

ANÁLISE MENSAL

Julho de 2012

Editor:

João Basílio Pereima

Equipe Técnica:

Antonio Luiz Costa Gomes

Ricardo Nascimento

Ronald Conceição

Em busca do crescimento perdido

A inflação por ora não é problema

Esta e outras **Análise Mensal** estão disponíveis para download em:
<http://www.economiaetecnologia.ufpr.br>

Este encarte é disponibilizado para *download* gratuito no endereço <http://www.economiaetecnologia.ufpr.br>



Apresentação

A **Análise Mensal** é uma publicação realizada pela equipe técnica da *Revista Economia & Tecnologia (RET)* e a partir do mês de janeiro/2012, substitui o então divulgado **Informativo Mensal**. A **Análise Mensal** é publicada toda última semana de cada mês e esta disponível em formato digital para *download* no endereço <http://www.economiaetecnologia.ufpr.br>.

O objetivo da **Análise Mensal** é tratar de dois temas relevantes de conjuntura macroeconômica que estejam em evidência nas agendas nacional e internacional. Todo o conteúdo é debatido e escrito coletivamente pela equipe técnica da RET, sendo que as opiniões emitidas são de responsabilidade do Editor.

Nesta edição de julho de 2012, tratamos do problema do crescimento econômico brasileiro o qual frustrou, **novamente**, todas as expectativas do começo do ano, e que pode fechar em 2012 abaixo de 2%aa. Na segunda análise apresentamos uma radiografia da inflação brasileira nos últimos cinco anos e desagregamos o IPCA em vários componentes. Nossa análise coincide com o cenário deflacionário do Banco Central apontado na última ata do Copom, e um exercício contra factual mostra que se a inflação de julho, agosto e setembro ficar abaixo de 2011, respectivamente em 0,10, 0,20 e 0,40%am, em setembro a meta de inflação já será alcançada. Dai para frente, é como navegar em nevoeiro, pois começarão a aparecer os primeiros sinais de aquecimento da economia depois das medidas de estímulo e da redução da taxa neutra de juros.

Boa Leitura!

João Basílio Pereima

Editor (E-mail: ret@ufpr.br)

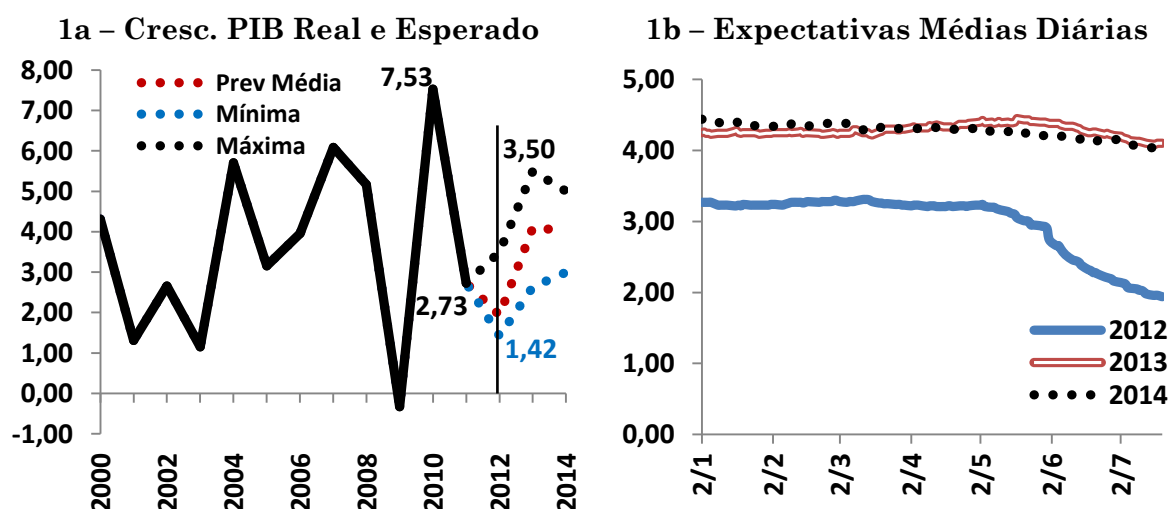
Este encarte é disponibilizado para *download* gratuito no endereço <http://www.economiaetecnologia.ufpr.br>



