4E – PROVA DE ECONOMIA

Alejandro Ortiz

A retomada da economia brasileira tem sido, até o momento, robusta, porém de caráter heterogêneo entre os setores. A combinação de uma política fiscal e monetária expansionista, conjugada ao efeito de alta mecânico produzido pelo processo de reabertura dos negócios, tem criado terreno fértil para que a economia surpreendesse e deixasse de lado as expectativas mais pessimistas quanto à magnitude de queda do PIB durante a crise. Isto fica claro com as sucessivas revisões de projeção da atividade por parte do mercado, que, de junho para cá, revisou sua expectativa de contração do PIB de algo em torno de -6,50% para -4,50%.

Como mencionado, porém, o desempenho dos três grandes setores da economia tem sido bastante diferente. Por um lado, a indústria e o varejo têm registrado desempenhos estelares desde o processo de reabertura, enquanto o setor de serviços demonstra enorme resistência para se recuperar. Esta divergência no desempenho dos setores pode ser claramente observada no gráfico 2, que traça a evolução da atividade dos três setores ao longo do ano de 2020.

Este enorme descompasso de desempenho naturalmente se explica em função da dinâmica social instalada pela pandemia. O setor de serviços, ao contrário do setor industrial e varejista, depende amplamente do contato social para executar suas operações, tornando-o altamente sensível à taxa de propagação do coronavírus. A indisponibilidade de uma vacina, assim como o próprio fator medo decorrente da existência e dinâmica do vírus, tem mantido a demanda por serviços – principalmente serviços prestados às famílias – deprimida.

O processo de recuperação econômica deve se estender, embora a um ritmo reduzido, até o final do ano. A perda de tração explica-se em função de alguns fatores. Primeiro, o efeito mecânico da reabertura tende a se esgotar com o tempo e, no limite, chega a zero. A redução do auxílio emergencial pela metade já a partir de setembro reduziu a massa de rendimentos da população, subtraiu da renda disponível e forçou, inevitavelmente, uma desaceleração no consumo das famílias (mais sobre isto mais a frente). Por último, o recrudescimento agressivo da pandemia em solo nacional desde novembro ameaça abalar a confiança dos agentes (ver gráfico 4), acentuando o já precário estado do setor de serviços. Esta última questão é especialmente importante, tendo em vista que o setor de serviços compõe aproximadamente 60% da renda nacional.

Olhando para o ano que segue, a economia brasileira enfrenta alguns riscos à retomada ligados ao estado precário do mercado de trabalho; (ii) à própria dinâmica do vírus e (iii) ao comportamento da política fiscal e monetária. No que segue, vale destacar que estes três riscos não operam de forma isolada, mas interagem entre si.

O preocupante estado do mercado de trabalho (gráfico 5), que na última leitura registrou alta de 1,3 ponto percentual para 14,6% no trimestre encerrado em setembro em relação ao trimestre diretamente anterior, tem enorme potencial de retardar o processo de recuperação. Um elevado nível de desemprego significa menos dispêndio e, portanto, demanda e renda. A situação torna-se ainda mais delicada quando observamos o comportamento da taxa de participação, que segue rondando em torno de 55% da força de trabalho, notadamente abaixo dos níveis verificados no período pré-pandemia. Este menor nível de indivíduos trabalhando ou ativamente procurando empregos é indicativo de uma menor disponibilidade do fator trabalho para a produção. Naturalmente, isto tende a arrefecer o processo de recuperação da economia como um todo.

A dinâmica da covid-19, que até um mês atrás apresentava uma dinâmica de desaceleração, pressionará – devido à demora em realizar uma campanha de vacinação em massa – a economia em duas frentes. Primeiro, como já citado, tende a retardar ainda mais o processo de recuperação do setor de serviços. Em segundo lugar, tem potencial de amplificar as sequelas no mercado de trabalho. Especificamente, tende a retrair força da retomada na taxa de participação. Dados da PNAD-Covid (gráfico 6) deixam claro que o arrefecimento na curva de contágio muito provavelmente é um fator relevante para explicar a contínua queda no número de indivíduos que não procuraram emprego por conta da pandemia ou por falta de trabalho na localidade, mas que gostariam de trabalhar. Caso a segunda onda do vírus seja tão ou mais agressiva que a primeira, esta melhora entra em risco. No limite, uma volta a medidas mais restritivas tem o potencial de novamente aumentar o número de pessoas que deixaram de procurar empregos por causa da pandemia.

