

Incertezas do Cenário Externo Influenciam Quadro Doméstico

As preocupações neste último trimestre de 2011 estão voltadas para os desdobramentos sobre a economia brasileira da crise na área do euro, principalmente em relação à solvência dos bancos, os maiores detentores da dívida soberana dos países da região. A possível necessidade de um novo resgate dos bancos reforçou a preocupação com a situação fiscal. Estabeleceu-se um círculo vicioso entre o enfraquecimento dos bancos e dos governos, que pode levar simultaneamente à contração fiscal e do crédito bancário, com efeito redobrado sobre a atividade. Uma fonte recente de tensão vem do receio de que os governos europeus percam o controle da situação. Como a Grécia não cumpriu a meta de reduzir o déficit público como previsto, medidas adicionais de ajuste foram exigidas pela *troika* (FMI, BCE e União Europeia); isso gerou mais incerteza sobre o desfecho da crise e, ao mesmo tempo, aprofundou a insatisfação popular com o atual programa de ajuste. A experiência mostra que esse tipo de estresse será recorrente, com a Grécia usando seu poder de barganha restante para mitigar o ajuste. Este Boletim mantém sua visão de que quando o risco sistêmico for controlado, a Grécia irá renegociar sua dívida.

As incertezas do cenário doméstico se acumulam em várias frentes, com destaque para as repercussões sobre o nível de atividade, inflação, comércio exterior e suas várias inter-relações. Quanto ao primeiro, o registro continua a ser de desaceleração gradual. Quanto à inflação, acumulam-se as dúvidas em relação à possibilidade de que nem mesmo o teto da meta de inflação seja atingido no fim do ano. E quanto ao setor externo, a incerteza se desdobra em várias frentes, que vão dos preços futuros das *commodities* exportadas aos ingressos líquidos de recursos e às possíveis dificuldades das empresas fortemente endividadas em moeda estrangeira, caso o câmbio tenha mudado de patamar. Nesse contexto, cresce a expectativa em relação à atuação do BC e da política fiscal no médio prazo. Até que ponto o governo irá agir para evitar uma redução excessiva do crescimento? Essa preocupação permeia as análises deste Boletim, que tem início com o desempenho do nível de atividade.

O Indicador de Atividade Econômica do IBRE, a propósito, registrou em agosto aumento relativamente forte após dois meses de variações mensais positivas, mas mais fracas. Com esse re-

sultado a taxa de crescimento da média móvel trimestral em relação ao trimestre anterior (tst) é de 0,7%. Mesmo assim, a série de taxas acumuladas em 12 meses continua em desaceleração: de 4,4% em julho para 4,2% em agosto. Nosso Indicador Mensal do Investimento confirma esse cenário de desaceleração: as variações acumuladas em 12 meses recuaram de 10,4% em julho para 9,0% em agosto, ao passo que a média do trimestre findo em agosto cresceu apenas 1,2% (tst).

Boa parte da desaceleração se deve à indústria de transformação, cujo desempenho continuará sendo fraco ao longo do último quadrimestre. Entre as categorias de uso dos bens, a única taxa de crescimento positiva em agosto foi a dos bens de capital. Mesmo assim, nos últimos 3 meses essa categoria cresceu apenas 0,3% em relação aos 3 meses anteriores, taxa superada apenas pelos insumos típicos da construção civil. Já as categorias de bens intermediários e de bens de consumo continuam apresentando um desempenho muito ruim.

O comércio varejista, por sua vez, continua apresentando bom resultado, mesmo com a desaceleração observada. O resultado positivo tem sido explicado, em grande medida, pelos bens duráveis, cujas taxas acumuladas em 12 meses ainda encontram-se em torno de 14%.

Apesar da piora da indústria no terceiro trimestre, nossa estimativa preliminar para o crescimento do PIB no referido trimestre elevou-se ligeiramente, de 0,6% para 0,7-0,8%. Caso essa última taxa se confirme o efeito do carregamento estatístico para 2011 como um todo será de 3,4%.

A desaceleração do nível de atividade projeta-se para frente, a julgar pela análise de todos os índices de confiança do IBRE, que caíram em setembro. O indicador de confiança da indústria, em particular, atingiu naquele mês o menor nível desde agosto de 2009, resultado que o coloca em patamar inferior à média registrada desde 2003 e sinaliza para o fraco desempenho não só em setembro, mas para meses seguintes. Os números refletem acirramento da competição de importados, incertezas no mercado externo, acúmulo de estoques e projeção de desaceleração da demanda interna pelas empresas. Destaque-se que boa parte da queda do indicador no mês passado deveu-se ao emprego previsto. A piora desse indicador segue-se à piora gradual da percepção sobre a demanda ao longo do ano e ao acúmulo de estoques no terceiro trimestre. A confiança do setor de serviços mantém-se em patamar relativamente superior à do setor industrial, mas também vem se reduzindo. Isso indica que aquele setor caminha para um ritmo mais moderado de crescimento.

O mercado de trabalho, por sua vez, continuou aquecido em setembro: a taxa de desemprego prevista para o mês por este Boletim, de 5,9% em termos dessazonalizados, é muito próxima da dos meses anteriores. Os saldos e os estoques de empregos formais por setor indicam que a indústria vem empregando cada vez menos, enquanto os setores de construção, comércio e serviços reduziram o ritmo de desaceleração até agosto. Assim, esses últimos são os segmentos que sustentam um mercado de trabalho ainda aquecido.

A recente sinalização de cortes da SELIC num cenário de economia aquecida reacende as preocupações relacionadas aos impactos inflacionários da desvalorização cambial. O IPA, aliás, já captou alterações nos preços de *commodities* agrícolas e insumos industriais devidas à alta da moeda norte-americana.

Nos preços ao consumidor o movimento a curto prazo será de desaceleração no último trimestre. Isso fica evidenciado pela queda dos preços de alguns produtos alimentares com grande peso no IPA, como a carne bovina, e desacelerações em produtos como açúcar refinado, arroz beneficiado e queijos. Reforçando a evidência, o indicador-ponta do IPCA aponta para uma taxa de 0,19% para o grupo alimentação no mês de outubro. Com esse resultado espera-se recuo da taxa mensal do IPCA para algo próximo a 0,40%, após os 0,53% de setembro.

Mas esse índice acumula alta de 7,31% até setembro. Se antes da alta do câmbio a desaceleração de 0,80 ponto percentual necessária para que a inflação não ultrapasse o teto da meta não estava assegurada, os impactos já captados pelo IPA, ao se transmitirem ao varejo, poderão tornar este movimento ainda mais improvável. Consequentemente, a manutenção do ciclo de corte de juros poderá dificultar ainda mais a convergência da inflação para o centro da meta em 2012.

No *front* fiscal não há alterações significativas no último mês: a receita líquida continua em crescimento forte, embora com taxas levemente menores e em linha com a desaceleração da atividade econômica. Pelo lado dos gastos, a relativamente fraca expansão das despesas primárias é explicada pelo ganho real quase nulo do salário mínimo e pela contenção do nível de investimento público. Com base nos dados preliminares do Senado Federal, a tendência da despesa primária de setembro não será muito diferente da observada no mês anterior, além do avanço na margem dos gastos discricionários do Executivo e do pagamento parcial do abono salarial aos dependentes e segurados da previdência social.

No contexto de desaceleração da economia mundial, voltam à cena as dúvidas quanto aos impactos sobre as exportações brasileiras. A referência, naturalmente, é a experiência da crise de 2008, quando a queda na demanda mundial gerou redução no preço das *commodities*, da qual resultou queda de 23% do valor exportado pelo Brasil entre 2008 e 2009. Mas desde então a participação das *commodities* na pauta de exportações brasileiras cresceu continuamente. Os preços das principais *commodities* agrícolas (soja, carne e café) mostram leve tendência de queda, mas com muita instabilidade. Assim como em 2008-09, o fator-chave aqui será a demanda chinesa.