Em busca do crescimento perdido

Após ter crescido 7,53% em 2010, a partir de 2011 a taxa de crescimento caiu para 2,73% em 2011. O Brasil abriu 2012 com expectativas de crescimento do PIB de 5,0%aa (de acordo com o governo) e chegou no meio do ano revisando suas expectativas para baixo, com valores que se situam entre um mínimo de 1,42%aa, máximo de 3,5%aa para 2012 (gráfico 1a) e média de 1,92%aa, de acordo com o Boletim Focus do Banco Central. Este colapso das expectativas, e o que é pior, da realidade propriamente dita, leva naturalmente a indagação sobre a capacidade da economia brasileira de manter uma taxa de crescimento sustentado em torno de 4,0% a 5,0% por um longo período, 5 a 10 anos, de forma a criar condições econômicas para melhoria do bem estar e melhor distribuição pessoal da renda, uma conquista social ainda por ser alcançada. Na segunda metade de 2011, as expectativas para 2012 eram de crescimento de pelo menos 5,0%aa que foi a taxa de crescimento usada pelo governo para suas projeções oficiais. O mercado, conforme sondagens do boletim Focus do Banco Central, iniciou 2012 menos otimista que o governo, com esperança de crescer 3,5%aa. A realidade, ainda não bem compreendida, foi se impondo e as expectativas deterioraram caindo abaixo de 2,0%aa (gráfico 1b, linha azul). Se o prognóstico médio para 2012 se manter o país terá crescido de 2000 (inclusive) à 2012 à uma taxa média de 3,46%aa, abaixo do desejável de 5,0%aa.

Gráfico 1. Crescimento Real e Esperado do PIB



Fonte: Banco Central: Séries Temporais e Boletim Focus.

Oscilações e ciclos no curto prazo são fenômenos normais de modo que não se espera uma trajetória monotônica da curva de crescimento, mas há de convir que as taxas brasileiras têm oscilado em demasia comparada à de outros países em desenvolvimento. A taxa “chinesa” de 7,53% de 2010 é mais resultado da comparação com um período de depressão que foi o ano de 2009, do que um crescimento realmente elevado, se comparado à tendência de longo prazo. Um ponto fora da curva das últimas duas décadas que dificilmente vai se repetir.

A vinculação do baixo desempenho de 2011 e 2012 com a crise externa tem sido muito utilizada pelo governo e alguns analistas, como um dos fatores responsáveis. A crise externa pode ter algum efeito, pois não há economia isolada no século XXI, com exceção talvez da Coreia do Norte. No entanto, a crise econômica americana e europeia é insuficiente como causa explicativa, por vários motivos. O fluxo total de investimento estrangeiro direto não cessou e a economia brasileira como um todo é pouco dependente do comércio internacional, com um coeficiente de abertura de 19%¹, embora, como se verá, uma reversão drástica do setor externo observada recentemente tenha exercido um efeito negativo significativo. Além disto, o setor de serviços, caracterizado como sendo *non-tradable* no comércio internacional, representa 65% do PIB. E mais ainda, o sistema financeiro e bancário brasileiro não estão envolvidos na crise financeira e o país conta com imensos bancos públicos de investimento e comerciais. Por fim há um mercado consumidor interno com demanda e necessidades ainda longe do ponto de saciedade. Diante de tantos fatores que fortalecem a economia brasileira o que explica o baixo crescimento observado em 2011 e 2012?

