraordinários está abaixo de 2% do PIB (nível que estimamos próximo daquele que estabiliza a relação dívida/PIB), seria natural inferir que existe uma postura expansionista da política fiscal. Entretanto, a medida de impulso fiscal é dada pela variação desse indicador entre períodos. Neste sentido, e tomando-se o horizonte de quatro trimestres, nosso indicador de resultado fiscal ajustado revela uma estabilização da deterioração, em patamar próximo a 1% do PIB, conforme evidenciado no Gráfico 7.

Gráfico 7: Resultado Primário Oficial e Ajustado do Setor Público Consolidado (Acumulado em 12 Meses como % do PIB)



Fontes: Banco Central (BCB), Secretaria do Tesouro Nacional (STN) e Sistema de Informação ao Cidadão (SIC). Elaboração: IBRE/FGV

⁶ Para uma visão detalhada e completa dos ajustes mencionados, ver nota técnica: “Uma Medida de Esforço Fiscal Primário Líquido de Operações Atípicas”, do mesmo autor. Disponível em <http://bit.ly/19cLEzn>.

De acordo com o gráfico, a erosão do resultado fiscal ajustado no período posterior a 2008 é visível e, mesmo após importante contração em 2011 (+ 0,9 pontos do PIB), a postura expansionista da política fiscal voltou a ser vigorosa em 2012 (- 1 ponto). Somente a partir do primeiro trimestre de 2013 houve certa estabilidade do resultado primário ajustado. Contudo, mesmo que a estabilização denote temporária interrupção da expansão fiscal, concluímos ainda não ser possível postular uma atuação neutra da política fiscal, já que esta se mostra insuficiente para garantir a sustentabilidade da dívida pública. Em suma, com o superávit primário abaixo do equilíbrio, sua estabilidade não garante neutralidade fiscal.

Gabriel Leal de Barros

7. Setor Externo

Pelo segundo mês consecutivo, a balança comercial registrou superávit, levando à redução do déficit acumulado no ano de US\$ 3,7 bilhões até agosto para US\$ 1,6 bilhões até setembro. Logo, aumentou a probabilidade de que o ano de 2013 feche com saldo positivo na balança comercial — entre US\$ 1 bilhão e US\$ 2 bilhões. O que levou à melhora na balança?

O déficit da conta petróleo e derivados tem sido um dos principais fatores para explicar a redução no saldo da balança comercial em 2013, conforme chamamos atenção na edição de setembro deste Boletim. No entanto, desde agosto o déficit da conta petróleo tem caído. Assim, embora o superávit dos demais produtos tenha aumentado apenas de US\$ 2,2 bilhões para US\$ 2,3 bilhões, entre agosto e setembro, a queda do déficit da conta petróleo de US\$ 926 milhões para US\$ 141 milhões levou a uma alta de US\$ 1,2 bilhão para US\$ 2,1 bilhões no saldo total da balança comercial.

Outro destaque foi o aumento das exportações em 5% entre os meses de setembro de 2012 e 2013, liderado pelas exportações de produtos básicos. Neste último caso, o aumento foi de 11% — além da contribuição das exportações de soja, que já vinham apresentando bom desempenho, foi registrado acréscimo nas exportações de minério de ferro (+15%), puxado pelo aumento de preços (+9,4% entre os meses de setembro de 2012 e 2013). Este resultado nos remete à China, nosso principal mercado de *commodities*, para o qual houve crescimento de 30% das exportações brasileiras na mesma base de comparação.

