

Economia desaquece, mas emprego continua em alta

A economia brasileira continua a apresentar sinais ligeiramente contraditórios em relação à evolução do nível de atividade e variáveis a ele relacionadas, como a taxa de desemprego.

A atividade econômica está em desaceleração. A taxa de crescimento do Índice de Atividade Econômica (IAE-IBRE) do trimestre findo em maio sobre o trimestre anterior alcançou 1,2%, ligeiramente inferior ao 1,4% de abril. Dados preliminares indicam que a taxa de crescimento do PIB no segundo trimestre será de 0,9%. A desaceleração também é visível nas taxas acumuladas em 12 meses: depois de alcançar 5,7% em abril, chega-se a 5,2% em maio e 4,9% em junho. Esta desaceleração também está registrada no Indicador Mensal do Investimento (IMI) do IBRE, aqui apresentado pela primeira vez: as variações acumuladas em 12 meses recuaram de 14,7% em abril para 13,2% em maio. Nossas previsões apontam para crescimento da formação bruta de capital em 2011 de cerca de 7%.

Para os próximos meses, os indicadores de confiança do IBRE continuam apontando para desaquecimento da economia, mas os resultados mostram alguma desaceleração da queda no segmento de serviços. Isso possivelmente se deve, ao menos em parte, ao mercado de trabalho aquecido, permitindo ganhos salariais nas negociações. O que nos remete às tendências para a inflação.

Aqui, o ciclo de avanços e recuos observado em 2010 se repete em 2011 — ainda que as taxas deste ano superem as do anterior até o encerramento do primeiro semestre: após uma sequência de cinco meses com taxas que, se mantidas, representariam o descumprimento da meta de inflação, os índices de preços na passagem do primeiro para o segundo semestre registram forte desaceleração. Mas o caráter transitório do desempenho bom do IPCA se deveu, entre outros fatores, à queda de preços de alimentos in *natura* e combustíveis para veículos, especialmente gasolina. Nossa projeção é que o IPCA terminará o ano em 6,1%. Comparando a influência anual esperada das nove classes de despesa do índice em 2011 com o quadro verificado em 2010 percebe-se que os movimentos de maior amplitude ocorrerão em três grupos. De um lado, a

Alimentação perderá cerca de metade da influência que exerceu em 2010, quando representou o equivalente a 40% do IPCA. Em sentido oposto, Transportes e Habitação terão suas contribuições aumentadas, passando a responder, em conjunto, por pouco mais de um terço da inflação, ante 20% em 2010. Inversões de menor magnitude, mas que reunidas contribuirão para a permanência da taxa anual nas vizinhanças do valor registrado em 2010, deverão se verificar nos grupos Educação e Saúde e cuidados pessoais, ambos em sentido ascendente. O peso dos *non-tradables* parece ter aumentado em relação a 2010.

Embora as taxas mensais de inflação tenham diminuído em junho, ainda é cedo para concluir que a convergência para o centro da meta esteja assegurada a médio prazo. Será necessário algum tempo e novos aumentos na taxa de juros até que apareçam sinais concretos de reversão do quadro inflacionário. Se, por um lado, é verdade que o nível de atividade continua aquecido, por outro, verifica-se que as elevações das taxas de juros, somadas às medidas de contenção do crédito, estão surtindo efeito para arrefecer a demanda.

O desempenho da taxa de desemprego é especialmente intrigante, pois nossas projeções indicam para junho manutenção da taxa bastante baixa registrada no mês anterior. Uma explicação para a resiliência da taxa de desemprego é a de que o emprego reage de forma defasada ao nível de atividade. Outra explicação, mais preocupante do ponto de vista da política monetária, deriva do caráter assimétrico da desaceleração econômica nos últimos trimestres, com o desempenho dos setores produtores de *non-tradables* superior ao dos setores de *tradables*. Como os primeiros (serviços, essencialmente) têm demanda por trabalho mais inelástica, a desaceleração afetaria proporcionalmente mais o emprego nos demais setores produtores de *tradables*, cujo peso na estrutura do emprego é menor. Se isso estiver de fato ocorrendo, o canal do crédito também pode se mostrar menos efetivo do que em outras ocasiões, o que realçaria a necessidade de um aperto monetário mais forte.

Na área fiscal, o nível de atividade ainda aquecido vem permitindo que a meta de superávit seja alcançada com antecedência em relação ao cronograma. Mas persiste a questão de qual o impacto da desaceleração do nível de atividade na arrecadação federal. A análise das contas públicas mostra que o dinamismo do nível de atividade, com reflexos positivos na arrecadação federal, somado aos cortes nos investimentos, foram os principais responsáveis pelo bom

desempenho dessas contas. Para o segundo semestre se destacam dois complicadores pelo lado da despesa: uma esperada retomada dos gastos de investimento e os desembolsos de restos a pagar de exercícios anteriores.

O saldo da Balança Comercial acumulado até junho, de US\$ 12,9 bilhões, torna claramente factível nossa previsão de US\$ 25 bilhões para o ano como um todo. Mas as perspectivas para a Conta Capital têm dado margem a debates. Destacam-se aqui os fortes ingressos líquidos recentemente observados nessa conta: US\$ 63,3 bilhões nos primeiros cinco meses de 2011, quase o dobro dos US\$ 34,1 bilhões no mesmo período de 2010. Como nossa projeção do déficit em transações correntes para o ano em curso é de US\$ 60 bilhões, não parece haver nenhum problema à vista no tocante ao fechamento do BP em 2011 — exceto por mudanças drásticas na conta capital, atualmente fora das expectativas. E além da magnitude dos ingressos, sua “qualidade” melhorou com a concentração em IDE. Nesse caso, qual o desconforto? O problema é que existem suspeitas de que esses investimentos estariam servindo para evitar a tributação sobre transações financeiras. Nossa análise, nesse sentido, sugere que isso pode estar de fato acontecendo: os juros mais atrativos estariam compensando a taxa do IOF e o custo de transação da aplicação indireta via IDE.

A seção Em Foco, ao final, apresenta um ensaio do Prof. Samuel Pessôa dedicado à análise do complexo e relevante tema das razões para a persistência de altas taxas de juros no Brasil, que destaca a associação desse fenômeno com taxa de câmbio valorizada, inflação ainda elevada e baixa poupança doméstica.

I. Atividade Econômica

O Indicador de Atividade Econômica (IAE) do IBRE¹ registrou alta de 0,7% em maio sobre o mês anterior, considerando-se a série dessazonalizada. A alta mostra que o nível de atividade econômica continua subindo, mas com tendência suave de desaceleração. A taxa de crescimento do trimestre findo em maio sobre o trimestre anterior (tst) alcançou 1,2%, ligeiramente inferior ao 1,4% de abril (Gráfico 1).

Para os próximos meses se espera desaceleração adicional do ritmo de crescimento da economia. Considerando-se a prévia de +0,4% do indicador IAE para o mês de junho, a taxa de crescimento do PIB no segundo trimestre será de 0,9%. Essa desaceleração também é visível na série de taxas acumuladas em 12 meses: depois de alcançar 5,7% em abril, chega-se a 5,2% em maio e 4,9% em junho.