O fraco desempenho de 2011 e 2012 deve-se mais às causas endógenas do que externas. Dentre elas: i) a política monetária restritiva adotada em 2010 e primeira metade de 2011 a qual elevou a Selic para pico de 12,54%aa até agosto/2011; ii) a política fiscal restritiva de 2010 e 2011 com corte de R\$ 50bi e R\$ 55bi, respectivamente; iii) a política permissiva de câmbio valorizado que vigorou até julho de 2011, quando a taxa efetiva de câmbio atingiu o índice de 69,42 (Bacen), o mais valorizado da última década, desde julho de 1998; iv) a ressaca de endividamento das famílias, especialmente classe média baixa que foram as compras em 2010 e primeira metade de 2011; v) a lentidão das obras de investimento em infraestrutura do governo; vi) taxa de investimento do setor privado altamente dependente de financiamento público, particularmente dos recursos baratos do BNDES; vii) restrições do lado da oferta após demanda ter crescido sistematicamente desde 2004; e por

¹ Calculado como: Coeficiente de Abertura = (Exportações + Importações) / PIB

fim, viii) a torrente de corrupção que envolve as grandes obras públicas e redireciona não apenas os recursos financeiros do Estado mas também as energias do sistema político para objetivos fisiológicos mais do que para programas de governo e reformas estruturais, como por exemplo a reforma tributária.

As origens multicausais fazem do problema do baixo crescimento um quebra-cabeça complexo. No intuito de distinguir as principais causas *econômicas* sugerimos primeiramente uma análise retroativa do crescimento do PIB e seus componentes desde 2004, quando teve início o atual ciclo de crescimento, tal como ilustrado na tabela 1. A última linha da tabela mostra o crescimento acumulado desde 2004.

Do ponto de vista contábil, o que se observa é um crescimento acumulado do *consumo* das famílias de 48,68%, acima do crescimento de 39,27% do PIB. A diferença revela a importância que o consumo interno teve, e ainda está tendo, como variável explicativa do crescimento. O resultado de 2011, por exemplo, só não foi pior porque o consumo cresceu 4,09% muito acima do PIB. A expansão do consumo está associada à expansão do mercado de trabalho, ao aumento da renda real e ao crédito ao consumo. No entanto, a parte do crescimento obtida por aumento do endividamento das famílias durante 2010 e primeira metade de 2011 está esgotada e se transformou em variável contra cíclica, na medida que de boa parte das famílias está comprometida com amortização do principal e pagamento de juros, ainda elevadíssimos.

Tabela 1. Taxas de crescimento anual dos componentes do PIB

Ano	PIB	Consumo	Governo	FBKF	Exp	Imp
1999	0,25	0,38	1,69	-8,20	5,71	-15,09
2000	4,31	4,03	-0,15	5,03	12,86	10,80
2001	1,31	0,68	2,74	0,44	10,05	1,51
2002	2,66	1,93	4,75	-5,23	7,42	11,82
2003	1,15	-0,78	1,15	-4,59	10,40	-1,62
2004	5,71	3,82	4,09	9,12	15,29	13,30
2005	3,16	4,47	2,30	3,63	85,6% 9,33	19,9% 8,47
2006	3,96	5,20	2,58	9,77	5,04	18,45
2007	6,09	6,07	5,13	13,85	6,20	19,88
2008	5,17	5,67	3,17	13,57	0,55	15,36
2009	-0,33	4,44	3,11	-6,72	-9,12	-7,60
2010	7,53	6,94	4,23	21,33	11,52	35,84
2011	2,73	4,09	1,93	4,72	13,1% 4,49	90,5% 9,75
2004/2011	39,27	48,68	29,78	90,22	49,71	177,29

Fonte primária: IBGE Contas Trimestrais.

Por outro lado os gastos correntes do *governo* têm crescido sistematicamente abaixo da taxa de crescimento do PIB indicando que aos poucos o tamanho relativo do setor público na economia vem se reduzindo. No ano de 2011, a taxa de crescimento das despesas públicas em termos reais foi de apenas 1,93% constituindo-se em um dos fatores que contribuiu para o baixo PIB.