Em um cenário de piora do desempenho das economias europeia e estadunidense, é alta a probabilidade de queda nos preços das *commodities*, mesmo com crescimento da China em cerca de 9% em 2012. De qualquer forma, os resultados da balança comercial mostram que os efeitos dessa nova fase da crise ainda não são visíveis: as exportações aumentaram 31% e as importações 26% na comparação dos acumulados até setembro entre 2010 e 2011. O resultado de US\$23 bilhões até setembro confirma a previsão de saldo comercial de US\$ 27-28 bilhões em 2011.

O Boletim Macro do IBRE passa a contar a partir desta edição com uma seção dedicada à análise da ação do Executivo e do Legislativo. Essa seção, Observatório Político, é de responsabilidade do Prof. Carlos Pereira, da EBAPE/FGV. Neste número a análise tem como foco a votação da Contribuição Social para a Saúde (CSS) na Câmara dos Deputados e o que ela pode ter representado para a estratégia do governo.

A seção Em Foco, por fim, trata da questão da desindexação, tema que ganha peso no debate a partir do momento em que o limite superior da meta de inflação corre o risco de ser superado, e quando se sabe que o retorno aos 4,5% exigirá do BC persistência semelhante à demonstrada pela inflação recente. Nesse contexto, a indexação volta à cena como obstáculo à queda da inflação. Mas sua importância como impeditivo dessa queda é superestimada, como se argumenta no artigo “De Virtude a Flagelo”, de autoria do Prof. Salomão Quadros, do IBRE.

I. Atividade Econômica

O Indicador de Atividade Econômica (IAE) do IBRE/FGV registrou forte aumento em agosto—0,9% sobre o mês anterior, com ajuste sazonal¹ — após dois meses de variações mensais mais fracas. Com esse resultado, a taxa de crescimento da média móvel trimestral em relação ao trimestre anterior (tst) é de 0,7%. Mesmo assim, a série de taxas acumuladas em 12 meses continua em desaceleração (4,4% em julho para 4,2% em agosto), mas a uma velocidade menor (ver Gráfico 1). Nossa previsão é que essa taxa chegará a 3,6% em dezembro.

O Indicador Mensal do Investimento (IMI) do IBRE confirma a desaceleração: as variações acumuladas em 12 meses recuaram de 10,4% em julho para 9,0% em agosto,² ao passo que a média do trimestre findo em agosto cresceu apenas 1,2% tst (ver Gráfico 2).

Em relação à indústria, a produção recuou 0,2% em agosto (msm, com ajuste sazonal), após crescer apenas 0,3% em julho. Dessa forma, a produção industrial diminuiu 1,2% nos últimos 3 meses em relação aos 3 meses anteriores (ver Tabela 1).

Analisando as categorias de uso, a única taxa de crescimento positiva em agosto foi a da produção de bens de capital. Mesmo assim, nos últimos 3 meses essa categoria cresceu apenas 0,3% em relação aos 3 meses anteriores, taxa superada apenas pelos insumos típicos da construção civil. Já as categorias de bens intermediários e de bens de consumo continuam apresentando um desempenho muito ruim.

Mesmo com a desaceleração em curso, o IAE aponta para um crescimento do PIB de 0,7-0,8% no terceiro trimestre

Gráfico 1: Indicador de Atividade Econômica – IAE*

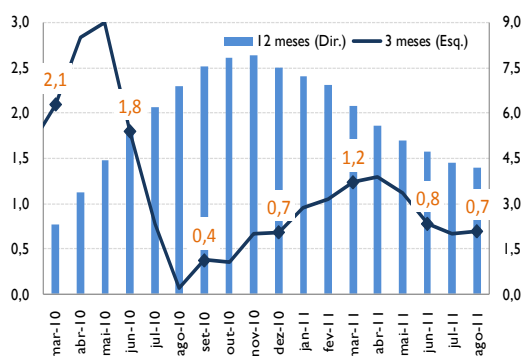
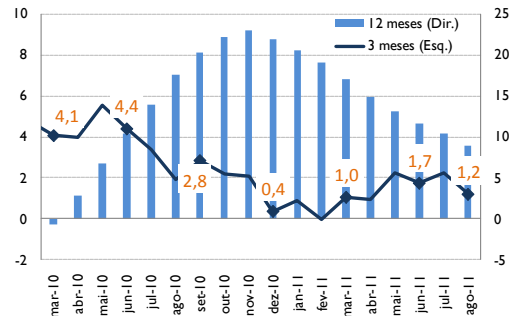


Gráfico 2: Indicador Mensal do Investimento – IMI*



* Percentuais de crescimento em relação ao trimestre anterior e acumuladas em 12 meses em relação aos 12 meses anteriores, médias móveis com ajuste sazonal.

Fonte: 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 O IMI utiliza a mesma metodologia do IAE: esse indicador visa reproduzir a Formação Bruta de Capital Fixo das Contas Nacionais em bases mensais.

O desempenho da indústria de transformação continuará fraco ao longo do último quadrimestre. O Gráfico 3 mostra a relação entre o Indicador de Produção Prevista da Sondagem Industrial do IBRE e a Produção Física apurada pela PIM-PF do IBGE. O Indicador do IBRE, que já havia sinalizado a desaceleração observada a partir do segundo trimestre, continua a indicar o mesmo movimento: a média móvel do indicador atingiu o menor nível desde novembro de 2009.

Tabela 1: Evolução da Produção Física da Indústria (por categorias, %)

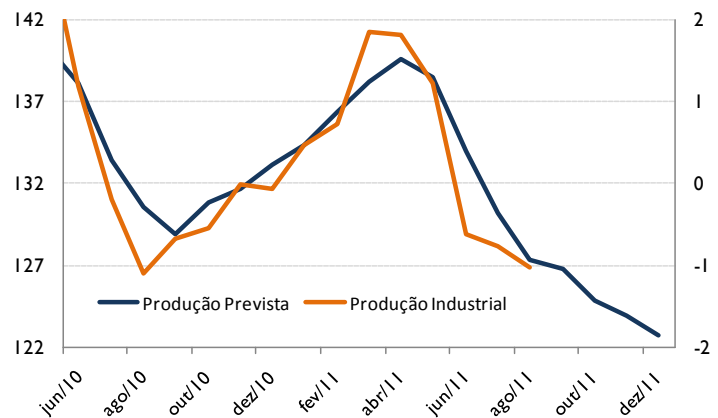
	Mês x mês anterior*			Trimestre x trimestre anterior*			Mês x mesmo mês do ano anterior**			Acumulado em 12 meses**		
	jun-11	jul-11	ago-11	jun-11	jul-11	ago-11	jun-11	jul-11	ago-11	jun-11	jul-11	ago-11
Indústria geral	-1,2	0,3	-0,2	-0,8	-0,9	-1,2	1,0	-0,7	1,8	3,6	2,9	2,3
Indústria extrativa	0,3	-0,5	0,4	1,2	1,6	1,4	3,9	1,0	0,9	6,8	6,0	5,2
Indústria de transformação	-1,2	0,5	-0,2	-0,6	-0,8	-1,0	0,8	-0,8	1,9	3,5	2,7	2,1
Categorias de Uso												
Bens de capital	-0,8	2,0	0,9	-0,7	-0,2	0,3	5,3	3,4	8,6	9,5	8,1	6,8
Bens intermediários	-1,6	-0,6	-0,2	0,3	-0,1	-1,2	0,4	-2,4	0,6	3,7	2,6	1,9
Bens de consumo	-2,6	2,9	-1,3	-1,7	-1,1	-1,4	-0,9	0,2	2,0	1,8	1,6	1,4
Bens de consumo duráveis	-0,6	2,6	-2,9	-6,2	-2,4	-1,6	0,2	1,1	1,5	1,9	1,8	1,5
Semi-duráveis e não duráveis	-3,0	3,2	-0,8	-1,2	-1,3	-1,7	-1,2	-0,1	2,1	1,8	1,5	1,3
Insumos típicos da construção civil	0,5	0,1	-0,4	0,4	1,9	1,7	4,7	3,7	4,9	6,0	5,5	5,0

*Dados Com Ajuste Sazonal. **Dados Sem Ajuste Sazonal. Fonte: IBGE e IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

Já o comércio varejista continua apresentando bom resultado, mesmo com a desaceleração em curso. O resultado positivo tem sido explicado, em grande medida, pelas vendas de bens duráveis: as taxas acumuladas em 12 meses encontram-se em torno de 14%, um valor ainda muito elevado. Por outro lado, o volume de vendas de semi e não duráveis tem desacelerado consistentemente ao longo do ano (ver Gráfico 4).