Em relação à política econômica, sabe-se que a atuação da política fiscal foi de suma importância para garantir um suporte à renda e ao emprego nos momentos mais agudos da crise. O auxílio emergencial, assim como outros programas como o auxílio financeiro a estados e municípios, além da concessão de financiamento para o pagamento da folha salarial, amorteceu a queda de demanda causada pelas medidas de isolamento social.

No entanto, com a chegada do final do ano e consequente esgotamento da validade do Orçamento de Guerra, a rápida e súbita retirada de alguns estímulos, como o auxílio emergencial, debela a retomada. Tende, junto com a volta do ajuste fiscal – refletido pelos esforços de respeitar o teto de gastos e aprovar as demais reformas como a PEC Emergencial e Reforma Administrativa – a ser contracionista a curto prazo. Em termos regionais, as regiões do norte e nordeste do país, onde se concentrou a implementação do auxílio emergencial, tenderiam a sentir com mais força a queda no consumo do governo ao longo dos próximos meses. Nota-se, no gráfico que traça a atividade nas diferentes regiões do país, a forte recuperação do norte e, em menor grau, do Nordeste.

De qualquer forma, é nítido que a aprovação de algumas destas reformas, além de aumentar o crescimento potencial da economia, tem forte potencial de alavancar a confiança, manter a aversão ao risco em baixa e garantir o bom funcionamento da política monetária (mais sobre isso afrente). Esta combinação de fatores auxiliar fortemente a retomada. Infelizmente, tanto o Congresso quanto o Governo têm demonstrado um esforço bastante aquém do esperado no que se refere à agenda de ajuste fiscal. Os déficits primários históricos – assim como a trajetória explosiva da relação dívida/pib (gráfico 7) – formados pelas medidas emergenciais aceleraram a necessidade (já existente antes da pandemia) de tornar a dinâmica do endividamento público sustentável.

Ocorre que o Executivo e o Congresso têm apresentado um elevado grau de inércia no que diz respeito aos ajustes que produzem a sustentabilidade das finanças públicas. Pelo contrário, a contínua ausência de sinalizações positivas por parte da classe política tem mantido o nível de incerteza elevado, o câmbio volátil e depreciado além de seu nível de equilíbrio (overshooting) e a curva de juros com inclinação ascendente (gráfico 8).

Este comportamento por parte dos formuladores de política fiscal, se persistente, terá efeitos nefastos sobre a retomada. A manutenção de juros de longo prazo – os mais importantes para as decisões econômicas – elevados desestimula o investimento em máquinas, equipamentos e bens de capital em geral. Esta menor demanda por bens relacionados ao investimento tenderia a agravar os problemas no mercado de trabalho, pois quanto menor for a demanda por máquinas e equipamentos, menor é a demanda por trabalho.

Ainda, a persistência de um câmbio ultradesvalorizado intensificaria o enorme descompasso entre oferta e demanda por insumos verificado no setor industrial, acentuando, assim, o desarranjo em um importante setor do lado da oferta da economia. Agravaria, também, os problemas decorrentes do mercado de trabalho, uma vez que a permanência do risco fiscal tende a depreciar o câmbio, encarece as importações e causa uma aceleração da inflação local. Naturalmente, este movimento tende a reduzir o salário real da população, retirando poder de compra e desacelerando o avanço da renda.

Em suma, fica claro que a interação da dinâmica do vírus, do mercado de trabalho deteriorado e do elevado risco fiscal cria sérios desafios para uma retomada efetiva e sustentável.

Em relação à política monetária, o comportamento altamente estimulativo do Banco Central foi absolutamente essencial para a retomada da economia. Além dos cortes na taxa Selic, diversas medidas (liberação de compulsório, flexibilização do LCA, empréstimos com lastro em LF garantidas, capital de giro para preservação de empresas etc.) foram tomadas para garantir o fluxo de crédito em direção às famílias e empresas. Estas medidas, que tinham o objetivo geral de garantir a liquidez da economia, foram de suprema importância para atender o aumento na demanda por liquidez que tinha potencial de levar as taxas e a inadimplência da economia ao descontrole. Em outras palavras, a autoridade manteve o Sistema Financeiro Nacional em estado sólido, evitando que a crise da covid-19, que se iniciou na economia real, se transformasse em uma crise financeira.