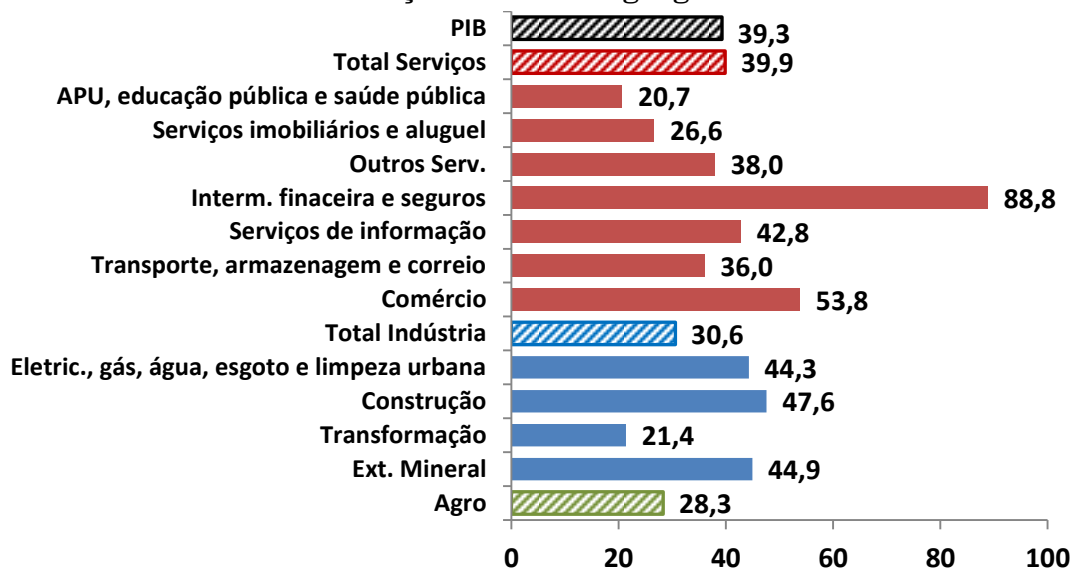
Como é de se esperar, as variáveis mais cíclicas são os investimentos privados (FBKF) e as exportações e importações. O *investimento* é a principal variável associada à trajetória cíclica do crescimento e tomando-se 2004 como base aumentou 90,22% desde então, mais que o dobro do PIB. As quedas do PIB de 2009 e 2011 podem visivelmente ser associadas com a queda do investimento. Assim um dos canais pelo qual a crise externa pode estar afetando o crescimento brasileiro é a contaminação das expectativas dos empresários e suas consequências sobre o investimento. No entanto, é preciso ter em mente também fatores endógenos como a política monetária restritiva que elevou a taxa de juros em 2010 até agosto de 2011 podem ter contaminado estas mesmas expectativas. Os efeitos defasados desta política monetária estão sendo sentidos no primeiro semestre de 2012. Portanto, há razões internas suficientes (como o aumento da demanda), para crer que o pessimismo não se sustente por muito tempo e os investimentos voltem a crescer em breve, especialmente após o homeopático afrouxamento monetário do Banco Central que já dura nove meses.

Por fim o *setor externo* atualmente exerce um impacto negativo sobre o crescimento. A exportação foi uma das variáveis que deram o impulso inicial ao atual ciclo de crescimento. Entre 2000 e 2005 as exportações cresceram 85,6% enquanto que as importações somente 19,9%. Depois disto o comportamento do setor externo inverteu, as exportações cresceram 13,1% e as importações 90,5% (tabela 1). No período todo o saldo do setor externo é desfavorável ao crescimento, do ponto de vista da demanda, pois as exportações cresceram 49,7% e as importações 177,9%. Este desempenho do setor externo tem duas causas básicas: a política cambial, e o contexto internacional. No primeiro período, entre 2000 e 2005 cambio desvalorizado e economia mundial compradora com preços de *commodities* em alta combinaram-se proficuamente para geração de grandes superávits no período e induzir, via efeito multiplicador, o crescimento interno. Após 2004/2005 a trajetória do câmbio retoma o curso da valorização cambial cuja intensidade foi grande o suficiente para reverter diametralmente o desempenho externo, quando a taxa de câmbio atingiu em julho de 2011 seu menor índice em 12 anos (69,42). O aumento das importações não seria problema se estivesse concentrado em bens de capital

destinado à expansão da oferta, mas o que se observa é um crescimento exacerbado da importação de insumos mais baratos em substituição à produção interna, desarticulando a indústria brasileira. O fraco desempenho do setor externo atualmente combina desaceleração da economia mundial e valorização cambial, mas há razões para considerar que o efeito cambial é mais relevante que a demanda mundial. Esta hipótese, embora plausível, ainda precisa ser testada empiricamente.