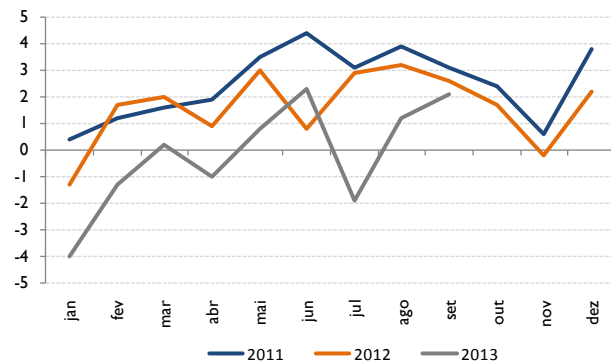
As importações aumentaram 8% entre setembro de 2012 e 2013 em todas as categorias de uso, sendo a menor variação a das compras de bens de capital (+2,6%). Seria o efeito da desvalorização cambial? Nossa hipótese é a de que a principal explicação é a desaceleração da economia, pois o efeito câmbio tende a ter uma resposta demorada. Ademais, enquanto as compras de bens não duráveis caíram, as de bens duráveis aumentaram em 16%. A desvalorização deveria ter reduzido todas as importações de bens de consumo que, a princípio, são mais fáceis de serem substituídas. Neste caso, outros fatores como qualidade/preços não competitivos dos produtos domésticos podem estar superando os benefícios da desvalorização cambial.

O Gráfico 8 mostra os saldos mensais da balança comercial. Nele se observa um comportamento similar nos anos de 2011 e 2012, em especial a partir de julho. O ano de 2013 pode ser classificado como “atípico” — petróleo, greves que atrasaram os embarques e instabilidade cambial —, o que leva a uma trajetória diferente da dos anos anteriores e aumenta a margem de erro das projeções. Ficamos, porém, com a possibilidade do pequeno superávit.

Por último, o balanço de pagamentos mostrou uma redução no déficit em conta corrente de US\$ 9 bilhões para US\$ 5,5 bilhões entre julho e agosto, associada à melhora da balança comercial entre esses meses e à queda na remessa de rendas. A conta capital, porém, sofreu retração significativa de US\$ 9,4 bilhões para US\$ 2,1 bilhões, o que levou a uma perda de reservas internacionais no valor de US\$ 3,2 bilhões em agosto — embora no acumulado do ano as reservas tenham aumentado US\$ 3,5 bilhões. Na comparação, com o mesmo

período de 2012, porém, quando o saldo do balanço de pagamentos foi de US\$ 22,8 bilhões, o resultado de 2013 sugere que, além do resultado da balança comercial, a garantia de que o país vai continuar atraindo capitais também está na zona de alerta.

Gráfico 8: Saldo da Balança Comercial (US\$ bilhões)



Fontes: SECEX/MDIC. Elaboração: IBRE/FGV

Lia Valls Pereira

8. Panorama Internacional

O Desafio de Yellen é Reforçar a *Forward Guidance* para Iniciar a Redução da Compra de Ativos

O presidente Obama confirmou a indicação de Janet Yellen para *Chair of the Board of Governors of the Federal Reserve System*. O presidente do Fed é também o presidente do equivalente ao nosso comitê de política monetária, o *Federal Open Market Committee (FOMC)*, responsável pelas decisões de política monetária do BC norte-americano.

Tradicionalmente, o FOMC atua decidindo o valor da taxa básica de juros, a *Fed Funds rate*. Como esta taxa encontra-se desde a crise em zero, não há espaço para reduções adicionais. Como a inflação tem estado abaixo da meta, e tanto o mercado de trabalho como o crescimento têm apresentando desempenho muito fraco, é necessário reduzir ainda mais a taxa de juros.

Como não há mais espaço para reduzir os *Fed Funds*, o FOMC adotou, desde a reunião de dezembro de 2012, dois instrumentos heterodoxos de política monetária. Primeiro, aumentou o programa de compras de ativos: além dos US\$ 40 bilhões mensais de papéis lastreados em hipotecas que já vinha adquirindo, decidiu comprar mensalmente US\$ 45 bilhões de notas do Tesouro de longo prazo.

O segundo instrumento, conhecido por *forward guidance* (FG), ou “orientação prospectiva”, consiste em definir a priori condições necessárias (mas não suficientes) para iniciar a subida dos *Fed Funds*. Assim, foi estabelecido que, para que se cogite iniciar o processo, é necessário que o desemprego esteja abaixo de 6,5% e/ou que a inflação esperada um ou dois anos à frente esteja 0,5 ponto percentual acima do objetivo de longo prazo do FOMC, de 2% ao ano.

