

10/05/2018 - 05:00

## Por que a economia não engrenou?

Por **Gilberto Borça Jr. e Leticia Magalhães**



Após o biênio 2015-2016 ter sido caracterizado por forte contração da atividade econômica, com uma queda acumulada do PIB da ordem de 7%, o ano de 2017 marcou o fim do processo recessivo, gerando perspectivas mais animadoras para 2018.

De fato, a recuperação da economia está em curso. Não há dúvidas quanto a esse ponto. No entanto, seu desempenho e velocidade de escape nesses primeiros meses de 2018 foram, para dizer o mínimo, frustrantes. Boa parte dos analistas de mercado previa um ritmo mais intenso de recuperação para o

ano corrente.

Portanto, trata-se de um questionamento pertinente e intrigante. Por que a economia não engrenou?

### ***Depreciação rápida do real joga, de forma quase definitiva, uma pá de cal na já incipiente recuperação***

Responder a essa questão não é tarefa fácil e as explicações estão longe de serem definitivas e consensuais. Mas há um conjunto de fatores que são candidatos potenciais.

Em primeiro lugar os níveis de incerteza se encontram bem elevados na economia brasileira. O indicador da FGV mostra que a incerteza vigente no Brasil hoje se encontra bem acima de sua média histórica. Em abril de 2018, por exemplo, o país retornou ao nível de incerteza classificada como "elevada", que vigorou na maior parte do triênio 2015-2017. O calendário eleitoral e o desfecho imprevisível da corrida presidencial estão na base desse processo. Períodos de incerteza aguda geram adiamento das decisões de consumo e de investimento, afetando, portanto, a recuperação da economia.

Em segundo lugar, mesmo com a forte queda da taxa básica de juros, que está em seus níveis mínimos históricos e assim deve permanecer por algum tempo, observa-se que as taxas de juros para prazos mais longos continuam elevadas. Em outras palavras, a curva de juros está bastante inclinada, tanto quando se observa o mercado futuro de DI, quanto às taxas de juros pré-fixadas. Embora a inclinação da curva de juros tenha tendência de aumentar ao final dos ciclos de flexibilização monetária, o spread temporal entre os vértices longos e curtos atingiu, recentemente, suas máximas históricas.

A continuidade da fragilidade fiscal no médio/longo prazo e a questão eleitoral são, aparentemente, as causas do "prêmio" embutido na curva de juros. Os juros longos são, em teoria, aqueles relevantes para as decisões de consumo e investimento.

Em terceiro lugar está o mercado de crédito, onde tem se verificado uma lenta redução das taxas de juros ao tomador final devido ao comportamento dos spreads bancários. Embora o BC tenha publicado em seu último Relatório Trimestral de Inflação que a queda dos juros bancários e a recuperação das concessões de crédito estejam em linha com os últimos ciclos de queda da Selic, a percepção geral é de que tal redução acontece a uma velocidade aquém da adequada.

Tal fato fica ainda mais evidente observando-se o comportamento benigno recente dos indicadores de inadimplência, que de acordo com a própria metodologia do BC é principal componente do spread bancário. Spreads mais baixos melhorariam as condições gerais de crédito e acelerariam a retomada da economia, sobretudo pelo canal do consumo e investimento.

Em quarto lugar está o desempenho de um setor muito importante, mas que está bastante atrasado no processo de recuperação, o da Construção. Trata-se de um setor altamente intensivo em mão de obra e, portanto, com fortes efeitos multiplicadores da renda e do emprego. A Construção representa mais de 50% do investimento da economia, e sua recuperação é fundamental para dinâmica da atividade.

Se, por um lado, a Construção residencial começa lentamente a dar sinais de vida, com aumento dos lançamentos e das vendas de unidades, por outro lado o segmento de Construção pesada ainda se encontra em situação delicada. Isso ocorre não somente devido às restrições pelo lado da demanda, relacionada, em particular, aos investimentos públicos, que estão em níveis bem baixos e sem previsão de elevação no curto prazo, mas também por restrições do lado da oferta, em que as grandes construtoras do país ainda se encontram em situação bastante fragilizada e às voltas com seus acordos de leniência devido à Operação Lava-Jato.

Em quinto lugar está o processo de desalavancagem das empresas. De acordo com os dados de mais de 200 empresas de capital aberto, desde 2014, a redução do nível das dívidas e do aumento do resultado operacional do setor não-financeiro está altamente concentrada em Vale e Petrobras. Retirando-se as duas empresas da amostra os indicadores absolutos e relativos tornam-se bem mais modestos. Isso leva a crer que o processo de desalavancagem pode ser mais prolongado e duradouro do que se imaginava anteriormente, impactando o investimento dessas empresas.

Por fim, ao longo das últimas semanas, a taxa de câmbio sofreu uma depreciação rápida, saindo do patamar de R\$/US\$ 3,20 para valores superiores a R\$/US\$ 3,50. O comportamento da taxa de câmbio joga, de forma quase definitiva, uma pá de cal na já incipiente recuperação da economia. Embora um câmbio mais depreciado estimule as exportações líquidas, seu efeito tende a ser contracionista para a atividade econômica no curto prazo.

Isso ocorre por diversos canais, como, por exemplo, encarecimento do preço relativo do investimento e dos insumos importados de maneira geral, desestimulando a importação de bens de capital e comprimindo margens de lucros de setores/empresas com baixo poder de repasse de preços; descasamento de ativos e passivos das empresas com dívidas em moeda estrangeira (balance sheet recession); e redução dos salários reais devido aos efeitos de "passthrough" do câmbio para os preços. Como os componentes da demanda doméstica - consumo e investimento - representam uma fatia muito maior do PIB que as exportações líquidas, seus efeitos, no curto prazo, se sobrepõem.

Obviamente, esses pontos não esgotam por completo o debate sobre a baixa velocidade de reação da economia em 2018, mas com certeza constituem-se em um bom ponto de partida, pois afetam em cheio a demanda doméstica. A correlação entre eles também é grande e a melhora em um pode ter forte impacto nos outros. Para este ano, devido à elevada incerteza, parece difícil a reversão do cenário, pelo menos até outubro. Talvez seja hora de pensar em 2019.

**Gilberto Borça Jr. é mestre em economia pela IE-UFRJ**

**Letícia Magalhães é mestre em economia pela FGV-EPGE**