O desempenho do crescimento da economia brasileira pode ainda ser analisado do ponto de vista *setorial*, o que é feito no gráfico 2. O gráfico mostra o crescimento acumulado do PIB e do *valor agregado* dos demais setores de atividade econômica entre 2004/2011. O que se constata em termos de totais setoriais é que o setor de serviços, que representa 65% do PIB cresceu na mesma proporção enquanto que o valor agregado da indústria e agricultura cresceu abaixo do PIB, 30,6% e 28,3% respectivamente. Dentro do setor de serviços destoa o crescimento da intermediação financeira de 88,8% bem como o crescimento apenas de 20,7% dos serviços públicos, incluindo educação e saúde. Apesar da sinalização da sociedade de que educação e saúde são áreas prioritárias e carentes, o aumento da produção e oferta destes serviços, medida pelo valor agregado, é o menor de todos. Um ponto que merece discussão a parte, mas que está além dos objetivos desta análise. Também é significativo que a indústria de transformação tenha expandido meros 21,4%, em parte como consequência da substituição de produção interna de insumos e componentes, por importação, fruto da política cambial que prevaleceu até meados de 2012 e da política de combate à inflação que privilegiou a compra de produtos baratos, em especial de origem asiática.

Gráfico 2. Variação do Valor Agregado e PIB - 2004/2011

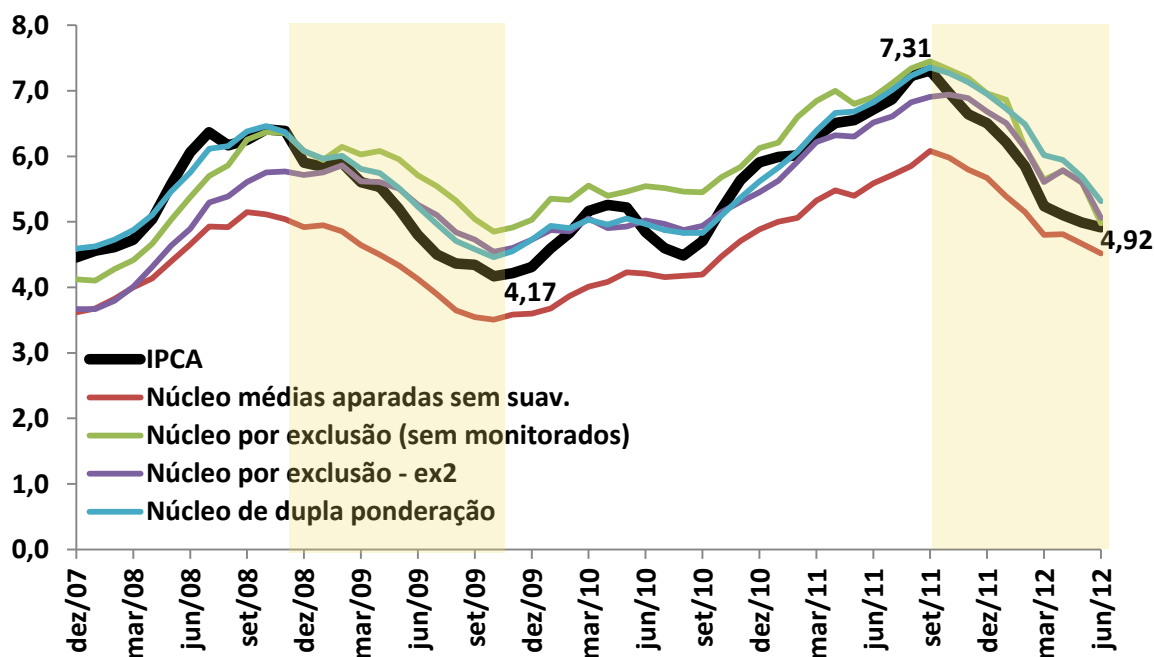


Fonte primária: IBGE, Contas Trimestrais.