Para entender as medidas heterodoxas adotadas pelo FOMC, é necessário compreender os desafios de conduzir a política monetária quando a taxa de juros atinge o piso de juros nulos.

Em condições normais, a política monetária é conduzida empregando a Regra de Taylor, que estabelece que a taxa dos *Fed Funds* deve ser fixada em um nível igual à taxa real de juros estimada como neutra somada à meta de inflação. A este termo adicionam-se dois outros, que dependem do desvio da inflação corrente em relação à meta, e do desvio da taxa de desemprego em relação à taxa natural de desemprego. Sempre que a desocupação estiver maior do que a taxa natural, ou que a inflação estiver menor do que a meta, os juros são reduzidos, e vice versa.

O problema é que a regra de Taylor aplicada para a situação atual sugere que os *Fed Funds* teriam que ser negativos, o que é uma impossibilidade. Como fazer?

Em algum momento à frente, a economia americana vai se recuperar. Portanto, em algum momento a Regra de Taylor (RT) resultará em valores estritamente positivos para a taxa básica de juros, os *Fed Funds*. O problema é que, enquanto isto não ocorre, a economia terá trabalhado muito tempo aquém de seu potencial, e muito desemprego terá sido gerado, com enormes perdas de recursos humanos.

Suponhamos que fosse possível hoje o FOMC se comprometer a manter os juros nulos durante um tempo ainda maior do que o indicado pela RT. Isto é, suponhamos que seja possível que o FOMC se comprometa a, no momento em que a RT indicar que os juros devam ser elevados, não elevá-los. Se isso for possível, o mercado projetará *Fed Funds* nulos por mais tempo e, conseqüentemente, taxas longas muito baixas (vistos que estas são a composição das curtas ao longo do tempo). Ao baixar as taxas longas, mesmo que as curtas já tenham esbarrado no limite zero, o FOMC conseguirá estimular a economia, pois estimula o investimento das empresas e das famílias, que respondem às taxas longas.

O problema é que o FOMC não encontrou uma forma crível de se comprometer a manter as taxas curtas zeradas, mesmo quando a RT indicar que elas devem ser elevadas. Portanto, como alternativa ao fato do FG não ser crível, resolveu-se empregar o outro instrumento heterodoxo de política monetária, o programa de compras de ativos de longo prazo. Ao reduzir a oferta destes papéis nos portfólios privados, o Fed eleva o seu preço e, conseqüentemente, o retorno do papel cai.

Toda a arte do FOMC no primeiro semestre de 2014 será procurar formas de tornar o FG crível para poder desembarcar do programa de compras de ativos – que tem efeitos colaterais

potencialmente desestabilizadores para o mercado financeiro —, sem que as taxas longas de juros subam muito. Aguardemos o que sairá da cartola de Yellen.

Samuel Pessoa

9. Analista Convidado

O Relatório de Inflação de Setembro: Especulações e Dúvidas

O Relatório de Inflação (RI) de setembro do BC trouxe novamente a questão fiscal para o centro dos debates de política econômica. Na realidade, a polêmica afirmação na última ata, de que já via “condições para que, no horizonte relevante de política monetária, o balanço do setor público se desloque para a zona de neutralidade”, levantou inúmeras dúvidas. O que o BC quis dizer com essa afirmação? Por que teria mudado sua avaliação a respeito do fiscal, visto antes como expansionista, a despeito da realidade dos números não apontar para mudança da postura fiscal? E, especialmente, quais as implicações para a inflação e para a postura da política monetária dessa hipótese de trabalho?

Durante a apresentação do RI, o Diretor Carlos Hamilton deixou claro que o que o BC chama de neutro é o impulso fiscal, ou seja, a diferença entre o superávit estrutural entre dois períodos consecutivos. Até aí não há novidades em termos dos conceitos utilizados. O impulso fiscal (variação do superávit primário no tempo) já está incorporado aos modelos de projeção do BC desde junho de 2012 (como parte da curva IS dos modelos de pequeno porte). Já o superávit estrutural, que corrige o superávit primário para os efeitos do ciclo econômico, foi introduzido em março deste ano e passou a ser o indicador fiscal considerado nas projeções a partir de junho. A novidade está na hipótese de que o impulso será neutro — ou seja, que o superávit primário ajustado pelo ciclo permaneça no mesmo patamar atual no horizonte relevante para a política monetária, que, segundo o Diretor, deve ir até o terceiro trimestre de 2015.