Nossa previsão é que esse movimento será mantido em setembro, pois o indicador ajustado³ do nível de atividade medido pelo Serasa registrou crescimento de 0,2% nesse mês (msm, série dessazonalizada). Em relação às categorias de uso, as

Gráfico 3: Produção Física (eixo direito, qoq - %) e Indicador da Produção Prevista da Sondagem (média móvel de 3 meses em t-3, eixo esquerdo)



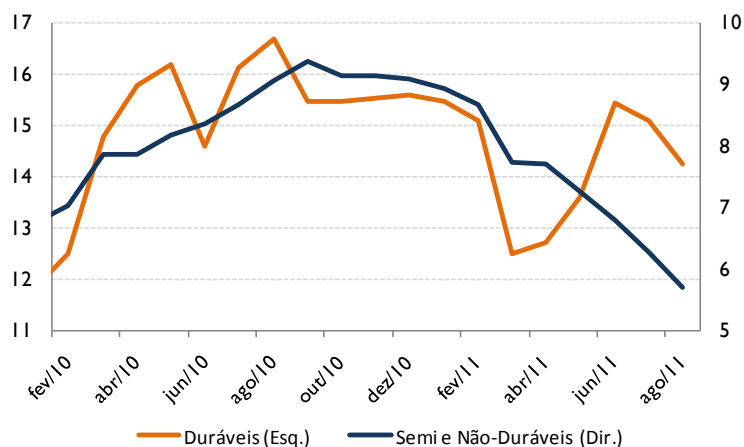
Fonte: IBGE e IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

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.

vendas de bens duráveis cresceram 0,3% no mês, enquanto as de bens semi e não duráveis ficaram estáveis.

Apesar da piora significativa da indústria no terceiro trimestre, nossa estimativa preliminar para o crescimento do PIB no referido trimestre elevou-se ligeiramente, de 0,6% para 0,7-0,8%. Caso essa previsão se confirme, o efeito do carregamento estatístico (*carry over*) para 2011 como um todo é de 3,4% — isto é, se a economia mantiver no último trimestre do ano o nível de produção estimado para o terceiro, o PIB crescerá 3,4% em 2011.

Gráfico 4: Pesquisa Mensal de Comércio por Categoria de Uso: Duráveis vs. Não Duráveis e Semiduráveis (variações acumuladas em 12 meses – em %)



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

2. Análise das Sondagens IBRE

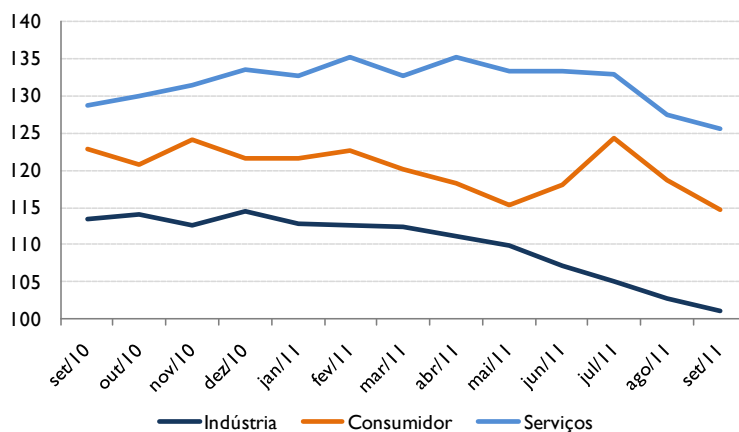
Todos os índices de confiança do IBRE diminuíram em setembro: na indústria o índice cedeu 1,6%, no setor de serviços, 1,4%, e entre os consumidores, 3,4% (ver Gráfico 5).

Após a nona queda consecutiva, o ICI atingiu o menor nível desde agosto de 2009, de 101 pontos. O resultado consolida o posicionamento do índice em patamar inferior à média desde 2003, de 104 pontos, sinalizando desempenho fraco da indústria em setembro e perspectivas ainda desfavoráveis para os próximos meses.

Os números refletem acirramento da competição de importados, incertezas no mercado externo, acúmulo de estoques no terceiro trimestre e projeção de desaceleração da demanda interna pelas empresas.

Gráfico 5: Índices de Confiança

(Indústria, Serviços e Consumidor, todos com ajuste sazonal)



Fonte e Elaboração: IBRE/FGV.

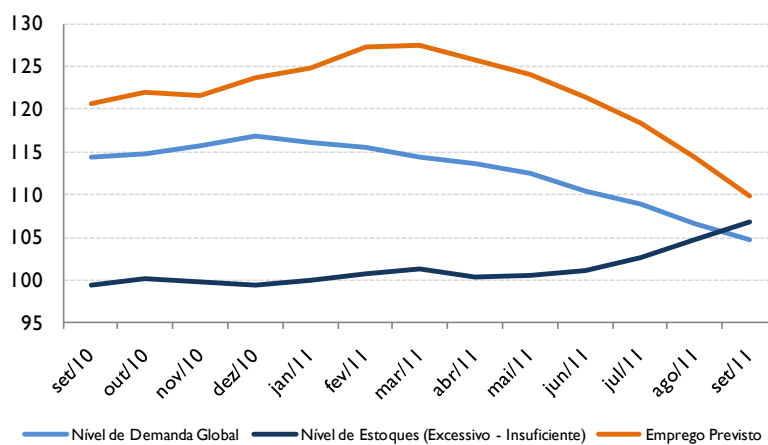
O indicador de emprego previsto foi responsável por metade da queda do ICI no mês (ver Gráfico 6). A piora acentuada desse indicador nos dois últimos meses coloca a indústria em novo estágio na atual fase de desaceleração, com aumento significativo da probabilidade de desmobilização de mão de obra nos segmentos mais afetados. Os destaques negativos vêm sendo a categoria de uso de bens intermediários, principalmente nos gêneros metalurgia, química e têxtil. Nestes e no

segmento de vestuário e calçados, intensivo em trabalho, a proporção de empresas prevendo diminuição do contingente empregado supera a das que preveem contratações líquidas nos meses seguintes.

A piora do indicador de emprego previsto segue-se à piora gradual da percepção sobre a demanda ao longo do ano e ao acúmulo de estoques no terceiro trimestre, como mostra o gráfico abaixo. Para os últimos meses de 2011 o cenário da indústria não muda: o Índice de Expectativas baixou para 99 pontos, o menor nível desde agosto de 2009.

A confiança do setor de serviços mantém-se em patamar relativamente superior à do setor industrial (ver Gráfico 5), mas também vem se reduzindo, sinalizando que o segmento pode estar passando gradualmente para um ritmo mais moderado de crescimento. No terceiro trimestre de 2011, todos os sete principais segmentos monitorados pela pesquisa apresentaram resultados negativos na comparação com os níveis médios do trimestre anterior. O segmento de serviços de informação (TI, telecomunicações, etc) é destaque por interromper a tendência de forte alta verificada até julho e registrar perda de confiança, com redução de 10 pontos em seu índice de confiança entre julho e

Gráfico 6: Indicadores da Indústria (médias móveis trimestrais)



Fonte e Elaboração: IBRE/FGV.

Tabela 2: Evolução da Confiança no Setor Serviços *
(média sobre média, trimestral)

	Variação % sobre o trim. anterior	
	2º Trim.11	3º Trim.11
Serviços	0,4	-4,0
Prestados às Empresas	-0,1	-5,5
Informação	5,9	-2,3
Transporte	-3,8	-3,3
Prestados às Famílias	-0,6	-3,0
Outros serviços	-4,1	-4,3
Atividades Imobiliárias	-1,6	-3,1
Manutenção e Reparação	-2,0	-0,4

*Dados ajustados sazonalmente. Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

setembro de 2011.

setembro. A Tabela 2 apresenta a evolução recente da confiança nos principais segmentos do setor de serviços.

