



REAL  
ESTATE  
RESEARCH  
GROUP

NÚCLEO  
DEREAL  
ESTATE

ESCOLA POLITÉCNICA  
DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO  
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA  
DE CONSTRUÇÃO CIVIL

---

**COMITÊ DE MERCADO**  
reunião de 20 de março de 2014

---

1

Nota da Reunião de 20 de Março de 2014

## **O cenário macroeconômico em 2014 – desafio da renda média**

### **Introdução**

A reunião contou com a participação do economista chefe do Banco Santander, Maurício Molan, que apresentou uma análise do atual cenário econômico brasileiro e suas perspectivas, seguida de debate pelos participantes. Os principais pontos discutidos na reunião foram: a perda de competitividade da economia brasileira; os gargalos do crescimento da economia; os ajustes macroeconômicos necessários; o cenário global e as condições de solvência brasileira; e análise do cenário eleitoral e seus impactos.

### **Gargalos da competitividade**

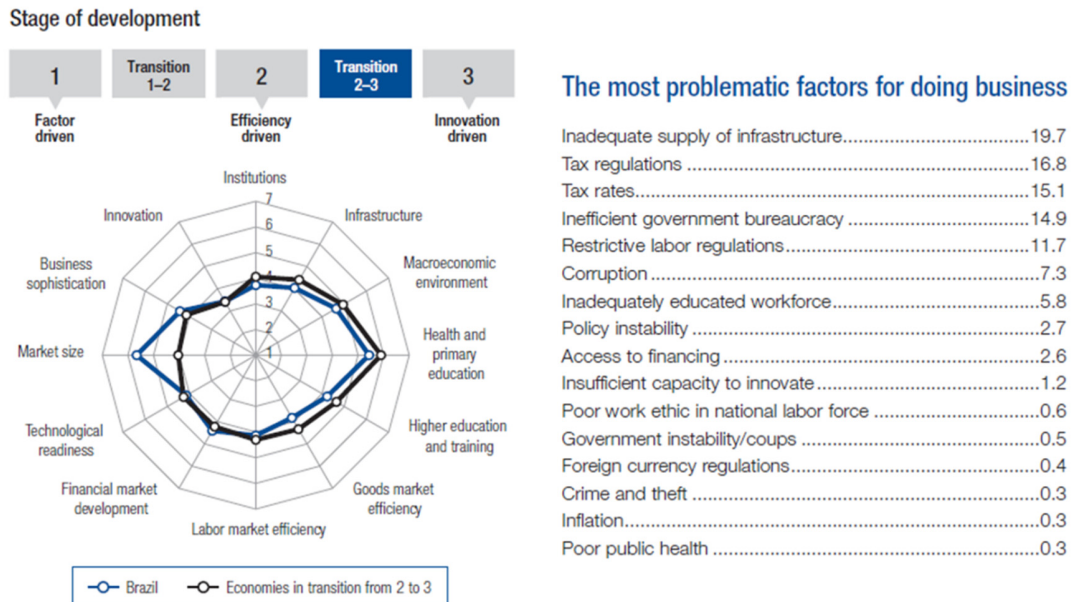
O crescimento da economia brasileira no século XX foi impulsionado principalmente pela realocação de fatores de produção entre os setores da economia, movimento típico de países em desenvolvimento. Ou seja, foi um crescimento impulsionado pela migração da população rural para a cidade, e do setor agrícola para a indústria, resultando em ganhos de produtividade significativos. A produtividade média cresceu de 3,5% a 4,5% ao ano no período. Principalmente nos últimos 20 anos, essa recuperação foi marcada pela incorporação de mão de obra no mercado de trabalho, o que aumentou a renda média da população.

