

Quadro Econômico Continua Ruim, Mas Não Catastrófico.

Os indicadores recentes mostram que a economia brasileira continua em sua trajetória de lento crescimento, mas não há sinais de que se vá passar por momentos de estresse, pelo menos neste ano: as coisas estão preocupantes, mas não explosivas.

Uma das bases para essa conclusão mais geral vem da divulgação dos resultados do PIB para o primeiro trimestre, que revelou aspectos até certo ponto inesperados, ao lado de outros nem tanto. Começando com os últimos, o destaque é o crescimento do PIB que, na série dessazonalizada, ficou em modestos 0,2% frente ao último trimestre de 2013 — a rigor, 0,165%. Essa taxa corresponde a menos da metade da taxa trimestral média do triênio 2011-13, que já foi bem baixa (0,44% por trimestre).

Outro resultado que não causou surpresa foi a redução da formação bruta de capital fixo, já antecipada por diversos analistas: a taxa de variação cravou – 2,1% no trimestre. Essa foi a terceira taxa negativa consecutiva (– 2,0% e – 1,2% nos dois trimestres imediatamente anteriores), indicando expectativas crescentemente pessimistas para o aumento do PIB futuro — além de representar estímulo praticamente nulo à demanda (negativo, na verdade).

O consumo da APU é outro resultado que não destoou do esperado, pois manteve crescimento semelhante ao observado nos três trimestres anteriores: 0,7%, ante taxas de 0,8 e 0,9% desde o segundo trimestre de 2013.

Do lado da oferta, igualmente, poucos resultados do primeiro trimestre surpreenderam os analistas: crescimento de 3,6% da agropecuária e queda de 0,8% da indústria, neste caso puxada pelas indústrias de transformação (– 0,8%) e construção (– 2,3%), aprofundando a sequência de taxas negativas que vem desde o terceiro trimestre do ano passado. Tudo isso, já antevisto — e com implicações em relação à nossa revisão para a projeção do PIB deste ano.

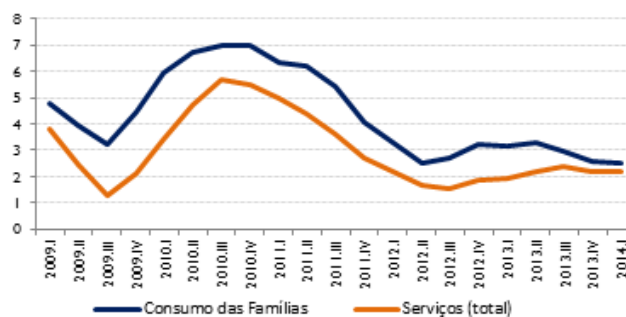
Mas o esperado termina aí, pois a maior parte dos demais resultados revelou surpresas, para não dizer indicativos de pessimismo. Uma relação deles inclui, com destaque, a queda no consumo das famílias — embora modesta, de – 0,1% —, variável que vinha sendo um dos sustentáculos do crescimento da demanda devido ao seu peso no PIB: 65% no primeiro trimestre deste ano. De passagem, note-se que quedas no consumo das famílias são muito raras na série estatística: do começo de 2004 ao final de 2013 (40 trimestres, portanto), isso só ocorreu três vezes.

Outra surpresa veio da taxa de poupança doméstica, que vem diminuindo desde o final de 2011, mas que chegou no primeiro trimestre deste ano a meros 12,7% do PIB. Esse nível gerou necessidades líquidas de financiamento da ordem de 5,5% do PIB na métrica das Contas Nacionais trimestrais. E um déficit em conta corrente do balanço de pagamentos de pouco mais de 4% do PIB, necessário para financiar uma taxa de formação bruta de capital fixo de 17,7%.

O setor serviços, da mesma forma, também se destacou pelo crescimento bastante lento no primeiro trimestre: 0,4% em relação ao quarto trimestre do ano passado. Um dos principais sustentáculos do nível de atividade pelo lado da oferta, esse setor só apresentou uma única taxa negativa nos últimos dez anos: no último trimestre de 2008, ano da crise. Não por coincidência, o consumo das famílias caiu 2,0% naquele mesmo trimestre. Em particular, o Gráfico seguinte registra a forte semelhança de comportamento dos serviços, pelo lado da oferta, com o do consumo das famílias (demanda).

Nota-se claramente do Gráfico 1 a acomodação das taxas de crescimento anual dos serviços, tendendo para 2% a.a., e a progressiva aproximação das taxas reveladas pelas duas curvas — que, do ponto de vista da oferta, se deve, fundamentalmente, ao desempenho pouco favorável da indústria desde meados de 2010, tornando o desempenho dos serviços cada vez mais predominante para o do total da atividade. Essa acomodação e a inércia no desempenho do consumo (e dos serviços) sugere moderação no crescimento do PIB à frente. Mas não estagnação.

Gráfico 1: Taxas de Crescimento Acumuladas em Quatro Trimestres (em relação ao mesmo período do ano anterior, consumo das famílias e serviços, 2009.I a 2014.I (%))



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

Assim, apesar das perspectivas mornas, a economia não está parada. Mas com uma importante qualificação, pois o desempenho do nível de atividade neste ano será certamente mais lento do que ano passado: a previsão do IBRE para a alta do PIB, aliás, diminuiu para 1,6% em 2014, contra 1,8% na última divulgação deste Boletim. Graças, especialmente, ao desempenho dos serviços e da indústria.

Do lado da demanda, a base ainda será o consumo, das famílias e do governo, e, secundariamente, das exportações líquidas. Neste caso, mais pela diminuição das importações do que pelo aumento das exportações de bens e serviços não fatores. De passagem, registre-se que desde 2009 as exportações líquidas não contribuem positivamente para o crescimento.

Finalmente, do ponto de vista da previsão de crescimento por trimestres, espera-se uma aceleração ao longo do ano, com a maior taxa trimestral ocorrendo no último trimestre deste ano.

