



Carta de

GOVERNO DO ESTADO DO RIO GRANDE DO SUL
Secretaria do Planejamento, Gestão e Participação Cidadã
FUNDAÇÃO DE ECONOMIA E ESTATÍSTICA
Siegfried Emanuel Heuser

Conjuntura FEE

ANO 23 Nº 3
Março de 2014

A crise cambial argentina e suas repercussões no Brasil

As turbulências que atualmente afetam os mercados de alguns países emergentes apontam condições menos favoráveis para os mesmos, em decorrência da redução dos estímulos monetários do Banco Central norte-americano, do crescimento mais lento da economia chinesa e dos preços das *commodities* em declínio. No entanto, a crise cambial argentina — cujo ápice ocorreu nos dias 23 e 24 de janeiro, elevando a relação peso/dólar de 6,54 em 02.01.2014 para 8,02 em 24.01.2014 — constitui um caso particular, provocado quase exclusivamente pela falta de confiança dos argentinos na política econômica em vigor. Poucos são os investidores internacionais que detêm títulos argentinos nas suas carteiras, pois o *default* de 2001 nunca foi totalmente solucionado, e uma parte dos credores não aceitou as condições oferecidas, bloqueando o acesso do País ao crédito internacional.

Entre 2003 e 2007, a Argentina — graças a condições internas favoráveis e a um longo ciclo de preços das *commodities* em ascensão — manteve altas taxas de crescimento com base em dois pilares: equilíbrio fiscal e equilíbrio externo. No entanto, sob os efeitos da crise internacional, do déficit energético — que precisou ser coberto com importações — e das disputas entre pecuaristas e Governo pelos impostos sobre as exportações, o País passou a ter déficits nas áreas fiscal e externa.

Em lugar de fazer ajustes menores quando ainda era possível, o Governo optou por medidas populistas para reduzir pressões inflacionárias, tais como fixar a taxa de câmbio, adotar controles de preços e de capitais e subsidiar a energia, criando distorções insustentáveis. Ao fixar a taxa de câmbio e mascarar a taxa de inflação real, as importações e as despesas com turismo no exterior aumentaram, ao passo que o País perdeu competitividade. Essas mudanças contínuas nas regras do jogo exacerbaram as desconfianças e desestimularam novos investimentos, contribuindo para a fuga de capitais. Assim, por falta de alternativas, a entrada de dólares ficou dependente da exportação do agronegócio. Com a fuga de capitais, as reservas internacionais, que, em dezembro de 2010, atingiram U\$S 52,1 bilhões, caíram para U\$S 30,6 bilhões em dezembro de 2013 e, no início de fevereiro de 2014, estavam em U\$S 27,8 bilhões, tendo uma redução de 53,3% no total do período.

Dadas as dificuldades para a obtenção de financiamento externo, as autoridades optaram por financiar o déficit fiscal via emissão monetária, sem reduzir os subsídios ao transporte e à energia. A emissão de moeda gerou um excesso de oferta de pesos, que reforçou a demanda por dólares, principalmente no mercado paralelo. A distância entre o dólar

oficial e o paralelo (que chegou a ficar em torno de 70% antes da desvalorização) reflete o grau de desconfiança da população em relação à moeda local.

A continuar assim, o modelo econômico do Governo Kirchner tem seus dias contados. A desvalorização cambial por si só não será suficiente para reverter a crise e conter a inflação. A queda do PIB argentino parece ser inevitável em 2014. Mesmo assim, o Governo resiste em tomar medidas amargas, pretende conter a saída de reservas e até controlar o ingresso das divisas oriundas das exportações do agronegócio. Uma das medidas aventadas para sair da crise é o aumento da taxa de juros, para tornar atraentes as aplicações em moeda local. Apesar de uma elevação dos juros de curto prazo de, aproximadamente, sete pontos percentuais imediatamente após a máxidesvalorização, as taxas de juros reais continuam negativas, desestimulando a reversão das posições em dólar.

As restrições às importações já são uma constante, mas agora foram dobradas, e as barreiras às compras no exterior e ao turismo continuam em vigor. As empresas argentinas foram solicitadas a buscar financiamento externo para pagar suas obrigações no exterior ou adiar o pagamento aos fornecedores. Essa medida certamente afetará os exportadores brasileiros. É de se esperar uma redução das exportações para aquele país, principalmente no setor automotivo e um aumento das importações dessa origem. Do total de automóveis, tratores e suas partes e acessórios exportados pelo Brasil em 2013, 63,9% foram destinados à Argentina e, do total das exportações brasileiras para aquele país, 45,9% pertenciam a esse grupo de produtos.

Por outra parte, as empresas brasileiras com investimentos na Argentina deverão sofrer com a crise e terão seus lucros reduzidos. Já no campo dos acordos comerciais internacionais, o protecionismo do país vizinho pode interferir, mais uma vez, no andamento das negociações para um acordo de liberalização econômica e comercial entre Mercosul e União Europeia.

Em síntese, dadas as dificuldades que o Brasil atualmente enfrenta para obter saldos comerciais que contribuam para reduzir o déficit na conta de Transações Correntes do Balanço de Pagamentos, a redução das exportações para a Argentina reforça essas dificuldades, justamente com o terceiro mais importante parceiro comercial e, ainda, um bom comprador de produtos industrializados.