Essa fórmula de crescimento, no entanto, está se esgotando. Nos próximos anos, o Brasil deve enfrentar o chamado “desafio da renda média”. Países em desenvolvimento, quando chegam a uma renda média em torno de 12 a 15 mil dólares per capita, passam a enfrentar dificuldades de crescimento, pois o impulso da transferência de fatores perde força e se torna insuficiente para sustentar a expansão da economia. Para continuar crescendo, faz-se necessário mudar o paradigma econômico e focar os investimentos no aumento da produtividade, desenvolvendo áreas como a de tecnologia, inovação e infraestrutura.

Só assim será possível aumentar a competitividade brasileira no mercado global, que hoje é baixa mesmo se comparada a países concorrentes. O Brasil figura no último Relatório de Competitividade Global 2013-2014, do Fórum Econômico Mundial, na 56ª posição, atrás de países em grau semelhante de desenvolvimento como Chile

(34<sup>o</sup>), Barbados (47<sup>o</sup>) e México (55<sup>o</sup>). De acordo com o mesmo relatório, comparado às economias no mesmo estágio de transição, o Brasil é superior em: tamanho de mercado, desenvolvimento financeiro e sofisticação do mercado. Por outro lado, é menos desenvolvido que outros países concorrentes principalmente em relação a: infraestrutura, regulação e carga tributária, e burocracia (gráfico 1).

**Gráfico 1 – Relatório de Competitividade Global 2013-2014**



Outros gargalos que minam a competitividade brasileira, segundo dados da Unesco, WEF (2012) e Banco Mundial, seguem listados abaixo:

- Quanto à pesquisa e desenvolvimento, o Brasil investe 1,2% do PIB (Produto Interno Bruto) em P&D, valor acima dos 1,1% investidos pela média geral dos países dos BRICs (Brasil, Rússia, Índia e China). No entanto, em termos de efetividade do investimento, possui apenas quatro patentes por mil pesquisadores, enquanto a média dos BRICs é de 7,4 patentes por mil pesquisadores. Nos países desenvolvidos, investe-se 1,9% do PIB em P&D e obtêm-se 26,9 patentes por mil pesquisadores.
- Os investimentos em educação apresentam panorama semelhante: valores absolutos investidos acima da média, mas baixa efetividade no uso dos recursos. O Brasil investe 5,9% do PIB, enquanto os BRICs investem em média 4,4%. No entanto, apesar de investir mais, o Brasil possui 33% da população acima de 15 anos com secundário completo, contra 47% dos BRICs.

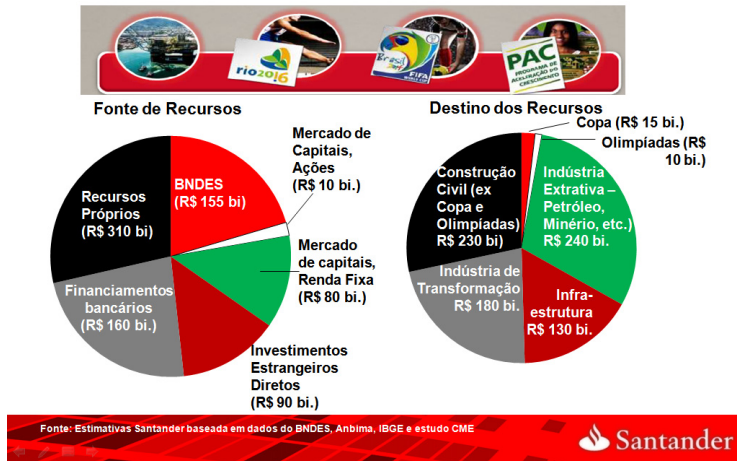
- A burocracia brasileira, outro fator que mina a competitividade, também apresenta desempenho inferior ao de outros países. Segundo a pesquisa Doing Business, do Banco Mundial. As empresas brasileiras gastam, em média, 2.600 horas de trabalho para realizar os procedimentos referentes ao pagamento dos três impostos mais importantes. No resto do mundo esse dado oscila entre 200 e 400 horas.
- As políticas de transferência de renda do governo federal têm impactado no aumento dos salários acima dos ganhos de produtividade desde 2005, segundo dados do IBGE. Os salários vêm crescendo cerca de 4,5% ao ano em termos reais, enquanto a produtividade cresce entre 1% e 2,5%, o que pressiona os custos e a competitividade das empresas.