Esta desaceleração também está registrada no Indicador Mensal do Investimento (IMI) do IBRE, aqui apresentado pela primeira vez: as variações acumuladas em 12 meses recuaram de 14,7% em abril para 13,2% em maio² (Gráfico 2).

Em relação à indústria, a produção, ao crescer 1,3% em maio (msm, com ajuste sazonal), recuperou as perdas de abril, quando recuara 1,2% msm (dado revisado em relação aos -2,1% originalmente divulgados pelo IBGE). O resultado de março também foi revisado pelo IBGE e o avanço anterior de 1,1% msm passou a ser de alta de 0,3%. O efeito prático das revisões foi diminuição do crescimento tst no primeiro trimestre e atenuação da desaceleração no segundo, mas sem impacto no agregado do primeiro semestre deste ano. O

A projeção do IBRE para o crescimento do PIB no segundo trimestre é de 0,9%

Gráfico 1: Indicador de Atividade Econômica – IAE

(percentuais de crescimento em relação ao trimestre anterior e acumuladas em 12 meses em relação aos 12 meses anteriores, médias móveis com ajuste sazonal, dez/09-jun/11, %)

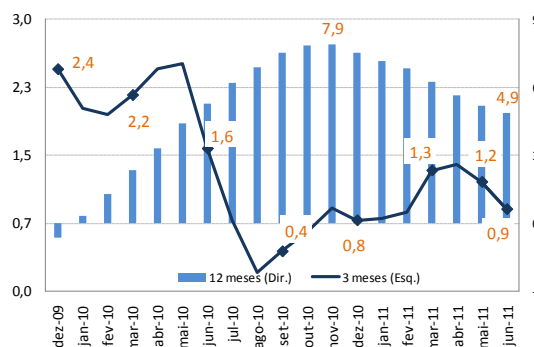
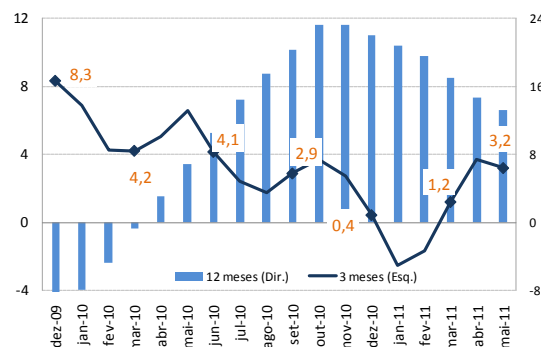


Gráfico 2: Indicador Mensal do Investimento – IMI

(percentuais de crescimento em relação ao trimestre anterior e acumuladas em 12 meses em relação aos 12 meses anteriores, médias móveis com ajuste sazonal, dez/09-mai/11, %)



Fonte: IBGE e IBRE. 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. Uma nota com a metodologia de construção do IAE-IBRE estará disponível brevemente.

² O IMI utiliza a mesma metodologia do IAE: este indicador visa reproduzir a Formação Bruta de Capital Fixo das Contas Nacionais em bases mensais. A metodologia do IMI estará disponível brevemente.

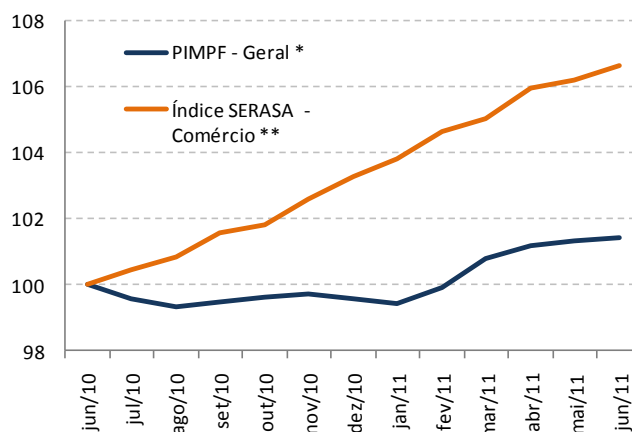
crescimento observado no primeiro trimestre baixou de 1,9% para 1,2% e a previsão anterior do IBRE para o segundo trimestre, de crescimento tst próximo a zero, foi revisada para 0,6%. O indicador de média móvel trimestral da produção sinaliza uma desaceleração maior na ponta (até maio), tendência influenciada pela queda na produção de duráveis, mas seguida por todas as categorias de uso exceto os semi e não duráveis de consumo (Gráfico 3).

No comércio, o indicador de nível de atividade do Serasa ajustado³ comprova a resiliência do desempenho do setor: registro de crescimento de 1,5% no segundo trimestre, contra 1,7% no primeiro. Na composição do índice, houve aceleração em hipermercados e supermercados, de um crescimento negativo em 0,1% para +2,4% entre os dois períodos, e desaceleração de veículos, motos e peças, de 2,6% para 0,1% (Gráfico 3).

Embora o volume de vendas do segmento automobilístico tenha perdido fôlego no segundo trimestre, nota-se, para o total do segmento de duráveis, uma desaceleração mais acentuada na indústria que no comércio, retomando o quadro de perda de espaço para os importados, observada em 2010 e momentaneamente revertida no primeiro trimestre do ano.

As dificuldades do setor industrial — devidas, principalmente, ao câmbio valorizado — persistem, embora venham sendo compensadas pelo avanço dos preços nos últimos meses. Entre maio de 2010 e maio de 2011, o *quantum* exportado de manufaturados avançou apenas 3,0% e o de semimanufaturados, 5,1%, enquanto os preços destes produtos subiram, respectivamente, 13,7% e 21,4%. O efeito-preço (em dólares) colaborou para que o resultado comercial do país continuasse melhorando, mas o nível efetivo de atividade do setor industrial evolui lentamente. Para os próximos meses, é esperada a acomodação dos preços, ou ligeira queda, afetando os níveis de confiança. O ritmo de atividade deve continuar lento.

Gráfico 3: Produção Física da Indústria vs. Nível de Atividade no Comércio (média móvel trimestral, base 100=jun 2010)



* Dados de junho projetados pelo IBRE-FGV ** Série reponderada usando os pesos setoriais da PMC

Fontes: FGV, IBGE, SERASA. Elaboração IBRE/FGV

³ O Indicador de Atividade do Comércio da Serasa Experian é medido pelo número de consultas realizadas pelos estabelecimentos comerciais à base de dados da empresa. O Indicador ajustado é obtido pela reponderação dos segmentos comerciais usando os pesos da Pesquisa Mensal de Comércio, do IBGE.

2. Análise das Sondagens IBRE

O diferencial entre o desempenho externo e interno pode também ser percebido nas sondagens de tendência. O nível de utilização da capacidade instalada das empresas francamente exportadoras (que exportam mais de 50% do faturamento) bateu em junho na casa dos 80,8%, ficando bem inferior à média histórica de 84,4%, enquanto o NUCI das empresas majoritariamente voltadas ao mercado interno (exportam menos de 10% ou não exportam) ficou em 84,8%, acima da média histórica de 81,9% (Tabela 1).