Beky Moron de Macadar
Economista, Pesquisadora da FEE

Emprego formal no RS: nova expansão em 2013 e sinais de mudança

De acordo com a Série Ajustada do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged-MTE), em 2013 foram gerados, no Rio Grande do Sul, cerca de 90.000 postos formais de trabalho. Isso representa um crescimento de 3,5%, se tomarmos como referência o estoque de empregos de dezembro de 2012, apurado em outra base do Ministério do Trabalho e Emprego, a Relação Anual de Informações Sociais (RAIS).

Tal resultado — o quarto melhor, em termos absolutos, entre as unidades da Federação, atrás apenas de São Paulo, Rio de Janeiro e Paraná — marca uma aceleração do ritmo de expansão do emprego regulamentado no mercado gaúcho, comparativamente ao ano anterior, quando havia sido registrado acréscimo de 50.000 postos (2,0%). Esse comportamento contrasta com o do agregado nacional, que, em 2013, com a geração de 1,1 milhão de postos e uma variação de 2,8%, experimentou arrefecimento na cadência do crescimento do emprego formal, em relação à verificada em 2012 (1,3 milhão de postos, ou 3,5%). Essa diferença de *performance* no mercado de trabalho é consistente com o resultado superior do Produto Interno Bruto (PIB) do Rio Grande do Sul, relativamente ao do Brasil, no último ano.

Em 2013, o crescimento do emprego gaúcho verificou-se em oito dos nove setores de atividade. Apenas nos serviços industriais de utilidade pública houve relativa estabilidade. Com as maiores variações absolutas, destacaram-se serviços, comércio e indústria de transformação (41,5 mil, 24,2 mil e 13,3 mil postos respectivamente). No País, também foram esses os setores que mais incorporaram força de trabalho no ano — 546,9 mil, 305,1 mil e 120,1 mil trabalhadores respectivamente. Quanto à variação relativa, a liderança, no Estado, foi da construção civil (4,9%), seguindo-se serviços (4,5%) e comércio (3,9%). A indústria de transformação teve desempenho bem mais acanhado, com aumento de 1,8% em seu contingente.

Essa expansão do emprego formal foi generalizada no Estado, verificando-se em todas as suas sete mesorregiões. Metropolitana, Noroeste e Nordeste, nessa ordem, ostentaram os maiores incrementos absolutos, respondendo, em

conjunto, por quase 80% das vagas geradas em 2013. Ao se tratar da variação relativa, constata-se que, em três mesorregiões (Sudoeste, Nordeste e Metropolitana), a variação ficou abaixo da marca estadual; em duas (Sudeste e Centro Oriental), praticamente igualou-a; nas duas restantes (Centro Ocidental e Noroeste), o crescimento superou o do agregado gaúcho, ultrapassando os 5,0%.

Regionalmente, os setores apresentaram resultados com elevada dispersão. A indústria de transformação teve seu desempenho fortemente condicionado pela mesorregião Noroeste, responsável por cerca da metade do emprego gerado e líder na variação relativa, com 6,6% de crescimento, enquanto, no extremo oposto, Sudoeste e Metropolitana tiveram virtual estagnação do contingente nesse setor. Em serviços, o destaque relativo foi também a mesorregião Noroeste, com 7,0% de expansão, enquanto a menor variação ficou em 1,4%, na Sudoeste. A Metropolitana respondeu por mais da metade do emprego setorial gerado, mas sua expansão relativa limitou-se a 3,9%.

Diante da já duradoura trajetória de crescimento do emprego formal, mudanças qualitativas vão-se imprimindo na dinâmica do mercado de trabalho, gerando debates como, por exemplo, o que cogita que se esteja consolidando uma situação de pleno emprego no Brasil. Um tema que merece investigação diz respeito à mudança de natureza da rotatividade nos postos de trabalho. Estudo em andamento na FEE constatou uma expansão considerável do percentual de demissões a pedido do empregado em relação ao total de desligamentos. No Rio Grande do Sul, em 10 anos, essa parcela saltou de 18,9% para 32,2%. A mesma tendência é verificada em todas as mesorregiões do Estado, a despeito das diferenças estruturais entre elas. Onde menos aumentou, a participação das demissões voluntárias cresceu mais de 56% (mesorregião Nordeste); no extremo oposto, a região Sudeste, ela aumentou 116%. Esses dados sugerem que os trabalhadores têm, na atual conjuntura, condições mais favoráveis para circular no mercado, em busca de oportunidades ocupacionais mais vantajosas.

Indicadores selecionados do mercado formal de trabalho do RS e de suas mesorregiões — 2003-13

INDICADORES	MESORREGIÕES							TOTAL DO RS
	Noroeste	Nordeste	Centro Ocidental	Centro Oriental	Metropolitana	Sudoeste	Sudeste	
Variação absoluta 2013/2012								
Total	20.293	10.297	4.245	6.459	39.486	2.753	5.189	88.722
Serviços	7.324	4.252	1.679	2.915	21.530	388	3.383	41.471
Comércio	5.556	2.260	1.450	2.405	9.352	1.014	2.138	24.175
Indústria de transformação	6.381	2.626	692	1.058	2.053	6	491	13.307
Desligamentos a pedido 2003 (%)	18,6	23,5	14,3	19,4	18,9	12,5	10,2	18,9
Desligamentos a pedido 2013 (%)	34,5	36,7	27,9	33,4	32,2	22,5	22,1	32,2

FONTE: Caged-MTE.