### **Necessidade de investimentos**

O Brasil necessita de investimentos acima de 20% do PIB para crescer mais que 4% ao ano, mas a poupança doméstica raramente supera 18% do PIB, o que compromete sua capacidade de investimentos. O cenário, neste ponto, não é favorável:

- Segundo estimativa do Banco Santander – baseada em dados do BNDES, Anbima, IBGE e estudo CME–, os investimentos hoje representam 18% do PIB, totalizando R\$ 805 bilhões. Desse total, as três principais fontes de financiamentos são: recursos próprios (R\$ 310 bi), financiamentos bancários (R\$ 160 bi) e BNDES (155 bi). (gráfico 2.)
- Para atingir a necessária parcela de 20% de investimentos do PIB, o País precisa aumentar a taxa de poupança. No entanto, o cenário no curto prazo não é favorável. Mesmo vivendo o chamado bônus demográfico, que favorece o aumento da população ativa e, portanto, da taxa de poupança, o País não conseguiu chegar aos 20% de taxa de poupança. E os efeitos dessa demografia favorável estão chegando ao fim. Na década passada a população economicamente ativa crescia cerca de 2% ao ano; agora está crescendo cerca de 1%.
- Outro fator que impacta negativamente os investimentos são os gastos previdenciários. O gasto com pensão por morte no Brasil é de 3,5% do PIB, contra uma média mundial em torno de 1% do PIB. Já os gastos com benefícios previdenciários totalizam 12% do PIB, contra 4% em média, nos países de mesmo perfil etário.

## Gráfico 2 – Investimentos no Brasil



### Gargalo da infraestrutura

A infraestrutura, o grande gargalo do Brasil, sofre diretamente os efeitos da insuficiência de investimentos, deixando o País atrás mesmo de outros menos desenvolvidos.

- Segundo pesquisa do World Economic Forum, em uma amostra de 144 países, o Brasil é: 120º colocado em rodovias; 103º em ferrovias; 131º em portos; e 123º em aeroportos.
- Observa-se que, principalmente na atual gestão, o governo federal optou por priorizar os investimentos sociais, em detrimento dos investimentos em infraestrutura.
- O governo percebeu tardiamente que não teria eficiência nem recursos para realizar os investimentos em infraestrutura. Para as contas públicas não ficarem fora de controle, a gestão federal vem repassando esses investimentos ao setor privado, mas de forma ainda lenta.

### Impactos dos subsídios

A questão dos preços subsidiados tem gerado preocupação no mercado. Entre os economistas, é unânime a opinião de que os preços represados deveriam ser corrigidos, como no caso da energia elétrica e gasolina.

O governo teme um aumento da inflação no curto prazo e por isso está segurando

---

**COMITÊ DE MERCADO**  
reunião de 20 de março de 2014

---

5

os preços. Mas a medida é inócua, pois, por mais que os preços ainda não tenham subido, já há uma expectativa de inflação alta no mercado. Portanto, para efeito de política monetária, represar o aumento surte pouco efeito, pois o mercado já está precificando esse aumento.

Além disso, quando se reduzem artificialmente os preços, não se gera uma disciplina de consumo. Se o recurso é escasso, o preço deveria subir, para desestimular o consumo. Outros aspectos danosos dos subsídios são listados abaixo:

- transferência de renda da sociedade via sistema tributário;
- persistência de expectativas inflacionárias elevadas;
- ausência de disciplina ao consumo e de incentivos aos investimentos (no próprio setor e em outras fontes);
- impacto sobre os investimentos da Petrobras, que representam 10% do total de investimentos no País;
- piora das contas externas;
- Impacto fiscal não apenas em função dos desembolsos, mas também por menor recolhimento de impostos e prêmios de risco mais elevados.