O grau mais elevado de ociosidade verificado nas empresas exportadoras também se reflete no volume de investimentos produtivos (Gráfico 4). A Sondagem de Investimentos do IBRE

realizada entre abril e maio de 2011 mostrou que as empresas industriais apresentam neste ano um comportamento típico dos anos de fortes inversões produtivas: 36% delas preveem investir prioritariamente na expansão da capacidade, em comparação com os 40% do ano passado. Seja um reflexo do bom desempenho do mercado interno — seja do NUCI ainda relativamente elevado, seja dos estímulos do Programa de Estímulos ao Investimento (PSI) — o resultado reforça as previsões para crescimento da formação bruta de capital em 2011 na ordem dos 7%.

O Gráfico 4 mostra como a sustentação do investimento produtivo na indústria vem sendo propiciada exclusivamente pelos segmentos voltados para o mercado interno, enquanto os segmentos majoritariamente voltados para o mercado externo apresentam um padrão fraco de investimento.

Os indicadores de confiança continuam sinalizando desaceleração da economia nos próximos meses. Do ponto de vista empresarial, houve queda acentuada da confiança na indústria (ICI, acima), refletindo possivelmente a combinação de desaceleração na produção e redução de preços de manufaturados ao nível do

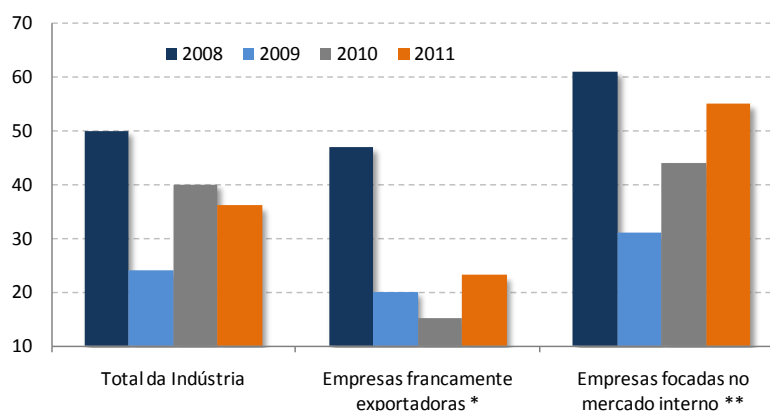
produtor. A confiança do setor de Serviços caiu pelo segundo mês consecutivo, mas está em

Tabela 1: Nível de Utilização da Capacidade Instalada da Indústria (%)

	Total da indústria	Empresas francamente exportadoras	Empresas focadas no mercado interno
jun-09	79,4	69,5	80,2
jun-10	85,5	80,2	84,6
jun-11	84,3	80,8	84,8
Média	82,6	84,4	81,9

Fonte: IBRE/FGV

Gráfico 4: Expansão da Capacidade Produtiva como Principal Motivação para a Realização de Investimentos (%)



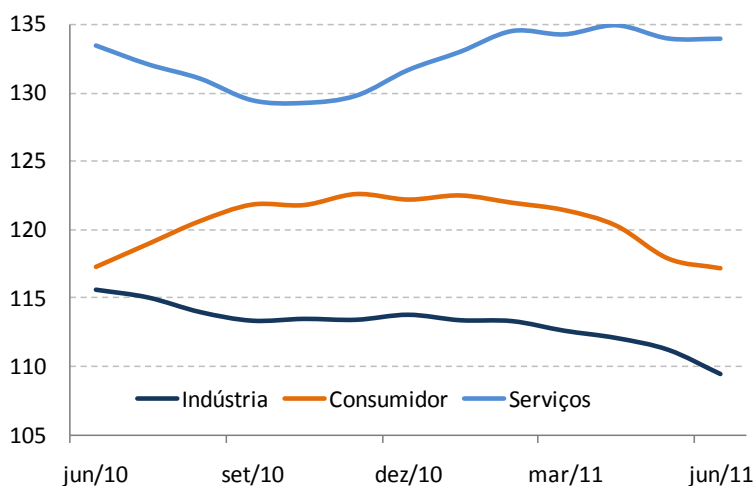
* Exportam mais de 50% do que faturam, **exportam entre 0% e 10% do que faturam.

Fonte: IBRE/FGV

patamar ainda bastante elevado. Em ambos os segmentos, as perdas são mais acentuadas nos indicadores que refletem a situação presente dos negócios que nos indicadores de expectativas (Gráfico 5).

A alta do Índice de Confiança do Consumidor em junho, após três meses em queda, pode não significar necessariamente uma reversão, mas atenua a tendência de piora desenhada desde início do ano. As previsões para a inflação melhoraram, colaborando para a melhor percepção em relação ao cenário econômico. As variáveis que medem o pulso do mercado de trabalho e a situação das finanças domésticas continuam em ótimo estado, mas o ímpeto para novas compras de duráveis refletem a postura de um consumidor ainda cauteloso nos próximos meses.

Gráfico 5: Índices de Confiança: Indústria, Consumidor e Serviços
(média móvel trimestral)



Fonte e Elaboração: IBRE/FGV

3. Emprego e Renda

Pressão no mercado de trabalho origina-se na demanda ainda forte e na falta de trabalhadores mais qualificados. Quais as consequências no curto e médio prazo?

O crescimento da demanda, somado a uma mudança estrutural que vem ocorrendo no mercado de trabalho, tem gerado taxas de desemprego baixas no Brasil. Além disso, a falta de trabalhadores com níveis educacionais mais

A nossa previsão para a taxa de desemprego dessazonalizada de junho é 5,9%

elevados tem consequências importantes no funcionamento do mercado de trabalho. Com o mercado aquecido, os trabalhadores têm maior poder de barganha na negociação salarial, pressionando os salários (Gráfico 6)⁴. Outra consequência é que os jovens têm buscado mais escolarização, frente a maiores exigências do mercado e devido à melhora salarial em termos reais. Quando estes jovens terminarem o ciclo escolar e entrarem no mercado haverá pressão adicional sobre o salário. Por outro lado, com o arrefecimento do crescimento do nível de

⁴ Nos próximos meses haverá negociações salariais em diversos setores, o que pode exercer pressão adicional sobre os salários.

atividade econômica e aumento da competição entre os trabalhadores o salário tenderá a se acomodar.

Dado o crescimento da economia e as políticas públicas que mudaram a estrutura do mercado de trabalho nos últimos anos⁵, as novas vagas de postos de trabalho têm sido capazes de absorver esta nova geração de trabalhadores com maior nível de educação. No entanto, um aspecto preocupante é se o mercado de trabalho ainda conseguirá absorver estas novas levas de estudantes recém-formados, mesmo em um cenário de crescentes necessidades de trabalhadores mais escolarizados por parte das empresas.

Outra pergunta que se coloca é: até quando o crescimento do emprego vai acompanhar o crescimento da PEA? Para se ter uma ideia, a PEA cresceu em média 0,32% nos primeiros meses do ano, em termos dessazonalizados, acima do mesmo período do ano passado (0,24%), quando a economia apresentou taxa de crescimento do PIB bem mais elevada. Por sua vez, a criação de novas vagas de emprego (252 mil em maio, segundo Tabela 2) segue o crescimento da PEA, visto que a taxa de desemprego dessazonalizada permaneceu estável nos últimos meses. Nossa previsão é que essa taxa se mantenha no patamar de 5,9% em junho (Tabela 2). Apesar de a taxa de rotatividade dessazonalizada apresentar aumento em maio — o que reflete um mercado de trabalho ainda aquecido — somente o crescimento mais forte da economia faria com que a taxa de desemprego se reduzisse mais ainda. Mas o que observamos é que o crescimento do nível de atividade começa a arrefecer e, assim, a tendência é que o nível de desemprego comece a subir gradualmente, pressionado também pelo aumento de concluintes do ensino médio e superior.