A confiança do consumidor diminuiu pelo segundo mês consecutivo, alcançando em setembro o menor nível desde março de 2010 (ver Gráfico 5). A percepção geral sobre o mercado de trabalho continua boa, mas a preocupação com a inflação e com o cenário externo parece motivar a piora na percepção atual e nas perspectivas para a economia.

A queda tem se mostrado mais intensa entre consumidores das faixas de renda mais elevadas (e de maior escolaridade) e entre consumidores residentes em São Paulo. O resultado sinaliza que o movimento está sendo influenciado pelas incertezas externas e pelo impacto já ocorrido no mercado acionário brasileiro. A piora em São Paulo também pode se dever a uma maior sensibilidade do consumidor daquela cidade à evolução negativa do setor industrial.

3. Emprego e Renda

Crescimento da renda real é justificado principalmente pelo aumento da escolaridade da mão de obra

O mercado de trabalho continuou aquecido em setembro: a taxa de desemprego prevista, de 5,9% em termos dessazonalizados, é muito próxima à registrada nos meses anteriores (ver Tabela 3). O saldo e o estoque de empregos formais por setor (ver Tabela A.1, Anexo) indicam que a indústria vem empregando cada vez menos, enquanto os setores de construção, comércio e serviços reduziram o ritmo de desaceleração até agosto. Assim, esses são os segmentos que sustentam o mercado de trabalho aquecido.

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

Um dos destaques deste Boletim é que os jovens (18-24 anos) têm reduzido a sua participação relativa na PEA nos últimos meses. Em agosto ocorreu uma aceleração dessa queda: esse grupo etário contribuiu com 0,11 p.p. para a redução de 0,76 p.p. da taxa de desemprego (comparativo de 12 meses). Vale ressaltar que essa queda não é devida a um efeito desalento, mas a um aumento nas matrículas escolares, principalmente no ensino médio e superior.

Tabela 3: Evolução da Taxa de Desemprego (regiões metropolitanas, percentual da PEA), **da Criação de Emprego** (em milhares) e **da Taxa de Rotatividade** (por 100 trabalhadores)

	Jun-11	Jul-11	Ago-11	Set-11*
Taxa de Desemprego¹				
Observada	6.2	6.0	6.0	5.8
Dessazonalizada	6.0	5.9	5.8	5.9
Saldo de Admissões menos Desligamentos²				
Observada	215	141	190	-
Dessazonalizada	149	121	88	-
Taxa de Rotatividade²				
Observada	4.5	4.4	4.6	-
Dessazonalizada	4.5	4.5	4.5	-

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

Ao mesmo tempo, os mais escolarizados (graduados com ensino médio e superior) elevaram sua participação na PEA, em detrimento dos menos escolarizados. Ou seja, os jovens têm buscado se educar mais e, ao mesmo tempo, uma nova leva de trabalhadores com melhor formação e, portanto, com maior nível de produtividade, tem chegado ao mercado de trabalho. A entrada desses trabalhadores está pressionando o rendimento médio real.

Para se ter uma ideia mais clara, a participação dos trabalhadores com ensino médio (42,0% do total em agosto de 2011) e ensino superior (18,8%) na PEA cresceu 0,57 p.p. e 1,02 p.p., respectivamente, em relação a agosto de 2010. Assim, quanto do crescimento da renda real é devido ao aumento do nível educacional e quanto se deve à pressão da demanda ou do poder de barganha dos trabalhadores?

Para responder a essa pergunta, realizamos uma decomposição do aumento da renda real em um determinado mês em relação ao mesmo mês do ano anterior em dois componentes: (i) efeito demanda, dado pelo crescimento da renda real devido ao aumento da demanda e/ou do poder de barganha dos trabalhadores; (ii) efeito produtividade, dado pelo crescimento da renda real devido ao aumento da escolaridade (que implica aumento da produtividade).

Tabela 4: Decomposição da Variação da Renda Média Real em Efeito Demanda e Produtividade, Segundo Anos de Estudo – Comparações de Jun./11-Jun./10, Jul./11-Jul./10 e Ago./11-Ago./10

	Efeito Demanda (Nível)			Efeito Produtividade (Composição)		
	Jun/11-Jun/10	Jul/11-Jul/10	Ago/11-Ago/10	Jun/11-Jun/10	Jul/11-Jul/10	Ago/11-Ago/10
Educação	45.6	37.1	22.9	16.5	25.8	33.1
0.0	0.6	0.4	-0.2	0.4	0.2	-0.9
1-3	0.6	1.2	-0.3	-3.1	-2.6	-2.7
4-7	8.1	5.6	7.6	-4.8	-2.6	-2.8
8-10	4.8	1.3	2.2	2.8	-4.2	-7.3
11-15	11.5	8.7	7.0	0.9	3.3	7.6
16+	20.1	19.9	6.5	20.3	31.6	39.2

Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

*Cada número relativo à Educação (1ª coluna) representa os anos de estudo, tal que: 0 = Analfabeto, 1-3 = Ensino Primário Incompleto, 4-7 = Mínimo Ensino Primário Completo, 8-10 = Mínimo Ensino Fundamental Completo, 11-15 = Mínimo Ensino Médio Completo, 16+ = Ensino Superior ou Pós-Graduação Completo. A linha Educação é a soma dos efeitos de cada grupo educacional.

Na Tabela 4 vê-se que do aumento de R\$ 56,0 da renda real entre agosto de 2010 e de 2011,⁴ R\$ 22,9 foram devidos ao efeito da demanda aquecida e R\$ 33,1 ao aumento da produtividade. O efeito demanda, que preponderava nos últimos meses, vem caindo (de R\$ 45,6 para R\$ 22,9), enquanto o efeito produtividade tem se elevado (de R\$ 16,5 para R\$ 33,1). Ou seja, a renda real tem crescido mais nos últimos meses devido ao aumento da produtividade – entrada de trabalhadores com maior nível educacional – do que ao aumento da demanda e/ou reajuste salarial acima da produtividade devido ao maior poder de barganha. Focando nos grupos educacionais, observa-se um efeito produtividade muito elevado para os trabalhadores de ensino

⁴ O crescimento da renda real de um ano para o outro é obtido somando-se o total de cada efeito que consta na tabela: R\$ 22,9 (4ª coluna) e R\$ 33,1 (7ª coluna).

superior e um pouco menor para os de ensino médio. Na comparação ago/11-ago/10, o crescimento dos mais escolarizados contribuiu para um aumento de R\$ 39,2 (16+ anos) e R\$ 7,6 (11-15 anos) da renda real, mais de 80% da variação total.

Conclui-se que o crescimento da renda real é explicado principalmente pela melhora da produtividade dos trabalhadores e, em menor grau, pelo aquecimento da atividade econômica e maior poder de barganha dos trabalhadores. Como o efeito produtividade é de caráter mais estrutural, o nível da renda real tende a se manter elevado nos próximos meses.

4. Inflação e Política Monetária

Inflação atropelada pelo câmbio

A desvalorização cambial ocorrida nos últimos dois meses nos remete à experiência do mesmo período em 2008. Naquela época, a crise financeira internacional provocou desvalorização semelhante, mas a repercussão sobre a inflação foi passageira. O IGP-DI do mês de outubro, por exemplo, registrou alta de 1,09%, mas dois meses depois iniciava sua trajetória de deflação. No último trimestre daquele ano, embora a desvalorização cambial prosseguisse e chegasse a alcançar 50%, os preços das principais *commodities* agrícolas e industriais caíram fortemente diante da retração da economia mundial.

A manutenção do ciclo de corte de juros poderá dificultar ainda mais a convergência da inflação para o centro da meta em 2012

O comportamento dos preços internacionais naquela ocasião foi suficiente para neutralizar o impacto inflacionário que normalmente se espera de uma desvalorização cambial. Desse modo, não foi possível verificar se a intensidade dos repasses (*pass-through*) já seria menor do que nos episódios de 1999 e 2002. Afinal, a literatura econômica nos reporta que a melhoria da qualidade da política econômica reduz a inércia inflacionária, amortecendo repasses de pressões de origem cambial. Teremos então nos próximos meses a oportunidade de testar essa hipótese, de menor coeficiente de repasse?