A inflação por ora não é problema

Após a inflação ter atingido 7,31% acumulado de 12 meses em setembro de 2011, o pico mais alto desde dezembro de 2007, o IPCA desacelera e caminha de forma rápida e direta para o centro da meta, podendo até mesmo cair abaixo do centro nos próximos meses. A desaceleração da inflação coincide com a desaceleração do crescimento do PIB que pode fechar o ano abaixo de 2,0%aa. O atual ciclo de baixa da inflação criou uma oportunidade que está sendo habilmente aproveitada pelo Banco Central para baixar definitivamente a taxa básica de juros, criando com isso um novo patamar para condução da política monetária. Em outras ocasiões e em outros mandatos como, por exemplo, durante o ciclo de baixa da inflação observado entre outubro de 2008 e outubro de 2009 quando a inflação atingiu seu mínimo de 4,17%aa, o Banco Central não teve o mesmo senso de oportunidade. Em junho de 2012 o IPCA cheio recuou para 4,92%aa, após nove quedas consecutivas desde setembro de 2011. As outras medidas alternativas de inflação, com diferentes cálculos de núcleos, seguem a mesma trajetória apontando poucas diferenças entre as medidas, de modo que o uso do IPCA cheio ou de núcleos é indiferente para a política monetária.

Gráfico 3. IPCA cheio e núcleos – Acumulado em 12 meses

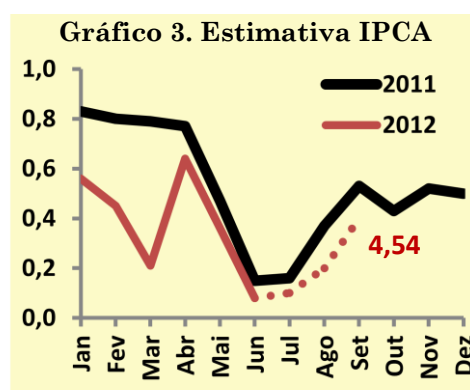


Fonte: IBGE e Banco Central.

A questão que deve preocupar o país doravante é a dinâmica futura da inflação, especialmente quando os efeitos das políticas de estímulos adotadas durante 2012, começarem a surtir efeito e o país voltar a crescer. Há espaço para a inflação cair abaixo da meta? Quanto tempo ela irá se sustentar em níveis baixos? São respostas difíceis de encontrar e as previsões neste campo são muito incertas.

Na Ata do Copom nº 168, resultado do encontro de 10 e 11 de julho de 2012, o Banco Central avalia que o cenário externo para os próximos meses é desinflacionário, assim como é o cenário interno o qual “tende a seguir em declínio e, assim, a se deslocar na direção da trajetória de metas”. Em um exercício contra factual (gráfico 3), que está longe de ser uma previsão rigorosa,

se a inflação nos próximos três meses seguir a tendência de 2011, mas andar abaixo, ficando, por exemplo, em 0,10, 0,20, e 0,40%am no mês em julho, agosto e setembro, então em setembro o Banco Central terá alcançado a meta, caso em que o IPCA cairia para 4,54%aa no acumulado em 12 meses. Se este resultado é factível não o sabemos, mas as expectativas e o