Tabela 2: Evolução da Taxa de Desemprego (regiões metropolitanas, percentual da PEA), **da Criação de Emprego** (em milhares) e **da Taxa de Rotatividade** (por 100 trabalhadores)

	Mar-11	Abr-11	Mai-11	Jun-11*
Taxa de Desemprego¹				
Observada	6,5	6,4	6,4	6,0
Dessazonalizada	5,9	5,9	5,9	5,9
Saldo de Admissões menos Desligamentos²				
Observada	93	272	252	-
Dessazonalizada	141	161	122	-
Taxa de Rotatividade²				
Observada	4,7	4,5	4,9	-
Dessazonalizada	4,5	4,5	4,6	-

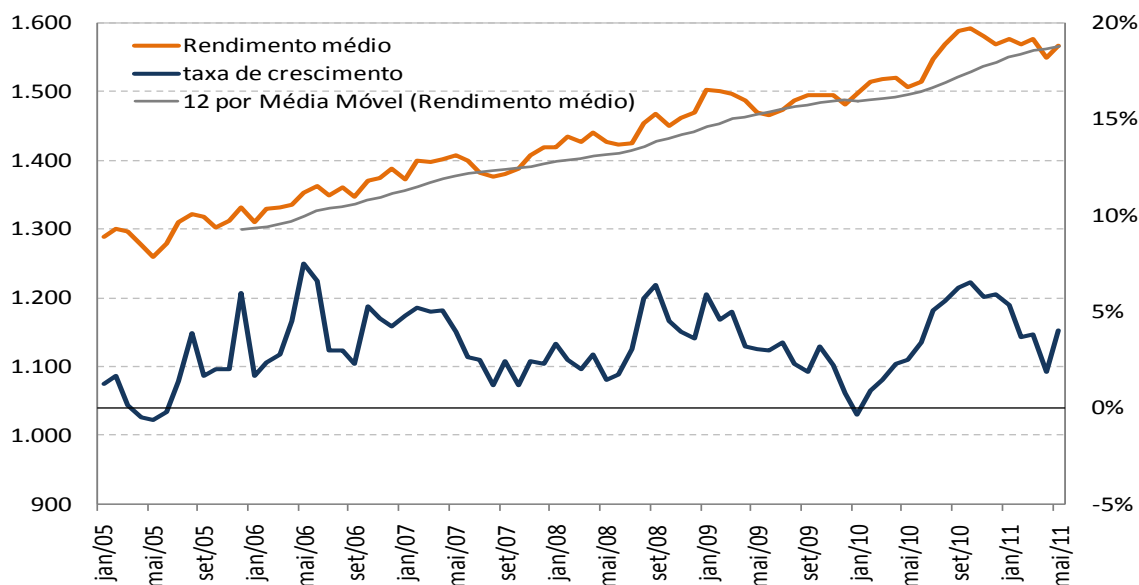
*Previsão. Fonte: (1) IBGE e (2) CAGED/MTE. Elaboração: IBRE/FGV

Além disso, os concluintes que já haviam ingressado no mercado e que vislumbram uma efetivação, ou melhor oportunidade de emprego, encontrarão maiores dificuldades com o aumento da competição ocasionado pela entrada desse novo grupo e devido à redução das novas vagas. Estas, por sua vez, já apresentam uma tendência de declínio, conforme a Tabela A.1 no Anexo: a média dos últimos três meses aponta para uma queda de 172 mil pessoas em março para 141 mil em maio, redução puxada principalmente pela indústria de transformação, com a geração de apenas 21 mil empregos em maio (que representa queda de 39% ante março), e pelos serviços, com a geração de 69 mil empregos (queda de 13% ante março).

⁵ Ver o Boletim anterior para uma análise dessa mudança.

Assim, a tendência no médio prazo é que a demanda por trabalhadores se estabilize e a oferta aumente na maioria dos setores, o que tenderá a elevar a taxa de desemprego.

Gráfico 6: Rendimento Médio Real dos Ocupados (Eixo esquerdo) e a Taxa de Crescimento em Relação ao mesmo Mês do Ano Anterior (Eixo direito) - 6 principais Regiões Metropolitanas, Jan./2005 – Mai./2011*



* Valores deflacionados a preços de março de 2011. Fonte: IPEADATA e IBGE. Elaboração: IBRE/FGV

4. Inflação e Política Monetária

A inflação de 2011 será um flashback de 2010?

Os incentivos destinados a aquecer a economia brasileira após a crise financeira de 2008 contribuíram para a formação do cenário econômico atual. Se foram bem-sucedidos em restabelecer a demanda, afetada pela crise, também contribuíram para o aumento da inflação ao acelerarem a economia.

O caráter transitório do comportamento do índice oficial é realçado pelo comportamento dos núcleos de inflação

Em 2009, por exemplo, a variação média do IPCA no primeiro semestre foi de 0,4% ao mês. No mesmo período em 2010, quando os incentivos à produção, como a redução de impostos e de juros, começavam a ser revertidos depois de cumprir o papel que deles se esperava, a média mensal elevou-se para 0,5%. Finalmente, em 2011, num cenário mais indefinido, em que sinais de aquecimento se alternam a indicações de desaceleração, a taxa avançou para 0,6%.

No primeiro semestre de 2010, a principal fonte de pressão para a aceleração do IPCA foi o grupo Alimentação. A inflação do grupo manteve-se elevada por força da aceleração na alta preços de alguns alimentos de peso no orçamento familiar. Esse é o caso, por exemplo, do feijão, que chegou a subir mais de 43% só no mês de abril.

Com a dissipação dos efeitos temporários, a aceleração percebida no primeiro semestre de 2010 foi posta à prova entre junho e agosto, ocasião em que as taxas do IPCA ficaram próximas de zero. Tal recuo também foi evidenciado pelos núcleos de inflação, que regrediram de maneira expressiva entre junho e julho de 2010. Aquele período de inflação baixa, todavia, não se sustentou, dando lugar a uma escalada de aumentos que culminou com a alta de 0,83%, registrada no índice de novembro. Com este movimento, a variação média do IPCA no segundo semestre foi de 0,5%, muito acima da registrada no mesmo período de 2009, que havia sido de 0,3%.

O ciclo de avanços e recuos observado em 2010 se repete em 2011 — ainda que as taxas deste ano superem as do anterior, pelo menos até o encerramento do primeiro semestre. Mais uma vez, após uma sequência de cinco meses com taxas que, se mantidas, representariam o

descumprimento da meta de inflação, os índices de preços na passagem do primeiro para o segundo semestre registram forte desaceleração.