Sheila S. Wagner Sternberg e Guilherme G. de F. Xavier Sobrinho
Engenheira Química e Sociólogo, Pesquisadores da FEE

A agricultura gaúcha e a safra de 2014

A produção gaúcha de cereais, leguminosas e oleaginosas foi a maior da história no ano de 2013, alcançando 30.293.424 toneladas, valor 2,0% superior ao da safra de 2011 e 58,2% ao da safra de 2012, que foi muito prejudicada pela estiagem.

A estrutura produtiva está bastante concentrada. Apenas quatro culturas — soja (42,1%), arroz (26,7%), milho (17,7%) e trigo (11,1%) — correspondem a 97,6% do total da produção. Em relação à área plantada, a predominância da soja é ainda maior. Do acréscimo de 484.963ha ocorrido em 2013, a soja teve um incremento de 458.586ha, totalizando 57,3% da área plantada de cereais, leguminosas e oleaginosas no Estado. As mesmas quatro culturas — arroz (13,2%), milho (12,3%) e trigo (12,9%) —, juntamente com a soja, ocupam 96% da área plantada do Rio Grande do Sul nessa categoria.

As primeiras previsões para a safra 2014 indicam, caso as condições climáticas projetadas se mantenham, um novo recorde, novamente concentrado na cultura da soja. A perspectiva é a de que haja um aumento na produção da soja da ordem de 9%, com incrementos de 5% na área plantada e em torno de 4% na produtividade. Já para o arroz, projeta-se um crescimento superior a 5% na produção, 2,7% na área e 4,6% na produtividade. De outra parte, verifica-se diminuição da área plantada do milho (-7,9%), mas com incremento de produtividade (6,3%) e produção (0,9%).

Como a agricultura é mais relevante na estrutura produtiva gaúcha do que na brasileira, com maior influência no desempenho dos demais setores, seja pela importância de sua

cadeia agroindustrial, seja pelas atividades de comercialização e demais serviços, verifica-se, historicamente, a tendência de um crescimento maior da economia do RS *vis-à-vis* à do Brasil nos anos em que a agricultura gaúcha cresce mais do que a brasileira.

Assim como no ano de 2013, quando a agricultura gaúcha registrou um desempenho melhor do que o nacional e resultou em um crescimento do PIB regional superior ao do Brasil, as perspectivas para 2014, notadamente pelas projeções de desempenho da soja, indicam uma tendência semelhante.

Produção e área plantada das principais culturas agrícolas do RS — 2013-2014

Culturas	Produção (t)		Área Plantada (ha)	
	2013	2014 (1)	2013	2014 (1)
Arroz	8.097.870	8.472.699	1.085.483	1.114.614
Milho	5.349.956	5.397.067	1.013.288	933.458
Soja	12.756.577	13.951.619	4.727.833	4.967.622
Trigo	3.351.655	2.515.733	1.059.232	1.050.849
Total de cereais, leguminosas e oleaginosas	30.293.424	-	8.217.762	-

FONTE: IBGE/LSPA.

(1) Previsão do Levantamento Sistemático da Produção Agrícola.

Sérgio Fischer
Economista, Pesquisador da FEE

O comportamento do ICMS no terceiro trimestre de 2013

O Imposto Sobre Circulação de Mercadorias e Serviços (ICMS) arrecadado no terceiro trimestre de 2013 alcançou o montante de R\$ 5,8 bilhões. Esse valor representa um aumento nominal de 17,43% em relação ao mesmo trimestre do ano de 2012. Em termos reais, o aumento verificado no terceiro trimestre é de 11,8%, o que denota uma aceleração, tendo em vista a expansão de 7,2% no acumulado do ano.

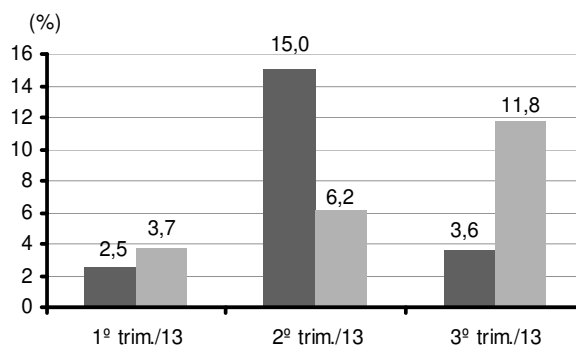
Considerando-se que a taxa de crescimento do PIB gaúcho desacelerou-se no terceiro trimestre, é possível que o aumento da arrecadação nesse mesmo trimestre tenha resultado da melhor administração tributária. Esta adviria da ampliação do regime de Substituição Tributária (ST), da Nota Fiscal Eletrônica, da Nota Fiscal Gaúcha (NFG) e do combate à sonegação. O regime de Substituição Tributária é a transferência da responsabilidade pelo recolhimento do imposto — incidente sobre um ou mais fatos geradores passados, presentes ou futuros das pessoas que promovem diretamente as operações de circulação de mercadorias, ou sobre prestações de serviços incluídas pelo regime — para um terceiro, que esteja vinculado a tais eventos. A ST evoluiu de uma participação de 15,13% no ICMS arrecadado total, em 2008, para 22,27% em 2012.