Dito isso, uma seleção dos demais destaques desta edição inclui os seguintes:

- A esperada, mas não desejada contração da atividade industrial deste ano deve-se à forte queda da indústria de transformação e da construção civil, apesar da recuperação da indústria extrativa e da produção de eletricidade. Com isso, a indústria deverá ficar praticamente estagnada em relação a 2013 (queda de 0,1%). A agropecuária crescerá, segundo nossa previsão, 3,5%; os serviços, 1,8%. Com essas estimativas chega-se à taxa projetada de crescimento de 1,6% para o PIB. ([Seção 1](#))
- No que diz respeito às expectativas, a queda da confiança empresarial em maio deste ano foi a mais intensa desde novembro de 2008. Entre os consumidores, o tombo foi o segundo maior desde aquela data. Como os índices de confiança já vinham recuando desde 2013, eles estão agora em níveis muito baixos, próximos dos observados em períodos recessivos recentes. A comparação com fases de contração cíclica, no entanto, deve ser feita com cautela, já que uma parcela do elevado pessimismo dos dois últimos meses pode estar associada a fatores pontuais relacionados à Copa do Mundo, como a preocupação com greves, manifestações e com os feriados previstos para junho e julho. ([Seção 2](#))
- A real situação do mercado de trabalho é um tema que se presta a especulações devido às mensagens aparentemente divergentes reveladas pelas principais pesquisas relacionadas ao mundo do trabalho. A taxa de desemprego da Pesquisa Mensal de Emprego (PME), por exemplo, registrou o menor resultado da série histórica para abril: 4,9% (nossa previsão para maio é de 5%). No entanto, os dados do cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED) revelaram a menor geração de empregos formais desde 1999, resultado aparentemente conflitante com os dados da PME. Nosso analista documenta nesta edição do Boletim que o baixo desemprego da PME esconde um mercado de trabalho não tão positivo. ([Seção 3](#))
- O *front* inflacionário continua a inspirar cuidados, com aumento da taxa acumulada em doze meses de abril para maio do IPCA (6,28% para 6,37%). Uma das raízes da incerteza quanto ao desempenho futuro da inflação está nos preços administrados e na forma como será feita sua correção ao longo do tempo. Na posição defendida por nosso analista, o gradualismo, defendido por alguns dos formuladores de política econômica, dificilmente deixará de se sujeitar às alternâncias da conjuntura. Em outras palavras, reforçará a inércia inflacionária. Um choque corretivo desconectado de um esforço fiscal consistente também poderá ser um tiro pela culatra, lançando a inflação para além do teto da meta. ([Seção 4](#))

- A seção dedicada à política monetária destaca que novos sinais de enfraquecimento da economia não puseram fim à crença de muitos na necessidade de um choque de taxa de juro para trazer a inflação para a meta de 4,5%. Por certo, ninguém pensa nessa possibilidade como algo provável antes das eleições. A discussão tem a ver, portanto, com o que poderá acontecer após esse pleito. A análise dessa seção faz interessantes comparações com o episódio inflacionário de 2003, para concluir que o fenômeno daquela época é bem diferente do atual. Lá, tivemos apenas um surto inflacionário provocado por expectativas adversas. No presente, a inflação tem raízes mais profundas. Justamente por isso tem que ser grande a preocupação de que o ajustamento seja feito com o menor custo social possível. ([Seção 5](#))
- Nossa seção de análise da política fiscal tem o sugestivo título de “O resgate do soldado fiscal” para destacar o fato de que o resultado fiscal de abril (R\$ 16,9 bilhões) contribuiu para elevar o superávit primário consolidado em 12 meses à meta de 1,9% do PIB. A despeito de o bom resultado estar ancorado no adiamento de despesas para o segundo semestre, alguns fatores do lado das receitas, como maiores dividendos e reabertura do REFIS, podem levar o resultado fiscal do ano para 1,7% do PIB. ([Seção 6](#))
- A análise do setor externo destaca que a balança comercial registrou superávit pelo terceiro mês consecutivo, fazendo com que o déficit acumulado no ano até maio caísse de US\$ 6,1 bilhões para US\$ 4,9 bilhões entre 2013 e 2014. Como indicado na edição anterior deste Boletim, projeções de superávit para 2014 inferiores ao de 2013, ou mesmo de déficit, pressupõem que o alívio da conta petróleo não irá compensar o pior desempenho das exportações dos demais produtos. Da mesma forma, o déficit em conta corrente no primeiro quadrimestre ficou em 4,65% do PIB, semelhante aos 4,55% do PIB do mesmo período em 2013. Já o resultado final do balanço de pagamentos em abril foi melhor que o de igual período de 2013: as reservas aumentaram US\$ 441 milhões naquele mês no ano passado, e US\$ 1,7 bilhões em 2014. Como salientado diversas vezes, não há risco de crise cambial à vista. ([Seção 7](#))
- Nosso panorama internacional parte de recente análise do FMI sobre o comportamento dos juros internacionais nas últimas décadas. A evidência apresentada mostra queda sistemática dos juros reais médios calculados para uma amostra de quase 20 países, de 1980 para cá, tanto no que se refere a juros curtos quanto a juros longos. O estudo revela que cada vez mais os juros internacionais têm sido determinados por fatores comuns aos diferentes países. E têm cada vez menos a ver com diferenciais de prêmios de risco de natureza doméstica. De fato, aparentemente devido ao crescente grau de integração financeira mundial, caiu substancialmente o desvio padrão observado entre as taxas de juro dos diferentes países. ([Seção 8](#))

- Nosso analista convidado discorre, nesta edição, sobre aspectos da evolução da dívida pública do governo geral e o Banco Central. Em particular, traz argumentos para esclarecer qual a definição de dívida pública relevante para a estabilidade fiscal, pois existem duas alternativas, a dívida bruta e a dívida líquida, que, por sua vez, são geralmente calculadas com base na metodologia do FMI. ([Seção 9](#))
- A seção Em Foco, por fim, de autoria de Silvia Matos e Vinicius Botelho, apresenta e discute os resultados de projeções feitas a partir do uso do modelo macroeconômico desenvolvido no âmbito do IBRE. ([Seção 10](#))

Boa leitura!

Regis Bonelli, Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos

1. Atividade Econômica

As projeções da Tabela 1 são de que, sob a perspectiva da oferta, esse crescimento resulta de uma expansão substancial da agropecuária e, em menor medida, do setor de serviços. A contração esperada da atividade industrial, por sua vez, inclui um cenário com forte queda da indústria de transformação e da construção civil, ao lado de recuperação da indústria extrativa e do crescimento ainda expressivo da produção de eletricidade. A clara deterioração da dinâmica industrial desde o início deste ano é o que nos levou a revisar a projeção do crescimento do PIB em 2014 de 1,8% para 1,6%.