### **Perspectivas no curto prazo**

Dado o atual cenário, as perspectivas macroeconômicas no curto prazo não são favoráveis.

### **Depreciação do câmbio parece cenário mais provável.**

Não há percepção de que existam condições de a inflação ficar abaixo de 6% nos próximos anos. O efeito é uma tendência de que ocorra um aperto monetário adicional. No entanto, parece pouco factível que o governo consiga realizar um superávit primário de 2% do PIB, conforme o prometido, sem pelo menos R\$ 50 bilhões de receitas extraordinárias. Portanto, é possível que ocorra um aumento da carga tributária em 2015.

As projeções do banco Santander dos principais indicadores macroeconômicos são apresentadas na tabela a seguir.



REAL  
ESTATE  
RESEARCH  
GROUP

NÚCLEO  
DEREAL  
ESTATE

ESCOLA POLITÉCNICA  
DA UNIVERSIDADE DE SÃO PAULO  
DEPARTAMENTO DE ENGENHARIA  
DE CONSTRUÇÃO CIVIL

---

**COMITÊ DE MERCADO**  
reunião de 20 de março de 2014

---

6

Projeções macroeconômicas		
Indicador	2014	2015
Câmbio ao final do ano para 1 USD	R\$ 2,55	R\$ 2,65
Alta da inflação (IPCA)	6,0%	5,5%
Aumento da taxa de juros (Selic)	11,0%	12,5%
Queda no crescimento (PIB)	1,7%	1,5%

Fonte: projeções Banco Santander.

### Pontos positivos

Cabe ponderar que, apesar do cenário desfavorável no curto prazo, em termos históricos a situação econômica brasileira ainda é bastante confortável.

- A dívida líquida do setor público está em 34% do PIB, um nível bastante baixo. É mais alto do que de outros emergentes, mas em termos históricos é baixo para o Brasil.
- O baixo nível de desemprego é favorável no que se refere às demandas sociais, dado que o País eliminou a demanda mais urgente de gerar renda para a população mais pobre – que está com melhor nível educacional e de consumo.
- A renda segue em crescimento e o ajuste no crescimento não será drástico, ou seja, sem recessão ou alta significativa do desemprego;
- Persistem oportunidades de longo prazo no mercado de crédito e consumo, devido ao bônus demográfico, distribuição de renda etc.;
- O crédito seguirá em expansão, principalmente no segmento imobiliário. A consolidação da classe C continuará a ter repercussões favoráveis para o mercado, mesmo que o ritmo de crescimento seja menor nos próximos anos.
- Historicamente um problema recorrente dos países da América Latina é sua incapacidade de gerar moeda estrangeira para pagar dívida. No caso do Brasil, a situação é diferente. As reservas são maiores que a dívida externa. E a maior parte do passivo externo líquido brasileiro é formada por investimentos, e não por dívida. A tabela abaixo resume os principais fundamentos no que se refere à solvência interna e externa da economia brasileira.

**COMITÊ DE MERCADO**  
reunião de 20 de março de 2014

7

Fundamentos ajustados	2003	2013
Reservas internacionais	US\$ 56 bi	US\$ 362 bi
Dívida externa	US\$ 235 bi	US\$ 308 bi
Dívida líquida do setor público	55% do PIB	34% do PIB
Desemprego	12,3%	5,4%