A NFG incentiva os cidadãos a solicitarem a colocação do número do CPF na nota fiscal, através da distribuição de prêmios por sorteios e benefícios para entidades sociais. No ano de 2013, o número de clientes cadastrados na NFG passou de 123.000 para 916.000, chegando a 916 milhões de notas processadas. Já a Nota Fiscal Eletrônica, assim como a NFG, ajuda a combater a sonegação fiscal e também ajuda a Secretaria da Fazenda a obter um preço de referência para a compra de bens pelo setor público.

O Produto Interno Bruto (PIB) do RS, após ter crescido 15% no segundo trimestre de 2013, apresentou crescimento de 3,6% no terceiro trimestre, em comparação com o mesmo período do ano anterior. No mesmo período, a agropecuária apresentou queda de 8%, enquanto a indústria de transformação e a construção civil aumentaram 5,5% e 3,6% respectivamente. O setor serviços registrou crescimento de 4%.

Dentre os setores, destaca-se o crescimento nominal da arrecadação de ICMS da indústria de transformação (expansão de 33,5% em relação ao terceiro trimestre de 2012) e do comércio varejista (11,1%).

Taxas de variação trimestrais do ICMS e do PIB no Rio Grande do Sul — jul./12-set./13



Legenda: ■ Taxa de variação do PIB trimestral
■ Taxa de variação do ICMS trimestral

FONTE: Sefaz-RS.

NOTA: Variação real.

Mauro Braz dos Santos
Economista, Pesquisador da FEE

Tabela 1

Taxas de variação do IPCA e do IGP-M no Brasil — ago./13-jan./14

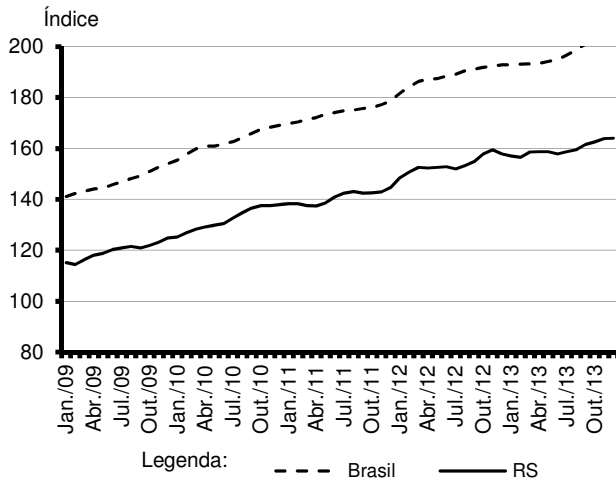
MESES	IPCA			IGP-M			(%)
	No Mês	No Ano	Acumulada em 12 Meses	No Mês	No Ano	Acumulada em 12 Meses	
Ago./13	0,24	3,43	6,09	0,15	2,17	3,85	
Set./13	0,35	3,79	5,86	1,50	3,70	4,40	
Out./13	0,57	4,38	5,84	0,86	4,59	5,27	
Nov./13	0,54	4,95	5,77	0,29	4,90	5,61	
Dez./13	0,92	5,91	5,91	0,60	5,53	5,53	
Jan./14	0,55	0,55	5,59	0,48	0,48	5,67	

FONTE: IBGE.

Fundação Getúlio Vargas.

Gráfico 1

Produção física industrial no Brasil e no Rio Grande do Sul — jan./09-dez./13



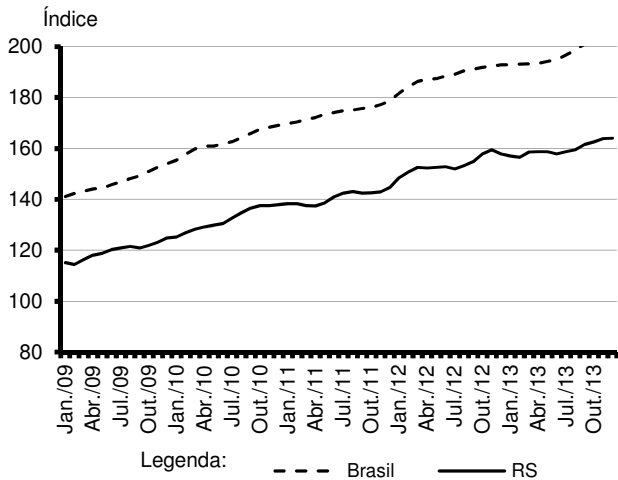
FONTE: IBGE. Pesquisa Industrial Mensal — Produção Física.

NOTA: 1. Média móvel trimestral do índice de base fixa mensal com ajuste sazonal.

2. Os índices têm como base a média de 2002 = 100.

Gráfico 2

Volume de vendas do comércio varejista no Brasil e no Rio Grande do Sul — jan./09-dez./13



FONTE: IBGE. Pesquisa Mensal de Comércio.