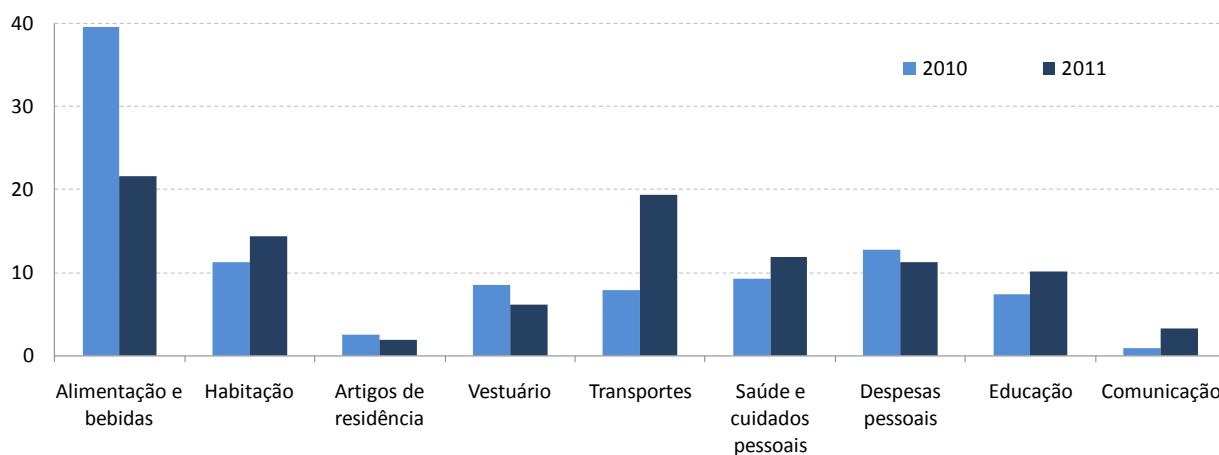
O caráter transitório do comportamento do índice oficial — devido, entre outros fatores, à queda generalizada de preços de alimentos *in natura* e combustíveis para veículos — é realçado pelo comportamento dos três núcleos de inflação calculados pelo Banco Central, que apresentaram, em sua maioria, recuos bem menores que o registrado pela taxa do IPCA. Essa desaceleração menos intensa dos núcleos indica a existência de pressões latentes, que poderão voltar a se manifestar de maneira mais visível nos meses vindouros (Tabela 3).

Tabela 3: Variação Percentual do IPCA e das Medidas de Núcleo de Inflação

	Mai	Jun	Dif. P.P
IPCA	0,47	0,15	-0,32
Médias aparadas com suavização	0,64	0,54	-0,1
Dupla ponderação	0,54	0,56	0,02
Por exclusão	0,59	0,42	-0,17

Fonte: Banco Central. Elaboração: IBRE/FGV

Gráfico 7: Influência percentual de cada classe de despesa do IPCA na variação acumulada em 2010 e na estimativa para 2011

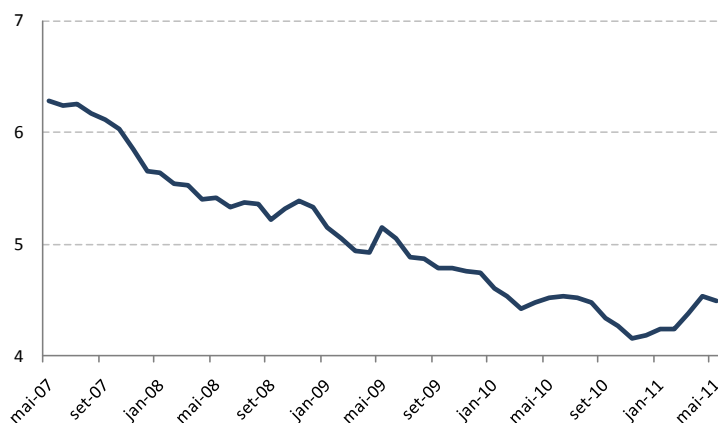


Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV

A nossa expectativa é que o IPCA termine o ano em 6,1%, apenas 0,2 ponto percentual acima do resultado de 2010. Comparando a influência anual esperada das nove classes de despesa do índice em 2011 com o quadro verificado em 2010 percebe-se que os movimentos de maior amplitude deverão ocorrer em três grupos. De um lado, a Alimentação perderá cerca de metade da influência que exerceu em 2010, quando representou 2,3 p.p., o equivalente a 40% da taxa anual do IPCA. Em sentido oposto, os grupos Transportes e Habitação terão suas contribuições aumentadas, passando a responder, em conjunto, por pouco mais de um terço da inflação, ante 20% em 2010 (Gráfico 7). Inversões de menor magnitude, mas que reunidas contribuirão para a permanência da taxa anual nas vizinhanças do valor registrado em 2010, deverão se verificar nos grupos Educação e Saúde e cuidados pessoais, ambos em sentido ascendente. Dessa maneira, o IPCA de 2011 poderá repetir a trajetória de 2010, embora com fontes de pressão diferentes.

Nesse contexto, o combate para que a inflação convirja ao centro da meta levará algum tempo e continuará a demandar novos aumentos na taxa de juros até que apareçam sinais concretos de reversão desse quadro. Nossa projeção é que a taxa de juros chegará a 12,75% em 2011 e permanecerá nesse patamar por vários meses.

Gráfico 8: Prestações Mensais como Proporção do Rendimento Médio (%)



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

Outro ponto a ser destacado é que os dados de crédito referentes ao mês de maio mostram que as elevações das taxas de juros ocorridas desde janeiro de 2010, somadas às medidas de contenção do crédito, estão surtindo efeito. Em maio de 2011, as concessões diárias de crédito para pessoas jurídicas acumularam queda de 9% em termos reais em relação a novembro de 2010, quando as medidas macroprudenciais foram adotadas. Nesse mesmo período de comparação, as concessões para as pessoas físicas registraram queda de 10%, com destaque para a modalidade de crédito para a aquisição de veículos que recuou 32%⁶.

Além da redução das novas concessões, também se observa deterioração nas condições de financiamento. Do ponto de vista do tomador, a variável relevante no momento da decisão de aquisição de um novo empréstimo é a prestação mensal, ou seja, se o pagamento é compatível com sua renda. Para avaliar esse aspecto, calculou-se o valor das prestações mensais de um empréstimo hipotético de R\$ 1000,00, contratado em cada instante do tempo, considerando-se os prazos e as taxas reais de juros vigentes na data de cada empréstimo. Além disso, dividiu-se o valor da prestação pelo rendimento médio real da população ocupada⁷.

O Gráfico 8 evidencia a piora desse índice desde novembro de 2010. De novembro a maio de 2011 houve aumento de 8% no valor médio da prestação mensal, movimento que se intensificou nos últimos três meses.

Conclui-se que o aperto monetário em curso e as medidas macroprudenciais estão tornando as prestações mais custosas para os tomadores de empréstimos, o que contribuirá para a redução no ritmo de crescimento do consumo das famílias em 2011.

5. Política Fiscal

As estatísticas fiscais relativas aos primeiros cinco meses deste ano caracterizam-se por reforçar o empenho do governo na busca pela reconquista da credibilidade da política fiscal, após a crise financeira internacional e o encerramento do ciclo político-eleitoral. Em ambas as ocasiões o motivo central da política fiscal foi o de expandir a demanda agregada da economia.