Há duas críticas a essa hipótese de trabalho do BC. A primeira é que, mesmo diante de um noticiário cheio de promessas de um fiscal menos expansionista no ano que vem, o que se percebe é o governo federal negociando repasses para que São Paulo não aumente o transporte público em 2014, aumentos no valor dos subsídios ao setor energético e uma grande expansão das carteira dos bancos públicos. Além disso, nos parece ainda mais complicado fazer esse tipo de inferência para 2015 sem sabermos ao certo qual será a base do ano de 2014 e o governo eleito em 2015.

A segunda crítica é mais conceitual, mas não menos importante: com qual indicador fiscal deveria o BC trabalhar em seus modelos? Seria o impulso do superávit estrutural o mais adequado? A resposta não é simples. A teoria econômica permite o uso de vários indicadores para medir o efeito da política fiscal na demanda agregada. Em comum, todos eles medem em algum grau o esforço fiscal do governo, seja ele o nível do superávit fiscal ou a diferença entre o superávit primário e o superávit estrutural. É importante destacar a grande diferença entre o impulso utilizado no modelo do BC e esforço fiscal sugerido pela teoria. O impulso medido pelo BC é a

mudança do superávit estrutural entre dois períodos de tempo (por exemplo, superávit de 2015 menos o superávit de 2014) e esforço é o nível do superávit ou a diferença entre o superávit realizado e o estrutural no mesmo período (por exemplo, o superávit primário em 2014 menos o superávit estrutural em 2014).

A diferença entre conceitos parece sutil, mas não é. Sabemos que nossa economia não está em um equilíbrio desejado, com a inflação em 6% há mais de quatro anos. Parte do problema é de responsabilidade da política fiscal expansionista adotada desde 2010 (com um breve período de contração em 2011). Sendo assim, para desinflacionar a economia precisamos de um esforço fiscal maior, ou seja, que o superávit primário estrutural em 2014 ou 2015 seja maior do que o atual. Utilizar como hipótese que ele ficará constante, que o impulso será neutro, não nos traz conforto. Dito de outra maneira, se os fatores de produção da economia se encontram pressionados (como é claramente o caso do fator trabalho, conforme reconhecido pelo próprio BC), e em boa parte como um reflexo defasado da aceleração da política fiscal nos últimos anos, a simples manutenção do nível do superávit estrutural não deve ser neutra para o cenário de inflação.

Se o nível atual do primário estrutural não é condizente com uma situação de equilíbrio da economia, sua manutenção não traz melhoras nas expectativas de inflação. Será que não é por esse motivo que as expectativas de inflação do mercado estejam tão desancoradas? Ou melhor, estejam ancoradas em 6%?

Solange Srouf Chachamovitz (Economista da ARX Investimentos)

10. Em Foco IBRE: As Alternativas para Reforçar a Petrobrás, no Curto e no Médio Prazo

A delicada situação econômico-financeira da Petrobras,⁷ evidente na forte perda de valor no mercado acionário e na reduzida lucratividade, vem se acentuando nos últimos cinco anos. Este processo decorre, principalmente, da falta de liquidez no auge da crise de 2008/09, de dificuldades na gestão operacional e de projetos, do maior endividamento e das políticas que prejudicam a rentabilidade dos negócios. Este artigo investiga os problemas da Petrobras diante desse quadro de debilidade e face aos seus desafios futuros em termos de exploração, produção e distribuição. O objetivo é alcançar uma visão tão realista quanto possível da situação atual da empresa.

Assim como são múltiplos e diversos os fatores que explicam a piora nos fundamentos da companhia, o mesmo ocorre com os momentos em que cada um deles atuou de forma mais intensa nesse processo. Trazido à cena pela menor liquidez nos canais de crédito internacional, o crédito público e doméstico passou a ser uma das principais fontes de financiamento e importante componente financeiro para a determinação do retorno dos projetos de investimentos.