NOTA: 1. Média móvel trimestral do índice de base fixa mensal com ajuste sazonal.

2. Os índices têm como base a média de 2002 = 100.

Tabela 2

Indicadores selecionados da economia brasileira — ago./13-jan./14

INDICADORES SELECIONADOS	NO MÊS						NO ANO (1)	EM 12 MESES (1)
	Ago./13	Set./13	Out./13	Nov./13	Dez./13	Jan./14		
Taxa de câmbio (US\$) (2)	2,34	2,27	2,19	2,30	2,35	2,38	2,38	2,19
Taxa de câmbio efetiva real (3)	98,3	95,1	91,7	94,8	96,3	96,5	96,5	91,0
Taxa básica de juros (% a.a.) (4)	9,00	9,00	9,50	10,00	10,00	10,50	10,50	8,70
Superávit primário (% do PIB)	0,1	2,3	-1,5	-7,0	-2,5	-4,8	-4,8	-1,7
Balança comercial (US\$ milhões)	1.224	2.141	-225	1.739	2.654	-4.058	-4.058	2.540
Exportações (US\$ milhões)	21.424	20.996	22.821	20.861	20.846	16.026	16.026	242.238
Importações (US\$ milhões)	-20.201	-18.855	-23.046	-19.122	-18.192	-20.084	-20.084	-239.698
Transações correntes (US\$ milhões)	-5.492	-2.634	-7.133	-5.146	-8.678	-11.591	-11.591	-81.615

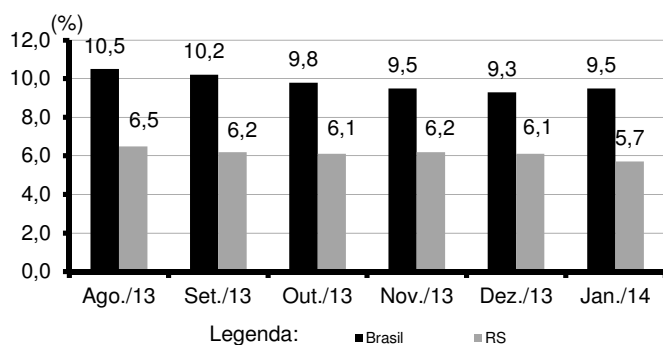
FONTE: Banco Central do Brasil.

(1) Valores médios da taxa de câmbio, do índice da taxa de câmbio efetiva real e da taxa básica de juros; resultado acumulado para os demais. (2) Taxa de câmbio livre do dólar norte-americano (compra e venda) média do período (R\$/US\$). (3) Índice da taxa de câmbio efetiva real (IPCA), jun./94 = 100. (4) Taxa vigente no último dia útil do mês.

Carta de Conjuntura - Ano 23 nº 3

Gráfico 3

Taxa de desemprego total no Brasil e no Rio Grande do Sul — ago./13-jan./14

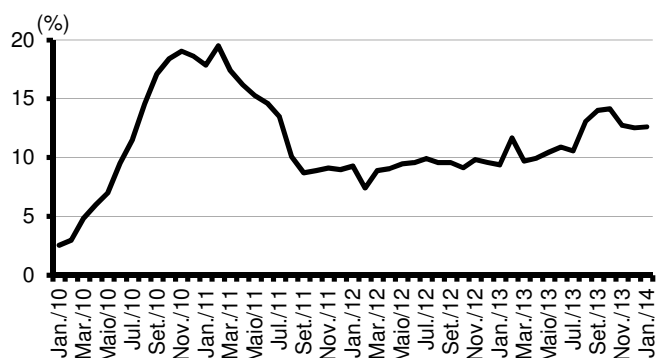


FONTE: PED-RMPA - Convênio FEE, FGTAS, SEADE, DIEESE e apoio MTE/FAT.

NOTA: 1. Brasil corresponde ao total das Regiões Metropolitanas de Belo Horizonte, Fortaleza, Porto Alegre, Recife, Salvador e São Paulo e o Distrito Federal.
2. Rio Grande do Sul corresponde apenas à Região Metropolitana de Porto Alegre.

Gráfico 4

Taxa de variação da arrecadação do ICMS no Rio Grande do Sul — jan./10-jan./14



FONTE: Secretaria da Fazenda do Estado do Rio Grande do Sul.
NOTA: Variação acumulada em 12 meses.

Tabela 3

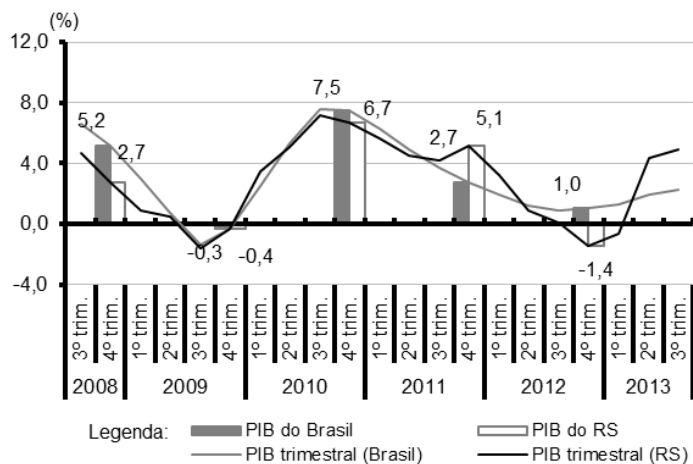
Exportações do Brasil e do Rio Grande do Sul — jul.-dez./13