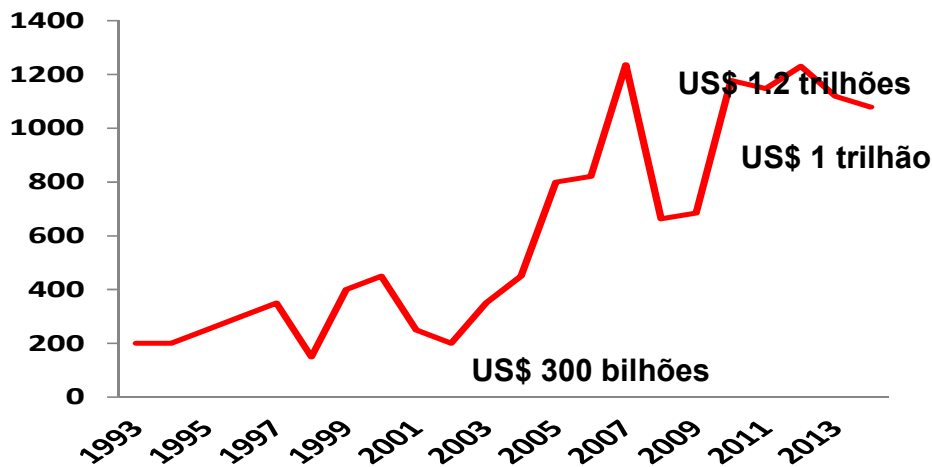
- Por fim, o cenário global, ao contrário do que tem sido veiculado em alguns meios, ainda segue favorável. As taxas de juros e liquidez global, se analisadas no longo prazo, continuam positivas (gráficos 3 e 4).

**Gráfico 3 – Taxa de juros do título de 10 anos do tesouro americano (% ao ano)**



Fonte: Bloomberg

**Gráfico 4 – Fluxos Líquidos de Capitais para Economias Emergentes (USD bilhões)**



Fonte: Institute of International Finance

### **Cenário político**

A expectativa é que depois das eleições, independentemente do candidato vencedor, ajustes econômicos sejam colocados em prática. É consenso de que os preços represados, especialmente do combustível e das tarifas de energia, precisarão ser corrigidos, o que deve impactar a inflação no curto prazo, pressionando aumento na taxa Selic, a seguir a política monetária vigente.

Por parte do governo atual, parece haver um esforço em adotar medidas macroeconômicas mais amigáveis ao mercado em um eventual segundo mandato.

### **Conclusões**

- A economia brasileira precisa mudar seu paradigma de crescimento, que nos últimos anos foi baseado principalmente na transferência de fatores. Nos próximos anos, o País precisa adotar uma forte agenda de competitividade, de forma que o crescimento esteja baseado em inovação, aumento da produtividade e novas tecnologias.
- O atual cenário implica desafios que resultarão em crescimento baixo no curto prazo. No entanto, os atuais fundamentos não apontam crise ou recessão.



**COMITÊ DE MERCADO**  
reunião de 20 de março de 2014

---

9

- A conjuntura é desafiadora em termos de crescimento no curto prazo, mas pode marcar uma inflexão favorável na política econômica.

**São membros do Comitê de Mercado do NRE-Poli:** Alessandro Olzon Vedrossi, Alex Kenya Abiko, Carlos Terepins, Cláudio Bruni, Claudio Tavares de Alencar, Daniel Citron, Eliane Monetti, Eric Cozza, Fernando Bontorim Amato, João da Rocha Lima Jr., José Roberto Machado, José Romeu Ferraz Neto, Marcelo Vespoli Takaoka, Mario Rocha Neto, Pedro Cortez, Roberto Aflalo Filho, Roberto Sampaio e Walter Luiz Teixeira,

**sendo esta Nota firmada por:** Alessandro Olzon Vedrossi, Alex Kenya Abiko, Carlos Terepins, Cláudio Bruni, Claudio Tavares de Alencar, Daniel Citron, Eliane Monetti, Eric Cozza, Fernando Bontorim Amato, João da Rocha Lima Jr., José Roberto Machado, José Romeu Ferraz Neto, Marcelo Vespoli Takaoka, Mario Rocha Neto, Pedro Cortez, Roberto Aflalo Filho, Roberto Sampaio e Walter Luiz Teixeira, na sessão secretariada por Gustavo Mendes, que se encarregou de consolidar, na redação desta nota, o tema tal como foi debatido.