Em que pesem os avanços observados na condução da política monetária — especialmente após a adoção do regime de metas — a recente sinalização de cortes sucessivos da taxa de juros num cenário de economia aquecida reacende as preocupações relacionadas aos impactos inflacionários da desvalorização cambial.

O IPA já captou alterações nos preços de *commodities* agrícolas e insumos industriais justificadas pela alta da moeda norte-americana, que somente no mês de setembro alcançou 9,6%.⁵ O

⁵ Desvalorização média registrada entre setembro e agosto de 2011, de acordo com a série 3697 divulgada pelo Banco Central (Taxa de câmbio - Livre - Dólar americano (venda) - Média de período - dados mensais).

complexo soja apresentou aumentos que vão de 5,49%, no caso do grão, até 11,57%, para o óleo em bruto. Altas de razoável magnitude também foram observadas para celulose (6,44%), zinco (7,66%) e fibras sintéticas (3,94%). Vale lembrar que a formação dos preços domésticos também leva em conta as cotações internacionais, e essas seguem em queda, entre outras razões, pelo aumento da aversão dos investidores a ativos de risco.

No IPC, o movimento a curto-prazo ainda deve ser de desaceleração no último trimestre. Isso fica evidenciado pela queda dos produtos alimentares no IPA, a começar pela carne bovina, cuja taxa, de agosto para setembro, passou de 4,74% para -0,52%. Desacelerações similares caracterizam produtos como açúcar refinado (de 8,60% para -2,87%), arroz beneficiado (de 6,76% para 0,28%) e queijos (de 4,86% para 0,55%). Reforçando a evidência, o indicador ponta do IPCA antecipa taxa de 0,19% para o grupo alimentação no mês de outubro. Com esse resultado espera-se recuo da taxa mensal do IPCA para algo próximo a 0,40%, após os 0,53% de setembro.

Acumulam-se, porém, pressões oriundas da desvalorização cambial capazes de afetar o índice por pelo menos três maneiras. A primeira é a transmissão via cadeia produtiva das altas já detectadas nas matérias-primas agrícolas e industriais. A segunda decorre da possível realocação de parte da produção nacional para o mercado externo, estimulada pelo aumento da cotação da moeda americana. Finalmente, a importação direta de bens — que hoje abrange de alimentos a automóveis — ao incorporar a nova cotação cambial, representaria aumentos de preços em reais.

Até setembro, o IPCA acumula alta de 7,31%. Se antes da alta do câmbio a desaceleração de 0,80 ponto percentual necessária para que a inflação não ultrapasse o teto da meta não estava assegurada, os impactos já captados pelo IPA, ao se transmitirem ao varejo, poderão tornar esse movimento ainda mais improvável.

Consequentemente, a manutenção do ciclo de corte de juros poderá dificultar ainda mais a convergência da inflação para o centro da meta em 2012.

Adicionalmente, apesar da desaceleração registrada nos últimos meses, o crescimento do crédito bancário ainda permanece elevado. O estoque total de crédito do sistema financeiro atingiu recorde histórico ao registrar R\$ 1.889 bilhões em agosto, ou 47,8% do PIB, ante os 47,3% do mês anterior. A aceleração da taxa de crescimento foi influenciada pelas operações direcionadas à administração pública direta e, no caso do setor privado, às orientadas principalmente às indústrias, pessoas físicas e ao crédito rural.

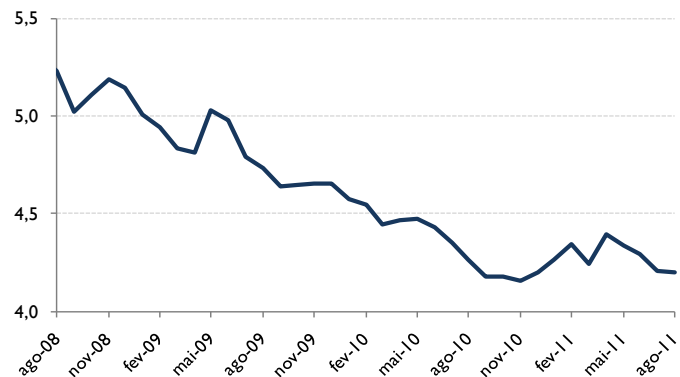
A taxa média de juros cobrada das pessoas físicas reverteu o movimento de queda registrado nos dois meses anteriores e atingiu 46,2%. Essa taxa é superior à de 39,1% de novembro de 2010, um mês antes da adoção das medidas macroprudenciais. Apesar do aumento da inadimplência refletir as taxas de juros mais elevadas, é possível que o cenário prospectivo de redução da SELIC e a manutenção dos ganhos de renda real estabilizem ou até mesmo reduzam o risco de calotes no futuro.

Nesse sentido, o indicador de prestação mensal⁶ recuou nos últimos meses, apontando para o barateamento das prestações mensais pagas nos financiamentos direcionados para consumo (ver Gráfico 7).

A estabilização do valor das prestações mensais permite concluir que, a despeito das medidas restritivas terem significado um aumento do custo para o tomador, o crescimento do rendimento médio real neutralizou boa parte desse efeito, de maneira que o volume de operações segue em expansão moderada.

Supondo que a taxa de crescimento do crédito nos próximos meses seja de 1,4% na margem, estará confirmada a previsão de 17% para a expansão das operações de crédito em 2011, ante os 15% antes estimados pelo BC.

Gráfico 7: Prestações Mensais como Proporção do Rendimento Médio (%)



Fonte: Banco Central e IBGE. Elaboração IBRE/FGV

5. Política Fiscal

Não há alterações significativas no *front* fiscal no período janeiro-agosto. A receita líquida continua pujante, embora com taxas de crescimento gradualmente mais moderadas (11,5% ante 13,5% em julho, em termos reais) e em linha com o cenário de desaceleração do nível de atividade econômica.

Pelo lado dos gastos, a relativamente fraca expansão das despesas primárias é explicada pelo ganho real quase nulo do salário mínimo e pela contenção do nível de investimento público.

Com base nos dados preliminares do Senado Federal, a tendência da despesa primária de setembro não será muito diferente da observada no mês anterior, além do avanço na margem dos

O governo vem se valendo da postergação do pagamento do PSI ao BNDES como forma de conter ainda mais o avanço das despesas

⁶ Calculou-se o valor das prestações mensais de um empréstimo hipotético de R\$ 1.000,00, 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 ocupada. 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 dessas 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 Julho de 2011.

gastos discricionários do Poder Executivo e do pagamento parcial do abono salarial aos dependentes e segurados da previdência social.

Entretanto, há um ponto importante que deve ser lembrado à luz da divulgação da reprogramação orçamentária no final de fevereiro de 2011, quando o governo anunciou redução das despesas obrigatórias e discricionárias em R\$ 15,8 e R\$ 36,2 bilhões, respectivamente, de maneira a preservar os gastos sociais e os recursos do PAC. Os gastos de custeio seriam igualmente contidos.

No tocante às despesas discricionárias, boa parte do ajuste está sendo absorvida pelas despesas de capital (investimentos), cujo crescimento real é negativo em 5,8% no período de janeiro a agosto.

Já em relação aos gastos de custeio, uma informação nova contribui para melhorar a análise do desempenho da rubrica, a qual registra taxa de crescimento real positiva de 5,0%. O ponto é que os subsídios do governo ao programa Minha Casa Minha Vida (MCMV) são alocados nessa rubrica, acabando por distorcer a análise quando realizada de forma agregada. Ao desconsiderar os subsídios do MCMV, é possível identificar que houve importante redução de gastos no período de janeiro–agosto de 2010 para 2011: de 22,1% para 6,4% em termos nominais. Ou seja, o esforço em conter as despesas com o custeio da máquina pública tem tido êxito até o momento.

A redução de gastos programada para as despesas obrigatórias concentra um esforço da ordem de R\$ 8,9 bilhões (56% do total) nas rubricas de subsídios, subvenções e Proagro que já ultrapassaram o teto redefinido em fevereiro de 2011, de R\$ 6,3 bilhões, uma vez que em apenas 8 meses já são de R\$ 7,1 bilhões. É importante destacar que, mesmo diante do não cumprimento da meta redefinida na reprogramação orçamentária, o governo vem se valendo da postergação do pagamento do Programa de Sustentação de Investimentos (PSI) ao BNDES, como forma de conter ainda mais o avanço dessas despesas.