MESES	EXPORTAÇÕES ACUMULADAS NO ANO (US\$ FOB milhões)		PARTICIPAÇÃO RS/BR (%)	VARIÇÃO ACUMULADA NO ANO (%)					
	RS	Brasil		Valor		Volume		Preço	
				RS	Brasil	RS	Brasil	RS	Brasil
Ago./13	15.393	156.655	9,8	27,0	-2,5	12,9	3,5	11,2	-5,6
Set./13	17.505	177.650	9,9	28,6	-1,6	16,4	4,1	9,6	-5,3
Out./13	21.320	200.471	10,6	41,2	-0,9	17,1	4,1	19,4	-4,7
Nov./13	23.933	221.333	10,8	46,9	-0,7	17,7	3,5	24,5	-4,0
Dez./13	25.094	242.179	10,4	44,3	-0,2	16,8	4,1	22,6	-4,1
Jan./14	1.077	16.026	6,7	4,0	0,4	-14,6	3,6	21,8	-3,2

FONTE DOS DADOS BRUTOS: MDIC/Sistema Alice.

Gráfico 5

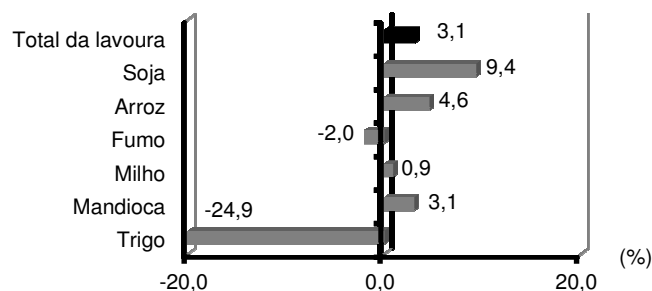
Taxa de variação do PIB, acumulada em quatro trimestres, no Brasil e no Rio Grande do Sul — 3º trim./08-3º trim./13



FONTE: IBGE. Contas Nacionais Trimestrais. FEE/CIE/NIS.

Gráfico 6

Estimativa de crescimento da lavoura e de suas principais culturas no Rio Grande do Sul — jan./14



FONTE: Levantamento Sistemático da Produção Agrícola. FEE/CIE/NIS.

Janet Yellen em manobra de risco máximo

O Federal Reserve (FED) é a instituição econômica mais poderosa do planeta. Essa posição, advinda da gerência da remuneração paga aos detentores da moeda reserva mundial, o dólar norte-americano, consolidou-se a partir do final dos anos 70 do século XX, com a internacionalização da dívida pública estadunidense e a crescente abrangência geográfica da integração financeira mundial. Nas últimas décadas, uma decisão do FED afetou imediatamente a valorização de todos os ativos financeiros no mundo. Considerando que um dos aspectos mais relevantes da dominância financeira específica ao capitalismo contemporâneo é sua capacidade de impingir uma medição financeira ao valor de ativos de natureza não financeira (terra, *commodities* e empresas em geral, para citar alguns), temos que a decisão do FED quanto ao valor a ser pago aos detentores de dólares tem reflexo global e sobre toda a atividade econômica. Somando-se a isso o papel do Banco Central estadunidense na regulação e solvência do sistema financeiro mundial, expresso repetidamente nos episódios subsequentes à crise financeira ocorrida em 2007-08, temos uma noção da importância do FED para a tranquilidade das operações econômicas no planeta.

É dessa instituição que Janet Yellen tornou-se a primeira mulher presidente, a partir do mês de fevereiro. No cargo, ela será encarregada de capitanear o retorno a uma política monetária “normal” — ou seja, que remunere os detentores de títulos do Governo com juros reais positivos —, após os diversos programas de resgate e de estímulos lançados por seu antecessor, Ben Bernanke, no combate aos efeitos da crise financeira mundial. Esses programas ampliaram o volume dos ativos detidos pela instituição a mais de US\$ 4 trilhões em 2014, frente aos cerca de US\$ 850 bilhões anteriores a 2007. Essa brutal injeção de liquidez permitiu que a economia operasse com uma aparência de normalidade e que, aos poucos, os preços dos ativos financeiros se recuperassem, como atestam os sucessivos recordes obtidos pelas cotações em Wall Street a partir de 2013, saneando, assim, os balanços das instituições financeiras. A taxa de desemprego recuou a 6,5%, frente aos mais de 10% apresentados no auge dos efeitos da crise, a inflação manteve-se moderada e em território positivo, e a economia segue em um avanço modesto, porém contínuo. Entretanto esses resultados foram obtidos no contexto da manutenção de taxas de juros muito próximas a zero, uma política monetária “incomum”, segundo adjetivou a própria Yellen em seu testemunho perante o Congresso.