Com a divulgação do PIB do primeiro trimestre e da produção industrial de abril, revisamos o crescimento da economia em 2014: de 1,8% para 1,6%

Ao longo do ano haverá desaceleração da produção de energia, após substancial crescimento observado no primeiro trimestre. Já quanto à indústria extrativa, a expectativa é de que cresça mais robustamente no segundo trimestre deste ano, para então retornar à estagnação observada nos últimos anos. Essa visão é reforçada pelos dados dessazonalizados de produção de petróleo da ANP, que indicam crescimento moderado: estabilidade em abril, após expansão de 1,1% em fevereiro e de 1,6% em março. Portanto, os dados ainda não confirmam a leitura de uma vigorosa recuperação na produção dessa atividade; e a dificuldade do setor em retomar seu ritmo de produção compromete não só o crescimento da indústria como o desempenho das exportações.

Contudo, pode haver supresa positiva na indústria extrativa, caso o crescimento na produção de petróleo na região do pré-sal se acelere. De acordo com nossas simulações, a manutenção do aumento da produção do pré-sal no ritmo observado nos últimos seis meses e a continuidade da depleção observada nas outras regiões são compatíveis com expansão de 1,4% da indústria extrativa em 2014. Porém, mantidos esses parâmetros em 2015, as perspectivas de crescimento são muito mais favoráveis (a expansão dessa atividade pode chegar a 5,0%).

Ao longo do ano, a atividade econômica deve seguir ritmo moderado até o final do terceiro trimestre. Como se pode inferir das projeções da Tabela 2, os próximos trimestres deverão apresentar taxas de crescimento por volta de 0,5%, com destaque para o quarto trimestre, em que o crescimento deve ser de 0,8%.

Tabela 1: Crescimento do PIB em 2014

Atividades	2014/2013
PIB	1,60%
Agropecuária	3,50%
Indústria	-0,10%
Indústria extrativa	1,40%
Indústria de transformação	-0,50%
Construção civil	-1,30%
Produção de eletricidade	2,90%
Serviços	1,80%

Fonte: IBGE e IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

Tabela 2: Crescimento do PIB em 2014

Trimestre	1T2014	2T2014	3T2014	4T2014
Crescimento	0,2%	0,5%	0,4%	0,8%

Fonte: IBGE e IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

Apesar da contribuição positiva do setor externo para o crescimento deste ano, nossa projeção para as exportações e importações é compatível com a manutenção do déficit em transações correntes em 3,6% do PIB (o mesmo nível do final do ano passado). Nota-se uma desaceleração substancial do consumo das famílias, que é a contrapartida da perda de ritmo do comércio e da indústria de transformação. Essa desaceleração da absorção interna é, juntamente com a contração na formação bruta de capital, a causa do recuo esperado nas importações.

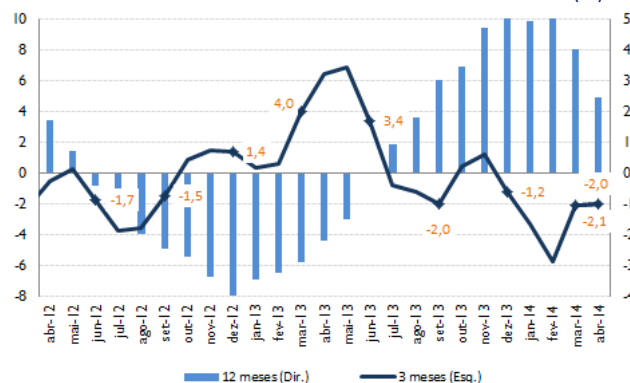
Corroborando o cenário de formação bruta de capital em retração, a média móvel trimestral do IMI, exibida no Gráfico 2, aponta para uma contração de 2,0% nos investimentos na comparação de fevereiro a abril com os três meses imediatamente anteriores. De acordo com o indicador, o volume de investimentos atingiu seu vale em fevereiro, quando a média móvel trimestral chegou a apontar contração de 5,8%. A taxa de poupança, que está diminuindo desde o final de 2011, terminará o ano em 13,8%, segundo nossas projeções, e a formação bruta de capital fixo deve fechar 2014 em 17,8% do PIB (ante 18,2% em 2013).

Tabela 3: Crescimento do PIB pela Demanda em 2014

Atividades	2014/2013	2013/2012
Consumo das famílias	1,7%	2,6%
Consumo do governo	2,5%	2,0%
Investimento	-2,0%	5,2%
Exportação	0,2%	2,5%
Importação	-1,3%	8,3%

Fonte: IBGE e IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 2: Indicador Mensal do Investimento – IMI* (%)



* Percentuais de crescimento em relação ao trimestre anterior (eixo da esquerda) e acumulados em 12 meses em relação aos 12 meses anteriores (eixo da direita), médias móveis com ajuste sazonal.

Fontes: IBGE e IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

Silvia Matos e Vinícius Botelho

2. Expectativas de Empresários e Consumidores¹

A queda da confiança empresarial em maio passado foi a mais intensa desde novembro de 2008. Entre os consumidores, o tombo foi o segundo maior desde a mesma data, ápice da crise internacional. Como os índices de confiança já vinham recuando desde 2013, estão agora em níveis muito baixos, próximos dos observados em períodos recessivos recentes. A comparação com fases de contração cíclica, no entanto, deve ser realizada com cautela já que uma parcela do pessimismo excessivo dos dois últimos meses parece estar associada a fatores pontuais relacionados à Copa do Mundo, como a preocupação com greves, manifestações e com os feriados previstos para junho e julho.

¹ O autor agradece a colaboração de Rodolpho Guedon Tobler e Silvio Sales.

O ponto indiscutível é que o recuo dos índices também reflete o desapontamento de empresários e consumidores com o desempenho da economia no primeiro semestre. A persistência desta tendência de enfraquecimento do nível de atividade em abril e maio, conforme sinalizada pelos indicadores de confiança, acende uma luz amarela em relação ao desempenho da economia no segundo e terceiro trimestres. O Gráfico 3 mostra que o único descolamento significativo entre as tendências do Índice de Confiança Empresarial* (ICE) e do PIB ocorreu no segundo trimestre do ano passado, quando o ICE sinalizara uma desaceleração que só ocorreria no trimestre seguinte, levando o PIB a entrar pela primeira vez no terreno negativo desde a crise de 2008-2009.