A expressiva redução das despesas, viabilizada principalmente pelo arrocho no nível dos investimentos, não deverá se repetir no mês de junho

A sucessiva antecipação das metas fiscais quadrimestrais definidas na lei orçamentária anual tem sido a linha mestra adotada pelo governo como forma de mitigar as incertezas no front fiscal. O dinamismo do nível de atividade, com reflexos positivos na arrecadação federal, somado aos

⁶ Excluindo o financiamento imobiliário.

⁷ Em cada período, o prazo utilizado no cálculo da prestação é definido como a média dos prazos dos empréstimos concedidos pelo sistema financeiro para as pessoas físicas. Nesta análise são consideradas apenas as seguintes modalidades: crédito pessoal, aquisição de veículos e aquisição de outros bens. A taxa de juros é definida como a média das taxas de juros destas operações. As taxas e os prazos foram ponderados pelos saldos de cada modalidade em cada instante do tempo. Esses dados são divulgados mensalmente pelo Banco Central, enquanto o dado do rendimento médio real é divulgado pela Pesquisa Mensal de Emprego (PME) do IBGE. Ver Boletim de Abril de 2011.

cortes nos investimentos permanecem sendo os principais instrumentos responsáveis pelo bom desempenho das contas públicas.

Entretanto, diante dos sinais de continuidade do aperto no mercado de crédito e juros emitidos pela autoridade monetária, o cenário prospectivo de curto prazo indica desaceleração da atividade econômica — e, por consequência, do crescimento da arrecadação das receitas federais e dos demais níveis de governo. Adicionalmente, espera-se que em algum momento do segundo semestre o nível de execução orçamentária dos investimentos se acelere, pressionando a demanda agregada para cima e impondo mais rigidez na gestão das contas públicas.

A questão central do ponto de vista fiscal é quão intensa será a desaceleração esperada do nível de atividade, bem como seu impacto no desempenho da arrecadação federal — cuja contribuição, como se recorda, tem sido fundamental para o retorno aos padrões fiscais do período pré-crise. O Gráfico 9, a propósito, revela a evolução das receitas e despesas do governo central, permitindo visualizar a suave desaceleração da taxa de crescimento da receita líquida até o presente. Observa-se também no gráfico ligeiro aumento da taxa de crescimento da despesa a partir de março.

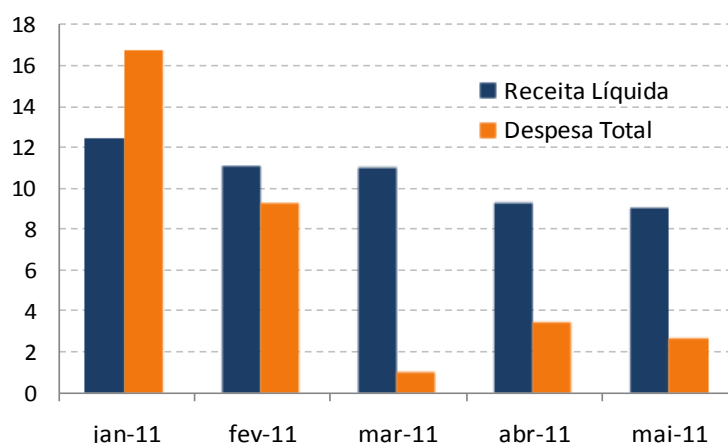
A expressiva contenção das despesas, viabilizada principalmente pelo arrocho no nível dos investimentos, não deverá se repetir no mês de junho, tomando-se como base dados preliminares do Senado Federal. De acordo com esses dados, o crescimento da despesa deve aumentar para taxas próximas de 4% no acumulado ano (ante 2,6% no mês anterior) confirmando a alteração de rota iniciada em março. No entanto, ainda é cedo para afirmar que essa dinâmica irá efetivamente ocorrer para os meses restantes do ano, apesar do empenho demonstrado na retomada dos investimentos no segundo semestre.

Outro fato novo que exercerá pressão adicional sobre o nível de gastos públicos é a recém-anunciada prorrogação dos restos a pagar não processados referentes a 2009 realizados pela União com estados e municípios.

Estima-se que essa medida tenha

um impacto de cerca de R\$ 1,8 bilhão nas despesas. Ainda que o Ministério da Fazenda minimize o efeito da medida nas contas públicas, há importantes matérias a serem votadas no Congresso Nacional que, se aprovadas, provocariam alto custo fiscal. Portanto, a julgar pelo cenário prospectivo da arrecadação federal, da retomada mais forte de gastos com investimentos e dos

Gráfico 9: Desempenho da Receita Líquida e Despesa do Governo Central
(deflacionado pelo IPCA, variação acumulada no ano sobre igual período do ano anterior %)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional. Elaboração IBRE/FGV

recém-apontados riscos fiscais potenciais a serem enfrentados, o cumprimento da meta “cheia” de superávit primário para o ano já não parece tão fácil de ser atingido quanto parecia há um par de meses atrás.

6. Setor Externo

O Investimento na Conta Capital: Estrangeiros e Brasileiros

Uma das principais incógnitas em relação ao desempenho do balanço de pagamentos diz respeito às perspectivas para a Conta Capital, dados os fortes ingressos líquidos recentemente observados: no acumulado de janeiro a maio de 2011 a Conta Capital e Financeira contabilizou entrada líquida de US\$ 63,3 bilhões, cifra que se compara com US\$ 34,1 bilhões nos cinco primeiros meses de 2010. Como a projeção do déficit em transações correntes para o ano em curso é de US\$ 60 bilhões, não parece haver nenhum problema à vista no tocante ao fechamento do BP em 2011 — exceto por mudanças drásticas na Conta Capital, atualmente fora das expectativas.

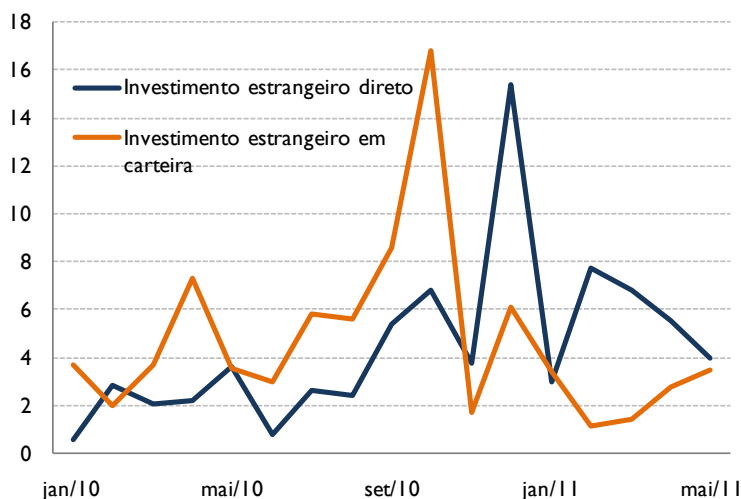
Os investidores estrangeiros mudaram substancialmente o perfil das suas aplicações em favor dos investimentos diretos

Mas isso não é tudo, pois, além da magnitude dos ingressos, sua “qualidade” melhorou. O investimento direto (ID) líquido, por exemplo, passou de US\$ 3,2 bilhões para US\$ 37,3 bilhões na comparação de janeiro/maio de 2010 e 2011, ao passo que o investimento em carteira caiu de US\$ 19,7 bilhões para US\$ 13,6 bilhões. Logo, mais uma razão para assegurar que não há risco quanto ao financiamento do déficit em transações correntes, pois o capital que ingressa é de longo prazo.