Essa operação de retorno à normalidade tem-se mostrado extremamente arriscada. Em maio de 2013, quando Bernanke anunciou que o FED começaria a reduzir a recompra mensal de títulos privados, houve reação imediata, tanto no *front* doméstico quanto no cenário internacional. Nos EUA, as taxas de juros de longo prazo subiram, e o dólar valorizou-se frente às moedas dos países emergentes, trazendo lembranças — exageradas — da década de 90. Assim, já em julho, Bernanke foi obrigado a realizar novo pronunciamento tranquilizador, sinalizando a permanência das compras de títulos ao longo do ano passado. Com a aproximação da troca de comando no FED, o tema retornou à pauta e, em dezembro de 2013 e janeiro de 2014, finalmente o Banco reduziu o volume de estímulos mensais em US\$ 10 bilhões, diminuindo a US\$ 65 bilhões o total mensal de compras de títulos. Espera-se uma redução progressiva desse volume ao longo de 2014, com uma normalização da política monetária pro-

priamente dita ao longo de 2015, o que dependerá fundamentalmente de que o emprego e o crescimento da economia norte-americana se mostrem ao menos resistentes no período. Caso a manobra ocorra como esperado pelo FED, uma das experiências de intervenção econômica mais espetaculares da história terá sido finalizada com êxito, dado o tamanho do desafio imposto pelas proporções e pelo ineditismo da crise financeira de 2007.

Mas a capitã Yellen não enfrentará apenas calma em sua tentativa de conduzir a economia a salvo nessa travessia. Dentre os múltiplos fatores que vêm moldando o desempenho da economia mundial após 2007, podemos destacar: (1) a fraqueza da recuperação econômica mundial, marcada por sucessivos desapontamentos quanto às taxas de crescimento da produção e dos investimentos na fase de recuperação após 2011, sobretudo nas economias avançadas. Nesse sentido, 2014 tem sido marcado por discussões quanto aos riscos de deflação em uma Europa em tímida recuperação e pelos perigos da “*secular stagnation*” (termo cunhado pelo Economista Larry Summers, também candidato ao cargo de *chairman* do FED), em que, doravante, o baixo crescimento seria o comportamento normal da economia dos países avançados, dada a impossibilidade de reconstituição rápida de novas fontes de dinamismo e a desmontagem das estruturas que davam sustentação ao crescimento anterior à crise de 2007; (2) o enfraquecimento do ímpeto do avanço econômico nas economias emergentes, com ênfase na paradoxal situação da China, que, apesar de sua manutenção como centro do dinamismo econômico mundial, vê aumentados os questionamentos tanto a respeito da possibilidade de mudança do centro dinâmico interno em direção ao consumo, quanto em relação a uma possível dificuldade advinda do gerenciamento pelo sistema financeiro doméstico do crescimento abismal do crédito ocorrido após 2008; (3) a própria natureza da recuperação do sistema financeiro, indutora de uma nova “bolha” de ativos e que propiciou a renovação recente de práticas de securitização de ativos de qualidade duvidosa em níveis similares àquelas de 2007, com um sistema bancário ainda mais perigosamente concentrado, somados à presença cada vez mais importante e abrangente dos fundos de *private equity*, alavancados e inadequadamente regulados; (4) a dificuldade em deslançar, em larga escala, os processos de inovação necessários para destravar o investimento produtivo, o que pode ser atribuído, simplificarmente, à falta de coordenação estatal mundial na promoção das infraestruturas adequadas ao rápido avanço dos novos produtos de base tecnológica, às características da apropriação dos ganhos com as atuais tecnologias (fenômeno *winner-take-all*) e à persistência da forma financeira da governança corporativa, que tem levado as empresas a utilizarem seus imensos recursos sobranes na distribuição de dividendos ou em recompras de ações.

Se considerarmos apenas esses fatores, os quais estão longe de exaurir todos os riscos potenciais, vê-se que o experimento estadunidense de condução de um retorno à política monetária “normal” não é trivial.

Em seu testemunho ao Congresso, Janet Yellen declarou ser uma comandante “sensível”. É razoável desejarmos que assim seja.

André Scherer
Economista, Pesquisador da FEE

Taxa de juros e inflação no Brasil

É relativamente bem conhecida na literatura econômica a importância que a dívida pública teve no processo de acumulação de capital nas mãos de comerciantes, banqueiros e industriais. Sua origem remonta às cidades de Gênova e Veneza, ainda na Idade Média, e, ao longo dos séculos, com o surgimento do Estado Moderno, esse sistema foi aprofundando-se e aperfeiçoando-se. O pagamento de juros foi mais um dos mecanismos que propiciou aos credores acumularem riqueza sem que tivessem que passar pelo incômodo do processo produtivo, que requer mais tempo e risco. A esse mecanismo, acoplou-se idealmente o sistema tributário, como forma de garantir a arrecadação necessária ao pagamento da dívida pública. Assim, a tributação, principalmente a tributação indireta, antes de ser um acidente, cumpre uma função essencial no processo de acumulação e concentração de renda.

Ao longo século XX, com o crescimento da participação e da importância do Estado para o crescimento econômico, esse sistema foi redimensionado e aperfeiçoado. Apesar disso, em muitas análises, a dívida pública aparece antes como um desequilíbrio a ser corrigido do que como uma importante engrenagem no processo de acumulação de capital.