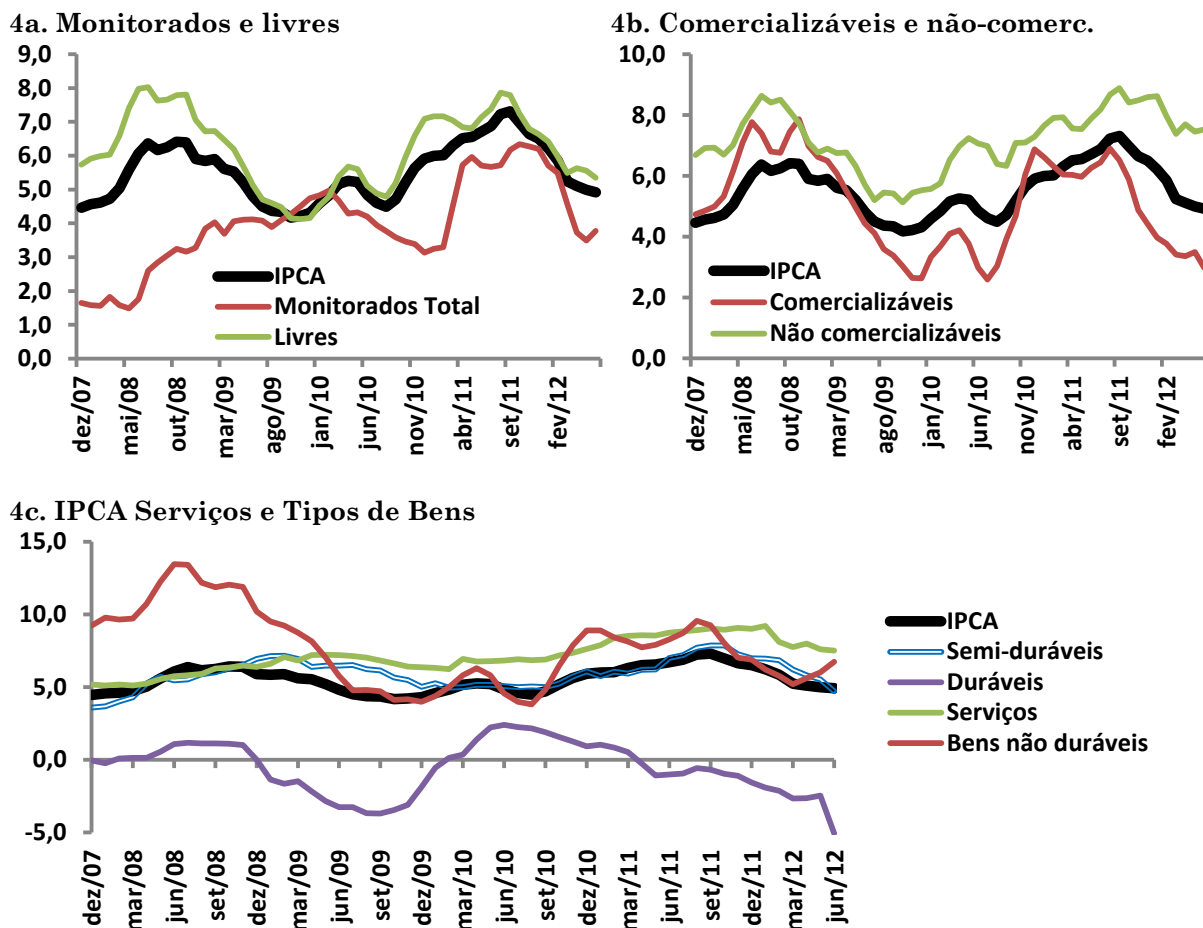


cenário externo contribuem para sua ocorrência. No entanto, a inflação brasileira é muito mais sensível às condições internas do que externas e em especial sensível à trajetória dos preços de serviços e bens não duráveis. Como poderá ser observado nos gráfico 4c adiante, serviços e bens duráveis são as categorias de preços que estão puxando o IPCA para cima. Há uma questão importante no horizonte inflacionário que poderá momentaneamente fazer parecer que a inflação aumente, que é o desmonte dos pacotes de estímulos tributários dados aos setores de bens de consumo duráveis, em especial linha branca. Momentaneamente porque uma vez retirado as isenções tributárias os preços aumentam, mas o choque ocorrerá uma vez só.

Dadas as peculiaridades da economia brasileira, com muitos preços administrados e indexados, a compreensão da trajetória recente da inflação pode ser visualizada pelo conjunto de painéis nos gráficos 4 e 5. Uma primeira característica da inflação brasileira é a existência de uma quantidade muito grande de preços monitorados e indexados. Tais preços não são sinônimos, mas em alguns casos podem coincidir. Os contratos de aluguéis, por exemplo, são indexados, mas não são monitorados. Combustíveis são monitorados, mas não indexados. Outros preços monitorados incluem combustíveis, água e esgoto, eletricidade, planos de saúde, etc., muitos dos quais sofrem reajustes

autorizados por agências de regulação com base algum índice de inflação passada.