A queda da confiança em maio foi bastante disseminada, atingindo 78% de 72 segmentos empresariais, o maior percentual desde novembro de 2008² (91%). Outro ponto desanimador para as perspectivas de curtíssimo prazo da

economia é a constatação de que as expectativas empresariais estão hoje em pior estado que as avaliações relacionadas à situação atual dos negócios. Os indicadores de difusão e de expectativas costumam antecipar a recuperação dos índices de confiança e do nível de atividade econômica. Há, portanto, pouca chance de mudança desse cenário até meados de julho. A partir daí, tudo mais constante, é possível que o gradual aumento do número de dias úteis e a normalização das atividades colaborem para uma aceleração, ainda que gradual e modesta, do ritmo na atividade econômica ao longo do terceiro trimestre.

Embora generalizada, a diminuição da confiança variou em *timing* e intensidade nos diferentes segmentos econômicos ao longo do primeiro semestre. Os mais afetados têm sido os

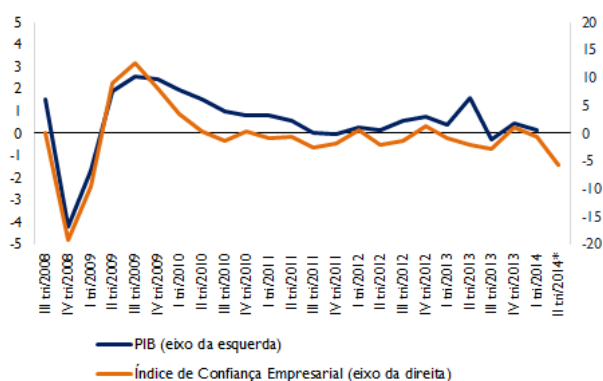
Tabela 4: Nível dos Índices de Confiança Atual e nas Últimas Recessões
(em pontos)

Nível Médio nas Últimas Recessões Datadas pelo CODACE				
início	final	Indústria	Serviços	Consumidor
jan/01	set/01	94,5	-	-
nov/02	jun/03	94,5	-	-
ago/08	jan/09	92,7	111,5	99,8
Nível atual				
abr/14		95,6	113,3	106,3
mai/14		90,7	106,8	102,8

Fonte e Elaboração IBRE/FGV.

Gráfico 3: Índice de Confiança Empresarial* e do PIB

(variação % de trim. sobre trim. imediatamente anterior, com ajuste sazonal)



* Indicador experimental construído pela agregação, por pesos econômicos, dos índices de confiança dos setores Indústria, Serviços, Comércio e Construção, previamente ajustados sazonalmente. Para o mês de junho de 2014, ainda não disponível, foi projetada estabilidade do ICE em relação a maio.

Fontes: IBRE/FGV e IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

² De 2010 para trás não existiam as sondagens de Comércio e Construção. Neste período foram usados no exercício 45 segmentos de Serviços e Indústria.

dependentes de juros e crédito, ou da própria confiança, caso dos produtores e revendedores de bens duráveis ou de bens de capital. Os mais resilientes continuam sendo os produtores e revendedores de não duráveis, principalmente alimentos e bebidas.

No caso do consumidor, a queda recente da confiança é qualitativamente preocupante. Como maiores fontes de preocupação, além da inflação e do ambiente econômico geral, entraram no radar os riscos de piora do mercado de trabalho e das finanças domésticas, ambos potenciais agentes redutores do consumo das famílias.

A forte queda da confiança em abril e maio sinaliza o aprofundamento da fase de desaceleração da economia iniciada no ano passado. Patamares tão baixos de confiança empresarial, por exemplo, limitam contratações e investimentos produtivos, podendo continuar a agir como elemento redutor de crescimento econômico até mesmo durante parte do período de retomada, caso continuem relativamente depreciados.

Aloísio Campelo Jr.

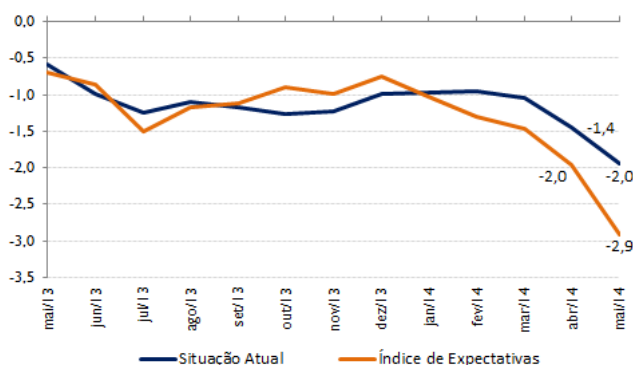
3. Mercado de Trabalho

Afinal, qual o Estado Atual do Mercado de Trabalho no Brasil?

A pergunta em epígrafe é relevante já que, em um mesmo mês, observamos sinais aparentemente contraditórios emitidos pelos indicadores de desempenho do mercado de trabalho. A taxa de desemprego da Pesquisa Mensal de Emprego (PME), por exemplo, registrou o menor resultado da série histórica para abril, de 4,9% (nossa previsão para maio é de 5%). No entanto, os dados do cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED) revelaram menor geração de empregos formais desde 1999, resultado aparentemente conflitante com os dados da PME. Estamos bem, como mostra a baixa taxa de desemprego da PME, ou mal, como indica o CAGED?

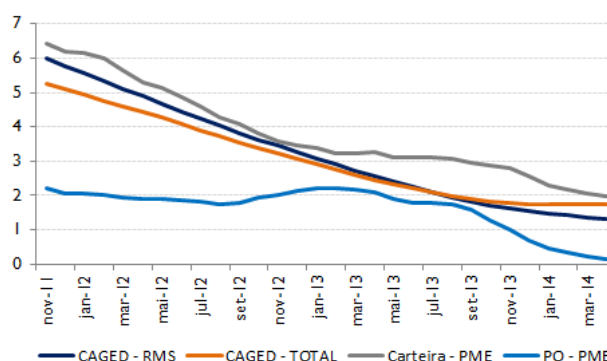
Gráfico 4: Índices da Situação Atual e de Expectativas

(desvios-padrão em relação dos últimos cinco anos, com ajuste sazonal)



Fonte e Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 5: Variação nos Postos de Trabalho (AsA, %)



Fontes: CAGED/MT e IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

Na verdade, o baixo desemprego da PME esconde um mercado de trabalho não tão positivo. O Gráfico 5 mostra a forte queda na geração de empregos da PME, que registrou, no acumulado em 12 meses, crescimento de somente 0,2% em abril de 2014 ante 1,6% em setembro de 2013. Ao mesmo tempo, observa-se que o crescimento da geração de empregos com carteira permanece em 1,3% (regiões metropolitanas) e 1,7% (Brasil) no CAGED e de 2% na PME. Ou seja, apesar de as vagas formais ainda crescerem, a dinâmica do mercado de trabalho não é tão positiva como antes, nem no CAGED, nem na PME.