No entanto, conforme sugeriu Olivier Blanchard, economista chefe do FMI, o aumento do ID seria uma forma de os investidores escaparem da taxa de Imposto sobre Operações Financeiras (IOF) que incide nas aplicações de títulos de renda fixa e captações de curto prazo. O BC, em particular, afirma que os ingressos de capital são devidamente monitorados e não há possibilidade de que isso esteja ocorrendo. O que está ocorrendo é uma mudança no perfil do destino setorial dos investimentos diretos: enquanto no acumulado de janeiro/maio de 2010, 55% dos investimentos (participação) foram para a indústria, em 2011, 60% foi direcionado para o setor de serviços. A hipótese sugerida pelo Prof. Blanchard é de difícil verificação. O que os dados sugerem?

Os investidores estrangeiros mudaram substancialmente o perfil das suas aplicações em favor dos investimentos diretos (onde se incluem os empréstimos intercompanhias e as participações do capital) a partir de outubro, logo depois do início da taxaço do IOF (ver Gráfico 1). Coincidência? Além disso, o aumento dos empréstimos intercompanhias — de US\$ 671 milhões para US\$ 6,4 bilhões, na comparação de janeiro a maio de 2010 e 2011 — tem sido ressaltado como um sinal de via indireta das aplicações. O Gráfico

Gráfico 10: Investimentos Estrangeiros (em US\$ bilhões)



Fonte: Banco Central. Elaboração IBRE/FGV

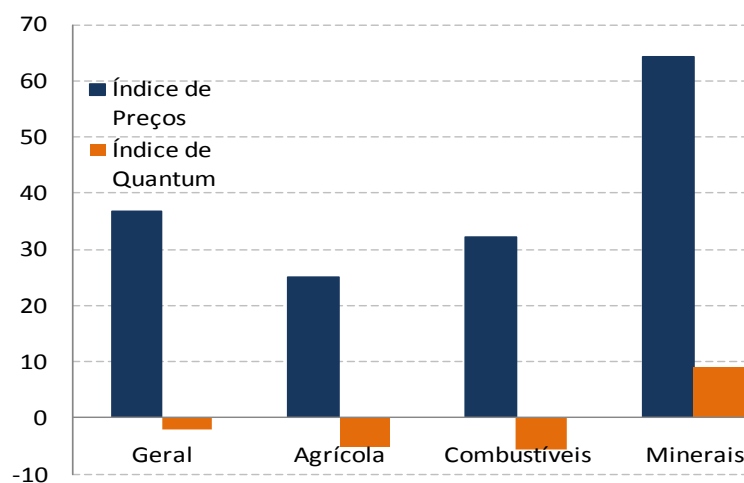
10 mostra, porém, que a partir de fevereiro de 2011 o ID voltou a cair e o investimento em carteira (IC) a subir. No mês de maio, o ID foi de US\$ 4 bilhões e o IC de US\$ 3,5 bilhões.

Qual a conclusão?

Nossa visão é a de que os juros mais atrativos estariam compensando a taxaço do IOF e o custo de transação da aplicação indireta via ID, o que seria uma forma indireta de comprovar a tese do “uso indevido” do ID.

Os fluxos de investimentos brasileiros no exterior também estão mudando de direção. Os investimentos em carteira acumulados até maio passaram de um saldo negativo de US\$ 0,4 bilhão em 2010 para um saldo positivo de US\$ 1,5 bilhão em 2011. O investimento brasileiro direto no exterior também registrou queda. No ano passado, o saldo negativo de US\$ 8,1 bilhões acumulado até maio mostrava que as empresas brasileiras expandiam suas atividades no exterior. No mesmo

Gráfico 11: Variação dos Índices de Commodities (1º Semestre de 2011/1º Semestre de 2010)



Fonte: SECEX/MDIC. Elaboração: IBRE/FGV

período de 2011 foram repatriados +US\$ 10,3 bilhões. Este resultado foi devido ao aumento significativo do retorno líquido dos empréstimos intercompanhias (+US\$ 16,4 bilhões ante +US\$ 3,1 bilhões) e ao recuo dos aportes de participação no capital no exterior (-US\$ 6,2 bilhões ante -US\$ 11,2 bilhões). Logo, os investidores brasileiros, que contribuíram com 54% para o aumento no total do investimento direto líquido entre janeiro e maio de 2011 e 2010, podem estar financiando suas operações no Brasil com recursos obtidos a juros mais baixos no exterior. A hipótese de Blanchard, portanto, não pode ser totalmente descartada.

Projeção da balança comercial — O saldo da balança comercial acumulado até Junho alcançou US\$ 12,9 bilhões, em linha com nossa previsão para 2011: US\$ 25 bilhões. Os aumentos dos preços das *commodities*, que explicam 60% do valor exportado, justificam esse bom resultado, pois a quantidade exportada caiu (Gráfico 11).

7. Em Foco IBRE: A Estabilização Incompleta

O Brasil convive atualmente com juros muito altos, valorização do câmbio e inflação ainda elevada. Esses temas não podem ser abordados de forma isolada, pois estão intimamente relacionados. Essa nota começa pela análise dos juros elevados e depois introduz os outros temas.

Em uma economia fechada, a taxa de juros é dada pelo equilíbrio entre investimento e poupança. O investimento depende da rentabilidade prospectiva dos negócios: sempre que os empresários acreditam que o futuro será melhor, o investimento se eleva. A poupança depende de outras considerações: primeiro, do prêmio que o consumidor recebe para deixar de consumir hoje para usufruir no futuro, prêmio medido pela taxa de juros real paga ao poupador; segundo, da necessidade de poupar para fazer frente às necessidades associadas ao envelhecimento e riscos como doenças, desemprego temporário etc.

A poupança depende da estrutura de incentivos a poupar. Sociedades com um Estado de bem-estar generoso devido aos mecanismos de mitigação de riscos apresentarão poupança menor. Quando isso não existe a poupança tende a ser elevada, como é o caso da China. No Brasil a baixa poupança é fruto de uma estrutura de incentivos que a desestimula. A redemocratização implicou a construção de um Estado que exige pesada carga tributária para financiar programas de transferência como aposentadoria rural, do setor privado por tempo de contribuição, integral do setor público, pensões por morte com regras de concessão generosas, SUS, seguro-desemprego, Bolsa Família etc.

Como resultado o Brasil gasta com aposentadorias muito mais do que países no mesmo estágio demográfico. A comparação do Brasil com uma amostra de 30 economias revela que o país gasta de duas a três vezes mais com a previdência⁸ do que países com a mesma razão de dependência — isto é, população com 65 anos ou mais como proporção da população em idade ativa.

⁸ Considerando-se as aposentadorias pagas pelo setor público aos funcionários do setor privado, aos funcionários públicos civis e militares e o pagamento de pensão por morte nos setores público e privado.