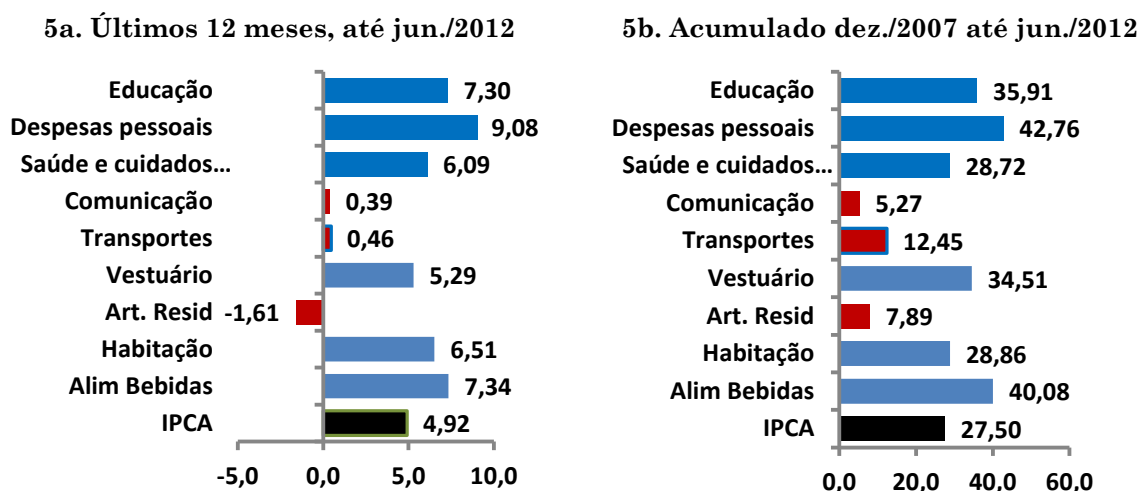
Gráfico 4. IPCA - Diversas Agregações



Os preços monitorados, como podem ser observados no painel 4a (linha vermelha) tem ajudado a reduzir a inflação, pois se situam abaixo do IPCA em quase todo período e desta feita, do ponto de vista inflacionário a regulação de tais preços tem sido benéfica ao país. No caso dos bens não-comercializáveis, conforme painel 4b (linha verde), os quais incluem serviços, estes têm se situado sistematicamente acima da inflação e é o que de fato tem puxado a inflação para cima em 1,65 pontos percentuais em média desde dezembro de 2007. Por sua vez tem havido deflação nos bens duráveis (4c, linha roxa), e isso tem puxado a inflação para baixo sendo que no acumulado em 12 meses até junho de 2012, o índice foi negativo em -5,07%aa. Esta deflação em grande medida reflete os cortes de impostos promovidos pelo governo como forma de estimular o consumo e uma parte menor reflete queda de preços de eletroeletrônicos via concorrência internacional e concorrência schumpeteriana, baseada em inovação.

Por fim, de acordo com o gráfico 5, os setores de atividades econômica que mais contribuíram para queda da inflação foram comunicação, transporte e artigos para residência e os setores que mais contribuíram foram despesas pessoais, alimentos e bebidas e educação. O que estes dados sugerem é que as medidas de combate à inflação via taxa de juros tem efeito apenas indireto, e de certa forma limitado, pois os gastos com itens de despesas pessoais, alimentação e bebidas e educação são dispêndios pagos em geral à vista a partir da renda recebida e não baseados em crédito ao consumidor, como o são eletrodomésticos e artigos residenciais e outras categorias. Como a política monetária tem efeito mais rápido nas categorias de bens financiáveis talvez seja esta uma das explicações de porque o setor de serviços tem apresentado altas taxas de inflação, a despeito dos aumentos das taxas de juros no passado. A política monetária não alcança todos os tipos de bens igualmente, de modo que para ter sucesso agregado, médio, ela deve ser utilizada mais agressivamente para que a queda de preços nas categorias financiáveis sejam grandes o suficiente para, no agregado ou na média, contrabalançar as categorias insensíveis à taxa de juros.

Gráfico 5. IPCA por tipo de bens e serviços



Fonte: IBGE.