A divulgação da PNAD Contínua ajuda a explicar melhor a situação do mercado de trabalho nacional. Os dados da nova pesquisa mostram que a taxa de crescimento do pessoal ocupado (PO) no Brasil é superior ao observado na PME e que a desaceleração parece ser um fenômeno metropolitano.

A Tabela 5 indica que, com base nos dados nacionais da Pnad, observa-se resistência do mercado de trabalho doméstico, com forte recuperação no primeiro trimestre de 2014. Já os dados da região Sudeste, na comparação com os resultados da PME, revelam uma desaceleração forte. Mas a freada é bem inferior à apresentada na PME e, em particular, nas regiões metropolitanas do Sudeste. Enquanto a PME mostra retração na comparação de trimestre contra trimestre do ano anterior (-0,8% e -0,1%), a PNAD indica uma expansão de 0,8% ao ano. Fraca quando comparada ao ritmo anterior, mas, ainda assim, significativa.

Tabela 5: Taxas de Crescimento da PO (%)

	2013				2014
	1º trimestre	2º trimestre	3º Trimestre	4º Trimestre	1º Trimestre
PO - PNAD contínua	1,6	1,1	1,2	1,7	2,0
PO - PNAD contínua SE	-	1,5	1,2	0,8	0,8
PO - PME	1,9	0,5	0,9	-0,5	0,0
PO - PME - SE	1,9	0,0	0,6	-0,8	-0,1
12 Meses					
	4º Trimestre 2013			1º Trimestre 2014	
PO - PNAD contínua	1,4			1,5	
PO - PNAD contínua SE	1,4			1,1	
PO - PME	0,7			0,2	
PO - PME - SE	0,4			-0,1	

Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

Na comparação de ano contra ano (acumulado em 12 meses) a partir do 4º trimestre de 2013, os resultados são bastante distintos. O mercado de trabalho nacional de acordo com a Pnad Contínua permanece aquecido, apesar da desaceleração no Sudeste, e o ritmo é bem superior àquele observado na PME. Um indicativo de que a “fraqueza” na geração de emprego deve se encontrar nas regiões metropolitanas.

Outro dado que chama a atenção é o aumento do desalento observado na PME. Os dados da PNAD Contínua não corroboram esse fato (Tabela 6). O crescimento da PEA na PNAD Contínua fechou 2014 em 1,2% ao ano tanto no Brasil quanto na região Sudeste, ante expansão de somente 0,6% na PME e de 0,1% na PME restrita ao Sudeste. Os dados da Pnad Contínua mostram, no entanto, uma forte redução do crescimento da força de trabalho no Sudeste a partir do 4º trimestre de 2014.

Portanto, os dados da PME, em conjunto com os do CAGED e da PNAD Contínua, indicam um mercado de trabalho ainda bastante aquecido no país, mas com sinais de resfriamento nas regiões metropolitanas da PME, como se observa no menor crescimento da PO e da PEA na região Sudeste. A desaceleração no Sudeste revelada pela Pnad Contínua é uma tendência em linha com o observado na PME,

principalmente quanto à redução no crescimento da PEA. No entanto, o crescimento da PO de 0,8% (na Pnad Contínua) na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, e a expansão acumulada em 12 meses de 1,1%, indicam que, mesmo nessa região, o desemprego deve permanecer baixo ao longo de 2014. É difícil esperar uma desaceleração da renda do trabalho com um mercado de trabalho tão positivo.

Tabela 6: Taxas de Crescimento da PEA (%)

	2013				2014
	1º trimestre	2º trimestre	3º Trimestre	4º Trimestre	1º Trimestre
PEA - PNAD	1,6	1,0	1,1	1,0	1,0
PEA - PNAD	1,7	1,3	1,3	0,3	0,1
PEA - PME	1,6	0,5	1,0	-0,8	-0,6
PEA - PME -	1,6	-0,1	0,4	-1,3	-1,1
12 Meses					
	4º Trimestre 2013		1º Trimestre 2014		
PEA - PNAD contínua	1,2		1,0		
PEA - PNAD contínua SE	1,2		0,8		
PEA - PME	0,6		0,0		
PEA - PME - SE	0,1		-0,5		

Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

Rodrigo Leandro de Moura e Fernando de Holanda Barbosa Filho

4. Inflação

Inércia Inflacionária em Dois Tempos

No período que antecedeu a Copa do Mundo de 1950, as taxas de inflação no Brasil estavam caprichosamente dentro de um intervalo estreito, embora acima da média internacional: em 1949 o IGP elevou-se 12,30%; em 1950, 12,41%. Regularidade quase tão estrita, ainda que o percentual seja menor, pode ser notada às vésperas da segunda edição do certame em território nacional. Nos 12 meses até maio de 2014, o IPCA acumulou aumento de 6,37%. Até maio de 2013, a alta foi de 6,50%. As duas sequências sublinham uma característica que há tempos distingue a inflação brasileira: a inércia.

A questão está de novo na ordem do dia, agora que os efeitos do choque agrícola foram praticamente dissipados. No IPCA de maio, que acusou alta de 0,46%, o subgrupo alimentação no domicílio avançou 0,41%, taxa seis vezes menor do que a registrada em março deste ano, quando o impacto da estiagem estava no pico. No IPA-DI de maio, a queda de 2,46% nos preços de produtos agrícolas alcançou tanto as matérias-primas quanto os *in natura*. Isso significa que a alimentação no varejo vai prosseguir em desaceleração, devendo fazer incursões no terreno negativo, ainda que menores que as de 2013.