Nesse sentido, ainda que as reduções programadas nas despesas obrigatórias estejam sendo influenciadas pela margem de manobra utilizada pelo governo em postergar os pagamentos ao BNDES relativos ao PSI, mantemos o cenário de cumprimento integral da meta de R\$ 127,9 bilhões para 2011 devido ao bom desempenho das receitas e à contenção dos investimentos.

6. Setor Externo

A desaceleração da economia mundial é um aspecto consensual entre diversos analistas desde o mês passado, sendo a incerteza centrada na velocidade da desaceleração. No início de outubro essas incertezas não foram dissipadas, mas cresce a concordância em

Os resultados da balança comercial mostram que os efeitos da crise ainda não são visíveis

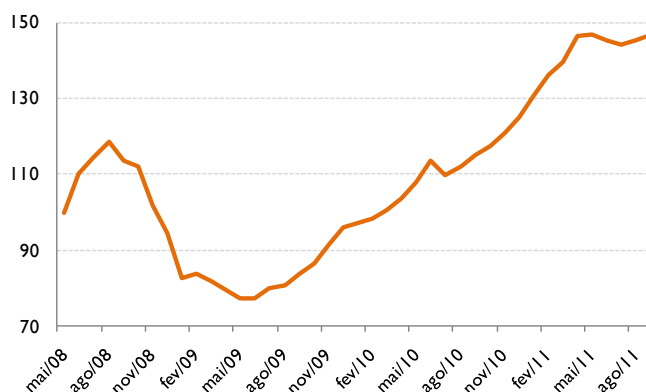
torno de cenários que projetam crescimento mais lento na economia europeia e não muito forte nos Estados Unidos em 2012. Nesse contexto, voltam à cena as dúvidas quanto aos impactos

sobre as exportações brasileiras e, naturalmente, a referência é a experiência da crise de 2008. Naquela ocasião a queda na demanda mundial ocasionou uma redução no preço das *commodities*, daí resultando queda de 23% do valor exportado pelo Brasil entre 2008 e 2009. Desde então, a participação das *commodities* na pauta de exportações brasileiras não parou de crescer. O que se pode esperar no atual cenário?

Uma cesta da SECEX com as 23 principais *commodities* exportadas pelo Brasil, que explica 61% do valor total exportado neste ano até setembro, registrou aumento de 41% na comparação com o mesmo período de 2010. O índice de preços de exportações (valor exportado dividido pela quantidade) dessa cesta, calculado pelo IBRE, mostra que a partir de maio de 2011 há uma tendência de estabilidade, mas não de queda — como ocorreu entre agosto de 2008 e março/abril de 2009 (ver Gráfico 8). Em particular, o índice com ajuste sazonal aumentou 1,2% entre agosto e setembro de 2011. Poucos produtos registraram queda de preços nesse período: açúcar refinado; suco de laranja, carne bovina; celulose; petróleo em bruto; e semimanufaturados de ferro e aço. A Tabela 5 mostra que os três grupos que compõem a cesta registraram aumento de preços e pequena queda na quantidade (exceto o grupo de minerais, que apresentou aumento no quantum exportado) na comparação dos primeiros 9 meses de 2010 e 2011.

Os índices de preços das exportações refletem contratos realizados com meses de antecedência, dependendo do produto. Assim, o que tem sido discutido é se a queda de preços das *commodities* nos mercados à vista e futuro poderá reduzir o valor das exportações brasileiras, como no final de 2008. Nesse caso é preciso analisar cada item que compõe a cesta das *commodities* exportadas pelo Brasil. O IC-Br (Índice de *Commodities* do Brasil) do Banco Central não resolve, pois além de apresentar a cotação em reais, inclui produtos que só têm peso nas importações (trigo, cobre, entre outros). O agregado do índice CRB (Commodity Research Bureau) também não reflete a pauta exportadora do Brasil.

Gráfico 8: Índice de Preços das *Commodities*
(com ajuste sazonal, base maio de 2008=100)



Fonte: SECEX/MDIC. Elaboração: IBRE/FGV.

Tabela 5: Índices de Preços e *Quantum* das *Commodities*

	Variação Acumulada no Ano - jan-set 2010/jan-set 2011 (%)			
	Total	Agrícolas	Minerais	Combustíveis
Preço	33,7	26,5	43,5	38,7
Quantidade	-1,1	-5,7	11,9	-1,7

Fonte: SECEX/MDIC. Elaboração: IBRE/FGV.

Uma leitura geral dos preços das principais *commodities* agrícolas exportadas pelo Brasil, como soja, carne e café, mostra uma leve tendência de queda, mas com elevada instabilidade. Assim como em 2008/09, o fator-chave será a demanda chinesa.⁷

Em suma, num cenário de forte piora do desempenho da economia europeia e lento crescimento dos EUA, mas com crescimento projetado de 9% na China em 2012, é alta a probabilidade de queda nos preços das *commodities*, em especial no começo do próximo ano. No entanto, é possível que se repita o que ocorreu em 2009, com melhora nos preços a partir do segundo trimestre.

De qualquer forma, os resultados da balança comercial mostram que os efeitos da crise mais recente ainda não são visíveis, pois as exportações aumentaram 31% e as importações 26% na comparação dos acumulados até setembro entre 2010 e 2011. O resultado de US\$ 23 bilhões até setembro confirma a previsão de saldo comercial de US\$ 27-28 bilhões em 2011.

Quanto ao câmbio, o índice da taxa efetiva real registrou desvalorização de 7,7% entre setembro e agosto. A forte instabilidade cambial recente, porém, não permite conclusões mais sólidas acerca de possíveis efeitos positivos para as exportações (ver Tabela A.2, Anexo).

7. Panorama Internacional

Nas últimas semanas a Europa manteve-se no centro das preocupações globais. Como a Grécia não cumpriu a meta de reduzir o déficit público como previsto, medidas adicionais de ajuste foram exigidas pela *troika* (FMI, BCE e União Europeia); isso gerou maior incerteza de curto prazo sobre o desfecho da crise e, ao mesmo tempo, aprofundou a insatisfação popular com o atual programa de ajuste que, num cenário otimista, deve gerar uma queda de 2% do PIB em 2012, depois da contração projetada de 5% este ano. A experiência mostra que esse tipo de estresse será recorrente, com a Grécia usando seu poder de barganha restante — a ameaça de deflagrar uma crise sistêmica — para mitigar o ajuste. Este Boletim mantém sua visão de que quando o risco sistêmico for controlado a Grécia irá renegociar sua dívida.

A principal fonte recente de tensão, porém, vem sendo o receio de os governos europeus estarem perdendo o controle da situação. O contágio do coração da área do euro virou realidade com o rebaixamento do *rating* da Itália e a alta no custo de financiamento da França, com o EFSF (Fundo Europeu de Estabilização Financeira) ficando pequeno demais para resolver o problema. Cresceu a preocupação com a solvência dos bancos, que são os maiores detentores da dívida soberana europeia. A possível necessidade de um novo resgate dos bancos reforçou a preocupação com a situação fiscal. Estabeleceu-se, assim, um círculo vicioso entre o enfraquecimento dos bancos e dos governos, que pode levar simultaneamente à contração fiscal e do crédito bancário, com

⁷ Em 2009, a China foi o único mercado em uma lista dos oito principais países compradores de produtos brasileiros que registrou aumento.

efeito redobrado sobre a atividade e, inclusive, provocar corridas bancárias em algumas jurisdições.

Duas medidas recentes deram algum alívio nessa questão. Uma, o BCE aumentou e alongou as suas linhas de liquidez, reduzindo o problema de financiamento dos bancos. Outra, ainda uma especulação, é que o EFSF seria instituído como um banco, com acesso ao BCE, o que permitiria alavancá-lo e dar-lhe tamanho suficiente para estancar a crise. Essa alavancagem se daria com o EFSF comprando títulos soberanos e usando-os como colateral para levantar recursos no ECB. Adicionalmente, os governos da região parecem mais decididos a capitalizar seus bancos. Fala-se agora em um aumento de capital agregado entre €150 e €230 bilhões, contra estimativa anterior de €2,5 bilhões.