De inédito, o BCB adotou o Forward Guidance (promessa de juros baixos por tempo prolongado) como instrumento de política monetária adicional para prover o grau de estímulo necessário. O Forward Guidance – cuja utilização por parte do BCB foi condicionada à manutenção do teto de gastos e à proximidade das expectativas e projeções de inflação da meta – tem como objetivo reduzir os juros de longo prazo para auxiliar a retomada econômica. Ocorre que o risco fiscal decorrente da ausência de sinalizações e, no pior dos casos, em virtude da presença de péssimas sinalizações (basta pensar na ideia de financiar o Renda Brasil com recursos destinados ao pagamento de precatórios e do Fundeb), tem comprometido o bom funcionamento desta ferramenta. Se por um lado o BCB trata de desinclinar a curva de juros, por outro, a política fiscal a pressiona para cima.

É principalmente por causa desta questão que se espera que o BCB volte, na última reunião do ano, mas também ao longo do ano que vem, a soar a alerta em torno do risco fiscal. A razão é clara: o risco fiscal compromete o estado estimulativo da política monetária. Se levado ao paroxismo, isto é, se a classe política desrespeitar a lei do teto e não seguir em frente com as reformas, o Banco Central será forçado a abandonar o uso do Forward Guidance e aumentar a taxa de juro, reduzindo o grau de estímulo à economia e debelando o processo de recuperação.

Entretanto, como citado, a utilização da ferramenta também depende do comportamento da inflação e das expectativas de inflação. Recentemente, a inflação medida pelo IPCA tem apresentado uma aceleração em virtude de alguns fatores (gráfico 9 – IPCA). O duplo choque de oferta (negativo, causado pela desvalorização do câmbio que retraiu a oferta local) e demanda (positivo, devido ao auxílio emergencial) que abateu o mercado de alimentos, junto com a alta das commodities no mercado internacional, pressionou a categoria do índice. Ademais, a continuidade ininterrupta no processo de reabertura está causando uma normalização dos preços de alguns bens industriais e serviços que estavam, até o momento, deprimidos. Estes movimentos podem ser observados na forte aceleração da média dos cinco núcleos acompanhados pelo BCB, assim como pela alta do índice como um todo.

Embora o choque dos alimentos seja transitório – mas tardará mais do que o usual para se dissipar devido ao choque duplo –, é inevitável que ocorram, devido a continuidade na normalização dos preços industriais e de serviços, revisões sucessivas e altistas das expectativas de inflação para 2020 e 2021. Assim, as expectativas de inflação se aproximam cada vez da meta, possivelmente confirmando uma das cláusulas do BCB no que se refere ao abandono do Forward Guidance. Ou seja, é bastante possível que a autoridade monetária abandone o uso da ferramenta em breve, mas não antes do final do ano.

De qualquer maneira, a relação entre política de juros e Forward Guidance não é mecânica. Abandonar o Forward Guidance não implica em elevação da taxa de juro. Como sempre, a política de juros será integralmente pautada em função das projeções de inflação do BC – fruto da sútil combinação de arte e técnica – além do movimento das expectativas. As expectativas de inflação para 2021 seguem abaixo da meta de 3,75% preconizada pelo CMN, significando que, caso a política fiscal retome os trilhos, a política monetária ainda tem amplo espaço para se manter em estado estimulativo, reforçando o avanço da atividade econômica, que ainda apresenta um elevado grau de ociosidade e precisa de estímulos. No limite, uma retomada efetiva das reformas, conjugada à elevada capacidade ociosa da economia, desencadearia um processo desinflacionário nos moldes do que ocorreu a partir de 2016 quando o Congresso aprovou a PEC 95, mas a economia operava com elevada capacidade ociosa devido à crise de 2014-2016.

Em suma, fica claro que o processo de recuperação econômica será tumultuoso, caracterizado pela incerteza devido ao elevado número de incógnitas que caracterizam a condução da política fiscal, seus possíveis impactos sobre a direção da política monetária, além das incertezas relacionadas à própria dinâmica do vírus e do mercado de trabalho.

Bônus – Zona Franca de Manaus

A forte recuperação na região nordeste do país, observada na retomada do índice número de atividade do BCB, é de suprema importância. A intensa retomada da produção industrial na região, responsável por boa parte da produção dos insumos utilizados em outros segmentos produtivos do país, foi vital para explicar o bom desempenho do estado nos meses que seguiram a liberação dos lockdowns. É justamente por esta razão que o estado deve continuar tendo um desempenho positivo. A indústria nacional atualmente se encontra caracterizada por um forte excesso de demanda por insumos, responsável pela enorme dificuldade que produtores do setor tem tido para atender adequadamente a forte retomada da demanda. Na medida em que este excesso persiste, há espaço para que o estado siga em frente com a alta da produção.