Se a alimentação volta para a zona de conforto, não se pode afirmar o mesmo dos serviços livres, que continuam nas imediações dos 9% a despeito da queda de mais de 20% das passagens aéreas. A oferta cada vez mais escassa de mão de obra pressiona os rendimentos do trabalho, cuja alta tem nortado a inflação de serviços. É neste segmento um tanto heterogêneo de atividades

econômicas que se manifesta com toda a nitidez a inércia inflacionária, expressa na elevada correlação entre a variação dos preços no presente e a medida no período anterior. Nos 12 meses encerrados em maio de 2013, a inflação de serviços livres era de 8,51%, pouco diferindo do ritmo de alta de 8,70%, ocorrido em igual intervalo terminado em maio de 2014. Um dos problemas trazidos pela inércia é que ela ciclicamente ressuscita uma teoria já diversas vezes desmentida pelos fatos: a de que é possível estabilizar a inflação independentemente de seu valor.

Também se comportam como fonte de inércia os preços que se enquadram na categoria administrados, pois são em grande parte movidos a contratos indexados. Uma interpretação flexível da palavra administrados, todavia, tem permitido que este grupo mostre uma taxa de inflação bem inferior à dos serviços livres. Essa margem de manobra, no entanto, começa a se estreitar. Este ano, os preços administrados devem subir 5,8%, em contraste com a taxa de 1,5%, registrada em 2013. Um bom exemplo da perda de graus de liberdade da política de administração de preços é a sucessão de revisões da estimativa de alta da tarifa residencial de energia elétrica em 2014. Na ata da primeira reunião do COPOM deste ano, publicada na internet em 23 de janeiro, a autoridade monetária projetava elevação de 7,5%. Quatro meses e meio depois, o aumento já havia sido revisto para 11,5%.

A principal incerteza que cerca os preços administrados é a forma com que se fará a correção das defasagens acumuladas nos últimos anos. O gradualismo, defendido por alguns dos formuladores da política econômica em curso, dificilmente deixará de se sujeitar às alternâncias da conjuntura. Em outras palavras, reforçará a inércia inflacionária. Um choque corretivo desarticulado de um esforço fiscal consistente também poderá ser um tiro pela culatra, lançando a inflação para além do teto da meta. Por tudo o que se disse, não será surpresa se a alta de preços de 2015, o ano seguinte ao da Copa do Mundo, se parecer com a de 2014. Se a argumentação econômica não for suficiente, vale recorrer ao terreno das coincidências, que tanto excitam a imaginação futebolística: o IGP de 1951 foi de 12,34%.

Salomão Quadros e André Braz

5. Política Monetária

A Hipótese de um Choque de Taxa de Juro

Novos sinais de enfraquecimento da economia não puseram fim à crença de muitos na necessidade de um choque de taxa de juro para trazer a inflação para a meta de 4,5%. Por certo, ninguém pensa nessa possibilidade como algo viável antes das eleições. A discussão tem a ver, portanto, com o que poderá acontecer após o pleito eleitoral.

Pode-se falar em choque de juro quando o Banco Central decide levar a taxa básica para bem acima (300 pontos, por exemplo) da faixa neutra, seja por meio de poucos mas expressivos movimentos (de 100 pontos ou mais), seja por meio de uma longa sequência de aumentos relativamente modestos. Seria esta uma boa estratégia para 2015? A nosso ver, não, pelas seguintes razões.

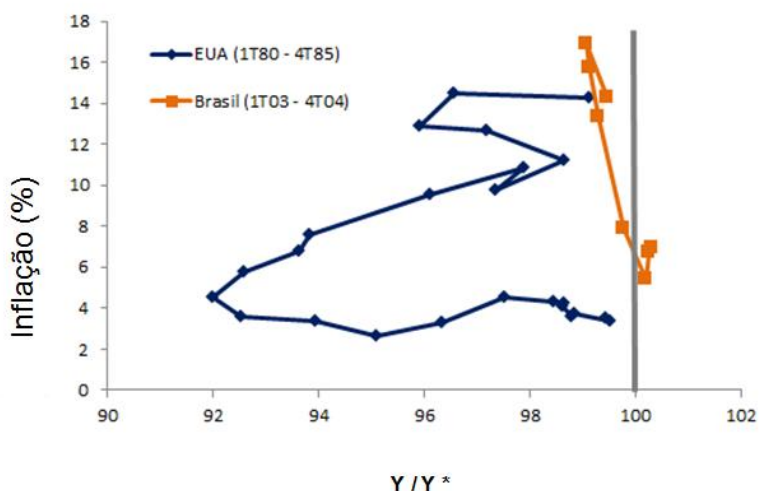
De pronto é preciso lembrar que boa parte da inflação elevada se explica pelo comportamento dos preços dos serviços, pressionados por um mercado de trabalho apertado, situação que, em essência, decorre de fenômeno de natureza demográfica. Para reduzir substancialmente a inflação de serviços seria preciso promover forte aumento da taxa de desemprego, algo desaconselhável numa época em que a confiança de empresários e consumidores se encontra em patamar tão deprimido e a economia fragilizada.

Deixar para mais tarde o combate frontal ao “núcleo” da inflação não significa ser leniente com a alta de preços. Pelo contrário. O quadro atual exige que se ponha em curso uma estratégia firme de combate à inflação. Nesse sentido, o primeiro passo seria buscar o resgate da confiança do público na política econômica, deixando-se claro, ao mesmo tempo, que o combate à inflação não é tarefa exclusiva do Banco Central.

Por certo, não são poucas as medidas de baixo custo com potencial de contribuir significativamente para a tão necessária reversão das expectativas. Anúncios relacionados com o fim da contabilidade criativa, a autonomia operacional do Banco Central, a redução do papel dos bancos públicos e a correção de preços artificialmente comprimidos são exemplos naquele sentido. Complementado por ações firmes nos campos monetário e fiscal, esse conjunto de decisões traria bons resultados, sem necessidade de se promover alta expressiva do desemprego.