No caso do Brasil, esse mecanismo também esteve presente ao longo da história. Mais recentemente, ele tem tido grande destaque, através da incessante busca de um superávit primário em conjunto com elevadas taxas de juros reais. Como resultado, não é de surpreender que a economia do País tenha que conviver com uma pesada estrutura tributária, único mecanismo capaz de manter tal política. Assim, uma estrutura tributária regressiva, superávit primário e elevadas taxas de juros têm-se constituído nos principais mecanismos de concentração de renda atuantes na economia brasileira.

A dívida do Governo constitui-se em um estorvo não por ser dívida pública, mas pela necessidade de ter uma garantia de pagamento junto a seus credores. O superávit primário torna-se, assim, essa garantia. Por essa razão é que sua evolução é objeto de criteriosa análise por parte dos analistas financeiros. A taxa de juros, por sua vez, antes de ser um mecanismo de combate à inflação, é a garantia do rendimento financeiro. E é dentro dessa perspectiva que a sua gestão deve ser entendida.

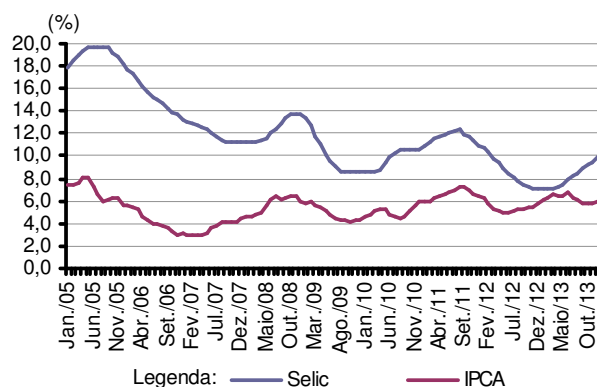
O gráfico mostra a evolução da taxa de juros nominal (Selic) *vis-à-vis* à inflação — a diferença entre elas constituindo-se numa aproximação da taxa real de retorno dos títulos públicos. Como fica evidente a partir desses dados, a taxa de juros real vinha apresentando um relativo declínio ao longo dos últimos anos. No Governo Dilma, essa redução acentuou-se ainda mais, chegando ao seu menor patamar histórico no primeiro trimestre de 2013. Nesse nível, reduzem-se consideravelmente os ganhos de natureza estritamente financeiri-

ra. A insustentabilidade política desse patamar fez com que, a partir de maio de 2013, o Bacen iniciasse um processo de recomposição da taxa de juros real aos patamares anteriores, sob o pretexto de combater a inflação. Contudo, uma vez que o crescimento inflacionário que se iniciou em 2012 teve origem em um choque de oferta, seu efeito sobre a inflação dificilmente seria debelado com a elevação da Selic. Estranhamente, parece haver quase um consenso em torno da necessidade de aumentar a taxa de juros como um mecanismo de controle da escalada inflacionária. No entanto, o que se verifica é que o aumento dos juros acaba sendo uma variável dependente da inflação, ao invés de, como aparece no discurso dominante, ser um instrumento para o seu combate.

Taxas de juros elevadas facilitam o processo de arbitragem e, dessa forma, constituem-se num importante instrumento de atração de capital estrangeiro, ainda que especulativo. Embora esse capital apresente alta volatilidade, no curto prazo ele permite ao Banco Central alguns graus de liberdade para a administração da taxa de câmbio e, conseqüentemente, da inflação.

Pode-se perceber que a mudança de postura que o Bacen passou a adotar ao longo de 2013 parece comprovar a tese de que o Governo brasileiro tem perdido “a batalha ideológica e política para o mercado financeiro”, como tem sido sugerido por alguns analistas. O antigo mecanismo da acumulação de capital continua prevalecendo e expandindo seus tentáculos de dominação e concentração da renda no interior da economia brasileira.

Taxa de juros Selic, acumulada no mês e anualizada, e inflação medida pelo IPCA, acumulada em 12 meses, no Brasil — jan./05-jan./14



FONTE: Banco Central do Brasil.
IBGE.

André Luis Contri
Economista, Pesquisador da FEE

CARTA DE CONJUNTURA FEE (elaborada com informações até 03.03.14).

ISSN 1517-7262

A Carta de Conjuntura FEE é uma publicação mensal de responsabilidade dos editorialistas. As opiniões não exprimem um posicionamento oficial da FEE ou da Secretaria do Planejamento, Gestão e Participação Cidadã.

FEE Fundação de
Economia e
Estatística

Presidente: Adalmir Antonio Marquetti

Diretor Técnico: André Luis Forti Scherer

Diretor Administrativo: Roberto Pereira da Rocha

Conselho Editorial: André Luis Forti Scherer, Cecília Rutkoski Hoff, Fernando Maccari Lara, Renato Antônio Dal Maso, Míriam De Toni e Martinho Roberto Lazzari.

Núcleo de Dados: Renan Xavier Cortes.

Editoração: Susana Kerschner (revisão) e Jadir Vieira Espinosa (diagramação).

Fundação de Economia e Estatística
Siegfried Emanuel Heuser

Rua Duque de Caxias, 1691 - Porto Alegre
CEP 90010-283

E-mail: carta@fee.tche.br

Twitter: @cartafee

www.fee.rs.gov.br