A China se tornou outra fonte de preocupação no panorama internacional. O PIB do país deve crescer menos neste e no próximo trimestre. A indústria chinesa foi afetada pela perda de dinamismo na Europa e com os EUA também crescendo pouco. O setor de construção esfriou: os incorporadores chineses estão tendo dificuldade em obter financiamento, forçando-os a desfazer-se de estoques, o que derruba o preço e leva a uma retração da demanda, que fica à espera de comprar os imóveis mais baratos. O mercado trabalha com uma expansão do PIB chinês entre 8,3% e 9,2% em 2012, contra uma projeção de 9,5% para este ano.

Como esperado, o Fed anunciou em setembro a “Operação *Twist*”, que já achatou a curva de juros americanos, com os títulos de 30 anos atualmente negociando com *yields* na faixa de 3% ao ano. Por outro lado, não deu sinal de que pretenda no curto prazo fazer uma nova rodada de afrouxamento quantitativo, ao contrário do Banco da Inglaterra, que embarcou em novo e significativo programa em outubro. Os dados de setembro para o ISM (51,6) e a taxa de desemprego (9,1%) mostram uma economia que cresce pouco, mas não está mergulhando em uma desaceleração severa; enquanto esse panorama não mudar é difícil que o Fed faça novos movimentos.

Nas próximas semanas o mercado permanecerá muito sensível a notícias e estatísticas que indiquem se a economia mundial escapará ou não de uma recessão em 2012. O foco principal recairá sobre a capitalização dos bancos europeus, mas notícias sobre o mercado imobiliário e a inflação na China também podem mover o preço dos ativos. Algum sinal de que o EFSF vai ser alavancado ou que a inflação chinesa parou de subir, dando margem para a adoção de políticas mais expansionistas, podem reverter o mau humor das últimas semanas, ainda que sem resolver o problema da elevada alavancagem das economias desenvolvidas, que continuará a comprometer o crescimento global por muito tempo.

8. Observatório Político

O Balão de Ensaio da Contribuição Social para a Saúde (CSS)

Já se tornou senso comum entre os analistas da economia brasileira a ideia de que o governo terá que aumentar a carga tributária para alcançar de 2012 em diante o superávit primário prometido à sociedade. Um exemplo que confirma essa análise foi a mais recente investida do Executivo no sentido de reeditar a Contribuição Provisória de Movimentação Financeira (CPMF), popularmente conhecida como o imposto do cheque. Dessa feita com um novo nome, Contribuição Social para a Saúde (CSS), com uma alíquota menor, de 0,1%, sobre as movimentações financeiras e com um caráter permanente, ao invés de provisória, como era o propósito da CPMF na implementação original.

No dia 21 de setembro, entretanto, a Câmara dos Deputados rejeitou de forma acachapante a proposta de criação da nova CSS com o placar de 355 votos contrários, apenas 76 a favor e 4 abstenções. Essa derrota aconteceu mesmo diante da grande pressão dos 21 governadores que desembarcaram em Brasília para tentar convencer os líderes partidários da necessidade de buscar esses novos recursos para a saúde. Apenas os deputados pertencentes ao Partido dos Trabalhadores apoiaram a iniciativa do Executivo.

A derrota revelou que não há acordo dentro da própria coalizão governista quanto à criação de um imposto nos moldes da extinta CPMF. Mas os partidos que apoiam o governo resistem à ideia, porque temem perder votos nas eleições municipais do próximo ano se aprovarem agora a criação de um novo imposto. Nesse caso, o que teria explicado a colocação em votação da polêmica proposta?

Durante o governo do presidente Lula, mais precisamente no dia 13 de dezembro de 2007, a proposta de extensão da CPMF já havia sido derrotada de forma surpreendente no Senado. A surpresa se deu porque a coalizão majoritária de apoio ao governo não conseguiu os 49 votos necessários para a aprovação, mas os votos de apenas 45 senadores. Além do mais, revelou uma série de erros do Executivo nas negociações com o Congresso. Em primeiro lugar, o governo tomou como dada a aprovação da sua proposta. Quando percebeu as dificuldades, tentou na última hora uma redução da alíquota, de 0,38 para 0,36%. Sem sucesso, o governo sinalizou que além da saúde também iria alocar parte dos recursos para a educação. Ao perceber a possibilidade real de derrota, enviou às pressas uma carta assinada pelo ministro da Fazenda, Guido Mantega, comprometendo-se a alocar a totalidade das receitas da CPMF para a saúde. Além de tardio, esse gesto não demonstrou ser um compromisso crível diante da falta de transparência na alocação desses recursos até então.

Além dos erros de negociação do governo, esse episódio também revelou os limites da estratégia governamental de continuar aumentando a carga tributária por meio desse mecanismo. Diferentes setores da sociedade civil (mídia, grupos de interesse, setores empresariais, etc.) se

mobilizaram à época e conseguiram mais de 1,5 milhão de assinaturas em defesa do fim do imposto do cheque e em defesa de uma reforma fiscal ampla.

Partindo da pressuposição de que o Executivo no Brasil dispõe de mecanismos de coordenação e de disciplina da sua base no Congresso (tais como execução de emendas orçamentárias e distribuição de ministérios e cargos), bem como informação plena sobre as preferências e o comportamento de seus parlamentares, pode-se dizer que ele é capaz de prever quais das suas iniciativas podem ser bem-sucedidas ou não. É possível concluir que, diante de um tema controverso como a criação de um novo imposto, como a CSS, a nova derrota do governo pode ser interpretada como um “balão de ensaio” sobre as suas reais chances de conseguir aumentar a carga tributária.

9. Em Foco IBRE: De Virtude a Flagelo

Nas últimas cinco décadas, desde que foi instituída formalmente no país, a indexação conheceu o céu e o inferno. Nos anos 1960, ao possibilitar o financiamento não inflacionário de déficits fiscais, a indexação contribuiu para o surto reformador da gestão macroeconômica iniciado com o PAEG.

Nas décadas seguintes, os mecanismos de reajuste automático de preços, salários, câmbio, impostos, remuneração de ativos, etc. alcançaram tamanho sucesso em tornar harmônica a convivência com taxas de inflação de até quatro dígitos que a indexação terminou por desencorajar a estabilização. Começou então a ser travada a batalha da desindexação.

O Plano Real desindexou a economia em duas frentes: alongou os prazos entre reajustes de preços contratuais e restabeleceu a livre negociação salarial. Mas como a inflação não desapareceu de todo, também não desapareceu o condicionamento de revisar esses preços periodicamente de modo a evitar perdas de poder aquisitivo.

A questão da desindexação ganha peso no debate a partir do momento em que o limite superior da meta de inflação corre o risco de ser superado e quando se sabe que o retorno aos 4,5% exigirá do BC persistência semelhante à demonstrada pela inflação recente. Nesse contexto, a indexação volta à cena como obstáculo à queda da inflação. Mas sua importância como impeditivo dessa queda é superestimada.

Isso decorre da inadequada generalização do uso do termo indexação, que tem significado preciso: “reajuste de qualquer valor monetário de acordo com um índice de preços”. Ao se considerar indexado o que a rigor não é, superestima-se a relação de causa e efeito entre indexação e inércia: “a repetição dos movimentos de preços que a política monetária encontra dificuldade para interromper”. Desse modo, é em parte infundada a expectativa de que será possível abater a inércia inflacionária por meio de iniciativas administrativas e legais que suprimam a indexação.

A indexação afeta a inflação principalmente por meio de dois grupos de itens da cesta do IPCA: os que possuem preços administrados (ou monitorados) e os serviços livres. Somados, esses dois grupos representam pouco mais da metade do índice. É possível avaliar o alcance da indexação no primeiro grupo pelo relatório de inflação de dezembro de 2010, o qual lista 28 itens nas categorias: combustíveis, transportes, eletricidade, água, saúde e comunicações. Destes, 19, que equivalem em peso à metade do grupo, não possuem regra de reajuste. Entre eles estão o ônibus urbano e a gasolina.