A baixa poupança no Brasil ajuda a explicar os juros elevados. Além disso, não só o nível da poupança é baixo como a taxa de poupança não cresce quando a taxa de crescimento do PIB se eleva. Ao longo do governo Lula, a taxa de investimento cresceu de 14% do PIB para perto de 19% (terceiro trimestre de 2008). Mas esses 5% de aumento corresponderam a um igual aumento na absorção de poupança externa: de um superávit em transações correntes de pouco menos de 2,5% do PIB para um déficit de 2,5% do PIB! Isto é, a elevação do gasto autônomo do investimento não gerou a sua própria oferta. Para que a inflação não aumentasse muito, a poupança externa funcionou para cobrir o excesso da demanda sobre a oferta. No entanto, a taxa básica de juros continuou elevada mesmo com a maior poupança externa.

A manutenção das elevadas taxas básicas de juros mesmo em um contexto de risco país reduzido e de mobilidade internacional de capital levanta uma questão fundamental. Por que a mobilidade internacional de capital não tem permitido a convergência da taxa de juros doméstica aos níveis internacionais? Existem dois motivos.

O primeiro é a existência do risco cambial. Para investidores estrangeiros avessos ao risco, o fato de o real ser uma moeda para a qual não existem mercados internacionais líquidos e profundos faz com que exista risco cambial. Este risco mede a possibilidade de que no momento em que o investidor deseje retirar os recursos do país ele não encontre outro investidor na posição contrária — logo, a operação de troca de reais por moeda internacional ocorrerá com possibilidade de perda. Assim, apesar de o risco país ser baixo, o risco cambial impede a convergência das taxas de juros.

A redução do risco cambial recoloca na agenda a questão da conversibilidade do real. Não se trata de risco de jurisdição no sentido jurídico do termo. Isto é, o risco de reaver garantias e de não conseguir ou de ser muito caro processar um devedor inadimplente, dadas as características do Judiciário brasileiro. O risco de jurisdição pode explicar os spreads bancários, mas não os níveis da taxa básica de juros. A questão parece mais simples. O Brasil é um país estruturalmente receptor de capital, pois a poupança doméstica é baixa. O interesse de boa parte dos proprietários de capitais aqui investidos está em outra moeda. Se não houver mercados profundos e líquidos denominados em reais, haverá sempre o risco de a cotação ser muito desfavorável no momento que houver necessidade de remeter capital de volta.

O segundo motivo que tem impedido uma queda mais rápida dos juros é a política de acumulação de reservas, em parte associadas aos elevados preços de *commodities* exportadas. Há sinais de que o resto do mundo estaria disposto a financiar o excesso de demanda doméstica e ainda cobrar um prêmio de risco bem menor. Portanto, se houvesse alteração na política de acumulação de reservas pelo Banco Central, que permitisse uma maior valorização do câmbio, haveria absorção de maiores níveis de poupança externa. O câmbio mais valorizado elevaria as importações, reduziria as exportações e elevaria a oferta doméstica de bens e serviços, contribuindo, assim, para reduzir o excesso de demanda por bens e serviços. A redução do excesso de demanda agregada diminuiria a pressão sobre a inflação, permitindo o equilíbrio do mercado doméstico de bens e serviços com juros menores.

A política de acumulação de reservas, ao impedir a valorização adicional do câmbio e a consequente elevação do déficit de transações correntes, tem contribuído para manter a taxa de juros elevada. Do ponto de vista do equilíbrio no mercado de ativos, as operações de esterilização da acumulação de divisas feitas pelo Banco Central inundam o mercado doméstico de papéis.

Consequentemente, os preços destes são reduzidos, pressionando as taxas de juros para cima. Recapitulando: os juros são elevados no Brasil porque há excesso de demanda sobre a oferta de bens e serviços. Este desequilíbrio no mercado de bens e serviços poderia ser aliviado se elevássemos a absorção de bens via mercado externo. No entanto, como isso somente é possível com bens e serviços que sejam transacionáveis internacionalmente, esta absorção produzirá um excesso de demanda local pelos bens e serviços que não sejam transacionáveis (em geral, os serviços). O processo de absorção de poupança externa necessariamente encarece os bens não transacionáveis, isto é, valoriza o câmbio real. Para impedir uma apreciação adicional do câmbio, a política cambial não permite que esse descompasso entre oferta e demanda seja suprido integralmente pela oferta externa. Consequentemente, os juros internos têm que ser elevados para manter a economia mais “fria” do que estaria com juros menores e, portanto, câmbio mais depreciado. A saída do Banco Central do mercado de divisas permitiria elevar a absorção de poupança externa e equilibrar o mercado doméstico de bens e serviços com uma menor taxa de juros, ao custo de aceitarmos um câmbio ainda mais apreciado.

Logo, o câmbio está valorizado por dois motivos: a baixa poupança, que requer absorção de poupança externa para fechar o hiato entre investimento e poupança doméstica; e o ganho de termos de troca em função da valorização das *commodities* que exportamos.

Há dois caminhos para reduzirmos os juros. Primeiro, rumar em direção a uma maior conversibilidade do real, de sorte que o risco cambial se reduza, e reverter a política de acumular reservas. As duas medidas permitirão que a capacidade de absorver poupança externa seja muito maior, permitindo equilibrar demanda e oferta sem pressões inflacionárias e a uma taxa de juros menor. Este caminho tem o efeito colateral de valorizar ainda mais o câmbio e produzir redução do emprego na indústria de transformação. O segundo caminho passa pela alteração do contrato social em vigor de modo a reduzir as despesas associadas ao Estado de bem-estar como forma de elevar a poupança. Essa elevação permitiria um equilíbrio com juros mais baixos, câmbio mais desvalorizado e inflação sob controle.

Anexo

Tabela A.1: Saldo Dessazonalizado de Admissões Menos Desligamentos, Segundo Nível de Atividade
(em milhares – média móvel 3 meses)

Setores de Atividade	Mar-11	Abr-11	Mai-11
Total	172,0	166,7	141,3
Extrativa Mineral	1,8	1,7	1,5
Indústria de Transformação	34,7	28,1	21,1
Serviços Industriais de Utilidade Pública	0,6	0,7	1,1
Construção Civil	16,7	17,7	16,2
Comércio	35,1	37,0	33,5
Serviços	79,4	79,7	69,1
Administração Pública	0,9	0,6	-0,4
Agropecuária	5,7	4,8	8,2

Fonte: CAGED/MTE. Elaboração: IBRE/FGV

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

Ignez Guatimosim Vidigal Lopes

Lia Valls Pereira

Mauricio Canêdo Pinheiro

Mauro de Rezende Lopes

Regis Bonelli

Boletim Macro IBRE

Coordenação Geral: Regis Bonelli

Coordenação Técnica: Sílvia Matos

Equipe

Aloísio Campelo

André Braz

Gabriel Barros

Lia Valls Pereira

Rodrigo Leandro de Moura

Salomão Quadros

Colaborador da Seção Em Foco IBRE: Samuel de Abreu Pessôa

Advertência

Este Boletim, com informações atualizadas até 8 de julho de 2011, foi elaborado com base em estudos internos e utilizando dados e análises produzidos pelo IBRE e outros de conhecimento público. 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.