⁷ Para uma visão detalhada do quadro atual e evolução das condições econômico-financeiras da Petrobras, ver nosso estudo completo “O endividamento da Petrobras com o BNDES no período pós-2008 e impactos contábeis e econômico-financeiros”. Disponível através de solicitação.

Antes da maior restrição nos níveis de liquidez internacional, o volume de crédito público à Petrobras era da ordem de R\$ 6 bilhões. Esse montante alcançou de forma abrupta mais de R\$ 65 bilhões, aproximando-se em 2010 de 45% de todo o endividamento da empresa (Tabela 2). Mesmo com esse vigoroso crescimento, o estoque de passivo privado, somado a incrementos sucessivos por meio de novas captações, bloqueou a inversão na estrutura de capital da companhia na direção de uma posição majoritária de capital público.

Tabela 2: Composição do Passivo da Petrobras (em R\$ Bilhões constantes de Dez/2012)

Ano	BNDES	BB	CEF	Total Bancos Públicos	Total Bancos Privados	Total Empréstimos	Variação Anual (%)		
							Bancos Públicos	Bancos Privados	Total Empréstimos
2006	9,88	-13,40	-	-3,53	67,73	64,20	-	-	-
2007	8,88	-2,91	-	5,96	46,45	52,41	-69%	-31%	-18%
2008	13,36	5,42	4,51	23,29	57,30	80,59	291%	23%	54%
2009	41,70	6,94	4,72	53,35	68,96	122,31	129%	20%	52%
2010	40,94	10,61	6,38	57,93	74,99	132,92	9%	9%	9%
2011	41,38	12,51	8,66	62,55	105,49	168,04	8%	41%	26%
2012	47,87	9,01	8,26	65,14	131,17	196,31	4%	24%	17%
2013: 1º sem.	42,86	11,13	11,27	65,26	165,39	230,65	0%	26%	17%

Fontes: Balanços Petrobras e apresentação original em Almeida (2012). Dados de bancos privados e total de empréstimos incluídos pela autora, fonte Balanços Petrobras. Elaboração: IBRE/FGV.

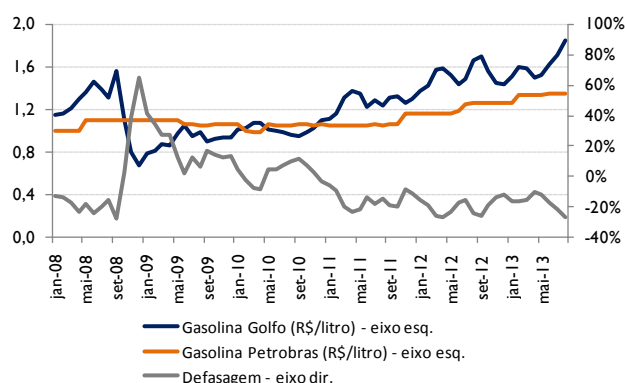
A sustentação do forte crescimento dos financiamentos públicos, em especial do BNDES, só foi possível por nova resolução do Conselho Monetário Nacional (CNM), que permitiu que as liberações não mais fossem restritas por grupo econômico, e passassem a ser individualizadas pelo Cadastro Nacional de Pessoa Jurídica (CNPJ).

Em 2010 a Petrobras realizou a maior oferta pública de ações da nossa história, com arrecadação de R\$ 120,2 bilhões, mas a empresa teve de pagar o equivalente a R\$ 74,8 bilhões de cessão onerosa ao Tesouro Nacional a título de direito de exploração e produção de até 5 bilhões de barris de óleo equivalente (boe).

O período de 2008 a 2010, aliás, destaca-se por ser o de maior expansão das captações com recursos públicos. Nos anos seguintes, essas operações tiveram continuidade, mas em menor volume. A partir do final de 2010, a Petrobras passou a registrar prejuízos por conta da defasagem dos

preços dos combustíveis no mercado local, ante os praticados internacionalmente. O Gráfico 9 deixa claro que a defasagem média situou-se em 20%, diferencial que impõe uma perda acumulada desde 2010 equivalente a R\$ 40 bilhões.