A outra metade, cujos preços são ajustados anualmente, se reparte entre os que seguem total ou parcialmente o IGP, como a energia elétrica, e os que obedecem a índices específicos, supostamente representativos dos custos associados à prestação do serviço, como planos de saúde. Esses dois subgrupos têm hoje praticamente o mesmo peso no total dos administrados, embora ao longo do tempo tenha havido alguma migração do primeiro para o segundo. Este foi o caso da telefonia fixa, que a partir de 2005 teve um índice especialmente construído para reajuste das tarifas.

Exemplos de outros países sugerem que em serviços de utilidade pública a regulação, por efeito ou não de indexação, conduz com frequência a reajustes superiores à inflação corrente. Esse fato não deve se transformar em argumento contra o uso de regras explícitas para a correção de preços administrados no Brasil. Se quisermos aprimorar a regulação, talvez devamos ter mais indexação, e não menos.

Além dos administrados, os serviços livres também reúnem focos de reprodução inercial dos movimentos de preços. O item indexado de maior importância nesse grupo são os aluguéis, que pesam cerca de 3% no IPCA. Como se sabe, a maior parte dos aluguéis contratados segue as variações do IGP-M. Em 2010, esse item registrou aumento de 7,42%, variação muito próxima à alta acumulada em 12 meses pelo IGP-M no início do segundo semestre de 2011, confirmando a influência do índice geral sobre o resultado.

Se os aluguéis estão apropriadamente listados entre os serviços indexados, o mesmo não se pode dizer da educação, geralmente tratada como tal. A praxe entre os estabelecimentos de ensino é a fixação do valor das mensalidades por períodos de um ano, sem explicitar em contrato o mecanismo de indexação. Por inspeção, as variações se assemelham às da inflação passada. Talvez por isso, os reajustes escolares sejam enquadrados na categoria de indexação informal.

Na fronteira entre salários e preços, pois nesse caso a remuneração do trabalho é o valor cobrado pela prestação de um serviço, o rendimento das empregadas domésticas cresceu pouco mais de 70% desde 2005, o equivalente a 5,2% ao ano em termos reais. Esse aumento é usualmente entendido como reflexo da evolução do salário mínimo, que subiu nesse período 7% ao ano acima da inflação. Embora a conexão entre os dois valores faça sentido — porque o salário mínimo possui, para rendimentos situados nas suas proximidades, a função de unidade de conta —, não se pode deixar de ressaltar a retração na oferta de trabalho doméstico.

A regra referendada pelo Congresso Nacional para os reajustes do salário mínimo — quase uma dupla indexação na medida em que o crescimento do PIB nos próximos anos não será muito inferior à taxa de inflação —, é uma fonte a mais de multiplicação da despesa pública, que corrói a credibilidade da política fiscal e, por tabela, do próprio regime de metas. Tendo duplicado o seu poder de compra na última década e meia, o salário mínimo poderia seguir doravante uma trajetória de crescimento mais condizente com o seu sentido original, de remuneração do trabalho. Isso posto, seu valor nominal seria corrigido por um índice de preços que retratasse orçamentos de famílias de baixa renda, ao qual se acrescentaria um termo correspondente aos aumentos de produtividade da mão de obra ocupada nessa faixa de rendimentos.

Enquanto isso não acontece, cogita-se que o salário mínimo, cada vez mais fortalecido, amplie o seu alcance como parâmetro para correções salariais, sobretudo na fração formalizada do mercado. O temor, legítimo, é que ao longo dos próximos meses o percentual de acréscimo previsto para 2012, da ordem de 14%, se transmita aos valores livremente negociados. Ainda que ocorra contágio, o processo guardaria escassa semelhança com a indexação salarial endêmica, em prazos cada vez mais curtos, que existiu antes do real.

Para concluir, destaque-se que os itens do IPCA cujos preços são formalmente indexados representam pouco mais de 20% do índice. Esse seria o escopo de um programa de desindexação formal. Não há como elevá-lo porque não se pode desindexar o que não é indexado. Nessas condições, cada ponto percentual de redução da taxa de variação desse conjunto, como possível consequência da desindexação, reduziria em pouco mais de 0,2 ponto percentual a taxa do IPCA, tudo o mais constante. Ao mesmo tempo, exemplos de outros países mostram que é irreal a ideia de erradicar a indexação. A conclusão a que se chega é que vale a pena avançar na desindexação, mas sem ilusões.

Anexo

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

Setores de Atividade	SALDO			ESTOQUE		
	Jun-11	Jul-11	Ago-11	Jul-11	Ago-11	Set-11
Total	139,5	129,2	119,4	37.166	37.315	37.418
Extrativa Mineral	1,5	1,5	1,7	199	201	202
Indústria de Transformação	17,0	16,6	11,8	8.257	8.275	8.288
Serviços Industriais de Utilidade Pública	1,0	1,0	0,5	388	389	390
Construção Civil	19,0	16,3	17,1	2.691	2.705	2.718
Comércio	33,8	32,2	32,4	8.189	8.221	8.248
Serviços	65,2	60,1	61,7	14.899	14.963	15.022
Administração Pública	0,3	0,3	0,2	919	923	930
Agropecuária	6,5	4,4	-3,1	1.628	1.619	1.612

* Ambas as medidas se referem ao emprego celetista. O estoque de emprego fornecido pelo MTE é do último dia do mês anterior, mas é considerado como do 1º dia do mês subsequente para efeitos de cálculo da taxa de rotatividade. Por exemplo, o período considerado para o estoque de 37,322 milhões é 1º de agosto.

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

Tabela A.2: Índice da Taxa de Câmbio Efetiva Real

	Estados Unidos	Japão	Argentina	China	Zona do Euro	Reino Unido	Índice da taxa de câmbio efetiva (Jan/2010=100)
jan-10	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0	100,0
fev-10	101,5	103,2	100,1	103,0	98,0	98,9	100,3
mar-10	98,7	98,7	95,0	96,8	93,9	92,1	96,0
abr-10	96,9	93,8	94,9	94,7	91,5	92,6	94,0
mai-10	98,8	97,4	97,0	95,0	87,1	90,3	93,3
jun-10	96,7	96,7	96,3	94,4	83,9	89,5	91,2
jul-10	94,8	97,9	95,1	95,0	86,3	90,7	91,8
ago-10	93,5	98,6	95,0	92,2	85,4	91,2	90,9
set-10	89,9	95,9	92,0	89,8	83,8	87,3	88,2
out-10	87,7	95,8	90,1	89,1	86,1	86,4	88,1
nov-10	88,2	94,8	91,1	90,4	84,6	87,2	87,9
dez-10	87,6	92,8	90,3	86,9	81,4	84,2	85,7
jan-11	87,3	92,2	89,8	89,4	81,8	84,5	86,0
fev-11	87,3	91,0	88,3	89,1	82,9	85,4	86,2
mar-11	87,7	91,5	87,2	89,2	84,8	85,5	87,0
abr-11	85,2	86,2	83,3	86,4	84,0	83,4	84,8
mai-11	87,2	89,9	85,0	89,2	84,5	84,8	86,4
jun-11	86,1	89,5	84,5	89,4	84,6	83,3	85,9
jul-11	86,1	89,9	83,6	89,4	83,5	82,4	85,5
ago-11	88,5	94,4	84,8	92,5	85,6	85,3	88,0
set-11	97,4	103,3	92,2	101,8	89,9	88,3	94,8

Fonte: IFS/IMF e Banco Central do Brasil. 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

Rodrigo Leandro de Moura

Samuel Pessoa

Silvia Matos

Boletim Macro IBRE

Coordenação Geral: Regis Bonelli

Coordenação Técnica: Silvia Matos

Equipe

Aloísio Campelo

André Braz

Armando Castelar Pinheiro

Carlos Pereira

Gabriel Barros

Lia Valls Pereira

Rodrigo Leandro de Moura

Salomão Quadros

Colaborador da Seção Em Foco IBRE: Salomão Quadros

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 2011. 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.