A experiência mostra que o combate à inflação não necessariamente acarreta custos elevados para a sociedade. O Gráfico 6 mostra dois episódios em que a inflação foi reduzida de cerca de 14,0% ao ano para algo próximo de 5,0%. No primeiro caso, ilustrativo do que ocorreu nos Estados Unidos no início dos anos 80, a sociedade pagou um preço alto para derrubar a inflação. Pode-se argumentar que valeu a pena, mas o custo foi alto de qualquer forma. O

Gráfico 6: Custo do Ajustamento – Análise Comparada de Dois Episódios*



* inflação trimestral = média dos índices do trimestre / média dos índices do trimestre do ano anterior; inflação EUA = CPI; Brasil = IPCA.
Fontes: CBO; BLS; IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

segundo episódio refere-se ao combate à inflação no Brasil em 2003. Como é possível constatar, o ritmo de crescimento dos preços caiu expressivamente sem que fosse preciso produzir hiato negativo de produto. De fato, a relação entre produto observado e produto potencial (indicada no eixo horizontal) permaneceu bem próxima do equilíbrio durante todo o período.

Sem dúvida, o fenômeno de 2002/03 é bem diferente do atual. Naquela época tivemos apenas um surto inflacionário, provocado por expectativas adversas. No momento, a inflação tem raízes mais profundas. Justamente por isso tem que ser grande a preocupação em fazer o ajustamento ao menor custo social possível. É o que devemos esperar, na hipótese de haver mudança da política econômica em 2015.

José Júlio Senna

6. Política Fiscal

O Resgate do Soldado Fiscal: Superávit Primário pode ir a 1,7% do PIB

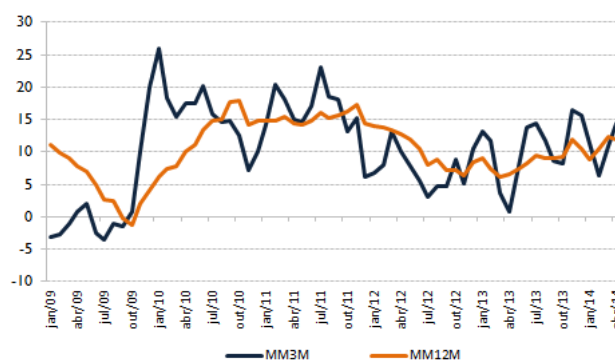
O resultado fiscal de abril, de R\$ 16,9 bilhões, contribuiu para elevar o superávit primário consolidado em 12 meses à meta de 1,9% do PIB. A despeito do bom resultado estar ancorado no adiamento de despesas para o segundo semestre, alguns fatores sob a ótica das receitas, como maiores dividendos e reabertura do REFIS, podem levar o resultado fiscal do ano para 1,7% do PIB.

Nos primeiros quatro meses de 2014, o setor público consolidado entregou 43,2% da meta fiscal do ano, ou R\$ 42,5 bilhões, com destaque para os entes subnacionais, que registraram R\$ 14,5 do total de R\$18,2 bilhões para sua meta fiscal. No governo central, o resultado é sustentado por R\$ 7,2 bilhões a mais de receitas com dividendos, postergação do pagamento de sentenças judiciais e precatórios³ do primeiro quadrimestre para o final do ano e menores subsídios ao setor elétrico.

Do ponto de vista da receita líquida, descontados os efeitos dos REFIS, há uma acomodação da tendência de crescimento em torno do patamar de 8% a 10% em termos nominais, conforme o Gráfico 7. Sua decomposição em impostos, contribuições e receita previdenciária revela estabilidade – mesmo das taxas na margem – com pequeno viés de baixa ao longo dos próximos meses (Gráficos A.1, A.2 e A.3 em anexo). A consecução da meta fiscal não deverá contar com o bom desempenho da arrecadação recorrente.

Nesse sentido, o desempenho fiscal continuará a se apoiar em receitas não recorrentes, como concessões e REFIS, e maiores remessas de dividendos. Em relação à última edição do nosso cenário fiscal, há dois vetores de mudanças: o primeiro ligado à expectativa de maiores dividendos, de R\$25 bilhões (ante R\$ 21 bilhões anteriormente), e de uma receita adicional

Gráfico 7: Dinâmica de Crescimento da Receita Líquida ex-REFIS
(taxas em 12 e 3 meses em relação a igual período do ano anterior)



Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração: IBRE/FGV.

³ O volume de gastos com sentenças judiciais e precatórios previdenciários e trabalhistas é significativo na esfera federal. No início dos anos 2000, essa despesa era inferior a R\$5 bilhões por ano e atualmente remonta a aproximadamente R\$15 bilhões.

equivalente a R\$10 bilhões decorrente da reabertura do REFIS; e o segundo por menores despesas com subsídios e subvenções ao setor elétrico, ao programa Minha Casa Minha Vida (MCMV) e aos fundos regionais e agrícola.

A rápida desaceleração do gasto com o programa MCMV já está ocorrendo na margem. Enquanto o volume de subsídios imobiliários no primeiro trimestre registrou uma média mensal de R\$1,8 bilhão, o gasto em abril caiu 72,7%, para apenas R\$ 500 milhões. Adicionalmente, o relativo sucesso do leilão de emergência e o repasse do ônus para a Câmara de Comercialização de Energia Elétrica (CCEE) diminuíram a necessidade de aportes do Tesouro. Com isso, reduzimos a projeção de impacto sobre a despesa primária de R\$ 18 bilhões para R\$ 12,5 bilhões.

Com a combinação de maiores receitas do que o estimado anteriormente e despesas mais fracas, o resultado primário recorrente poderá alcançar 0,7% do PIB, mesmo patamar do ano anterior. Já o volume de operações não recorrentes, deve atingir 1,0% ante 1,2% do PIB em 2013. O Gráfico 8 mostra a composição do resultado primário do setor público consolidado.

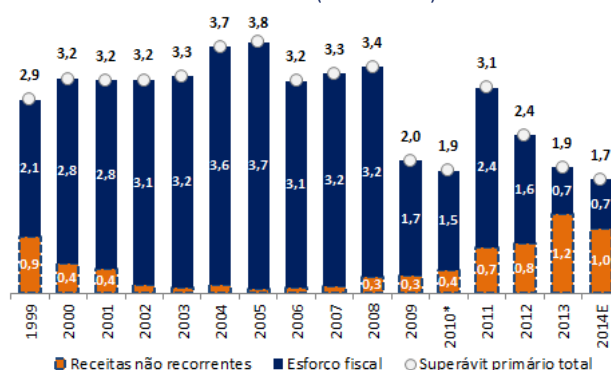
Em resumo, o fôlego para a geração de resultados fiscais continua bastante frágil, ainda que no curto prazo novos eventos não recorrentes e o repasse de custos do Tesouro a terceiros deem suporte a alguma melhoria.