Gráfico 9: Defasagem Média dos Preços de Gasolina (Paridade de Importação)



Fontes: Adriano Pires - Centro Brasileiro de Infraestrutura. Elaboração: IBRE/FGV

O maior endividamento (público e privado), o fôlego cada vez menor para sustentar uma elevada geração de fluxo de caixa e a significativa defasagem dos preços domésticos de combustíveis combinaram-se para acender o sinal amarelo em relação ao equilíbrio econômico-financeiro do grupo. Isso, por sua vez, chamou a atenção das agências de classificação de risco, que iniciaram reavaliações do risco de crédito da companhia.

Apesar dos desequilíbrios apontados, que trazem preocupação quanto a possíveis rebaixamentos do seu *rating*, a Petrobrás, de acordo com o modelo regulatório de partilha, será um dos maiores operadores dos campos de petróleo e gás da camada de pré-sal. Somente para o leilão do campo de Libra, marcado para 21 de Outubro, há uma expectativa de desembolso de aproximadamente R\$ 4,5 bilhões. Como se vê na Tabela 3, a pressão que aquela combinação de fatores exerce sobre os fundamentos da companhia é visível, a ponto de que as três principais agências de classificação de risco já tenham anunciado perspectiva negativa para suas notas de crédito.

Tabela 3: Panorama do Rating de Crédito pelas 3 Principais Agências de Classificação de Risco

Agência de Rating	Última Revisão	Global Moeda Local	Global Moeda Estrangeira	Nacional Moeda Local	Panorama
Moody's	15/12/2012	A3	A3	Aaa	Negativo
Standard & Poor's	6/6/2013	BBB	BBB	-	Negativo
Fitch	26/3/2013	BBB+	BBB	AAA	Negativo

Fontes: Petrobras e Agências. Elaboração: IBRE/FGV.

Além de afetarem o custo de captação em mercados estrangeiros, os possíveis rebaixamentos de rating têm o importante efeito colateral de elevar igualmente o custo de captação internacional de outras empresas domésticas. A razão é o papel referencial que as captações da Petrobrás possuem como *benchmark* para o acesso e o custo de outras empresas públicas e privadas.

É importante lembrar ainda os efeitos que as políticas tributárias exerceram de impulsionar o crescimento do consumo de combustíveis através de estímulos para aquisição de veículos, levando ao elevado déficit da balança comercial de combustíveis. O efeito preço, em função da defasagem na correção do preço dos combustíveis, soma-se aos estímulos tributários para ampliar a demanda por derivados.

Considerando-se todas essas debilidades, é urgente discutir alternativas não só de curto, mas de médio e longo prazo, para resgatar o equilíbrio e a capacidade financeira da Petrobrás. Diante do efeito multiplicador sobre a inflação da recomposição do preço dos combustíveis, e das dificuldades que isso cria para a autoridade monetária, a alternativa de curto prazo mais factível, e capaz de evitar deterioração ainda maior dos fundamentos da companhia, seria liberar a Petrobrás da obrigatoriedade de participar em 30% nas operações de exploração e produção na camada do pré-sal.

No curto prazo, tal opção teria o benefício de estabilizar a deterioração das condições financeiras sem, contudo, bloquear e inviabilizar associações mais equilibradas com outros operadores privados. Num horizonte mais largo, o reequilíbrio econômico-financeiro da companhia depende de um planejamento que contemple uma política de médio prazo para os combustíveis, não só do lado da oferta, mas também da demanda.

Paula Barbosa⁸, José Roberto Afonso e Gabriel Leal de Barros

Revisão Técnica do Boletim Macro IBRE: Fernando Dantas

⁸ Economista (pela UFRJ), Mestre em Economia (pela PUC-RJ) com carreira corporativa em instituições financeiras e multinacionais de petróleo, gás e mineração.

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

Vinícius Botelho

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 11 de outubro 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.