Gabriel Leal de Barros

7. Setor Externo

A balança comercial registrou superávit pelo terceiro mês consecutivo, fazendo com que o déficit acumulado do ano até maio caísse de US\$ 6,1 bilhões para US\$ 4,9 bilhões entre 2013 e 2014. Como em abril, a redução no déficit da conta petróleo e derivados foi a principal responsável por esse resultado, pois o superávit dos demais produtos caiu de US\$ 3,3 bilhões para US\$ 2,3 bilhões entre os meses de maio de 2013 e 2014 (Gráfico 9). Como indicado na edição anterior deste Boletim, projeções de

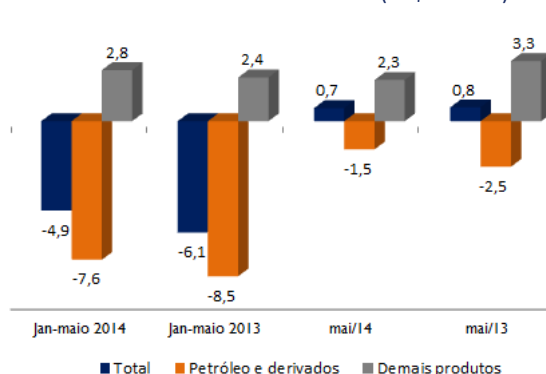
Gráfico 8: Dinâmica do Superávit Primário do Setor Público Consolidado (em % do PIB)



* Exclui o processo de capitalização da Petrobras. ** Inclui receitas de concessões, outorgas, antecipação de dividendos e REFIS.

Fontes: Tesouro Nacional e Banco Central. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 9: Saldos Comerciais (US\$ bilhões)



Fonte: SECEX/MDIC. Elaboração: IBRE/FGV.

superávit para 2014 inferior ao de 2013, ou mesmo de déficit, pressupõem que o alívio da conta petróleo não irá compensar o pior desempenho das exportações dos demais produtos.

As exportações dos demais produtos recuaram 6,5% entre maio de 2013 e 2014 (Gráfico 10). No entanto, com o aumento das vendas de petróleo e derivados (somente a exportação de petróleo bruto cresceu 31%), a queda nas exportações totais foi atenuada (-4,9%). Os principais itens no grupo de “demais produtos” registraram piora no desempenho. A soja, que estava em ritmo de aumento, recuou e o minério de ferro continuou a cair na comparação mensal entre 2013 e 2014. Com isso, as vendas para a China recuaram 11%. No grupo das manufaturas, as vendas de aviões e óleos combustíveis também caíram, levando a um recuo nas vendas para os Estados Unidos pela primeira vez no ano. Para a Argentina, a tendência de piora se intensificou: as vendas caíram 26% entre maio de 2013 e 2014, puxadas pela queda dos automóveis (37%).

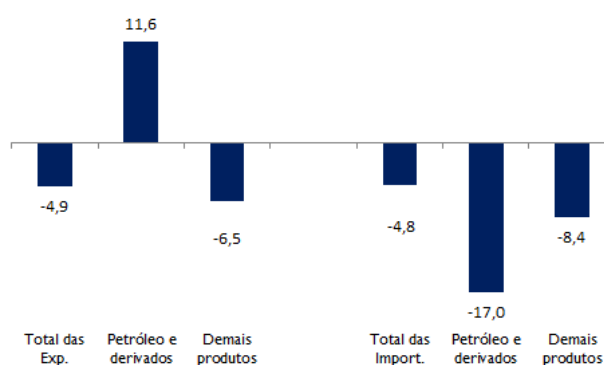
A redução das importações em 4,8% (Gráfico 10) foi liderada pelo resultado do grupo de petróleo e derivados (petróleo bruto caiu 32%), pois os demais produtos recuaram apenas 1,6%. Os resultados variaram por categorias de uso: bens de capital registraram queda de 7%; matérias-primas tiveram aumento de 2,5%; e bens de consumo subiram 0,2% (o efeito Copa, que havia causado um aumento das importações de duráveis, exceto automóveis, acabou).

Não há perspectivas de mudanças no cenário internacional que sugiram um “choque de demanda” positivo. Além disso, o compromisso de manter a inflação pelo menos abaixo do teto do intervalo de tolerância do sistema de metas (6,5%) descarta um choque de desvalorização cambial antes das eleições presidenciais. Logo, os resultados sugerem que a balança está se aproximando cada vez mais de um saldo inferior ao de 2013 e, possivelmente, de déficit.

A comparação entre as contas do balanço de pagamentos de janeiro a abril (Gráfico 11) indica uma pequena piora no saldo em transações correntes, de US\$ 537 milhões, menor que a piora do desempenho da conta capital e financeira entre os dois períodos (de US\$ 2,3 bilhões). Neste último caso, o resultado foi puxado pela queda líquida no saldo de outros investimentos

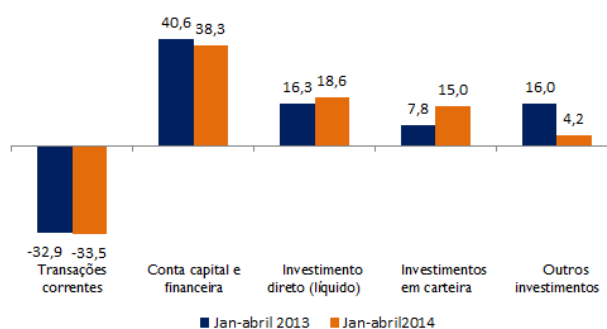
(créditos comerciais, empréstimos, moeda e depósitos), pois a entrada líquida de investimento

Gráfico 10: Variação maio 2013/maio 2014 (%)



Fonte: SECEX/MDIC. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 11: Balança de Pagamentos (US\$ bilhões)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IBRE/FGV.

direto e em carteira aumentou. O mês de abril, porém, sinaliza possíveis mudanças nessa tendência. O investimento direto líquido caiu de US\$ 6,1 bilhões em 2013 para US\$ 3,6 bilhões em 2014. Esta queda está associada principalmente à saída de investimentos diretos brasileiros no exterior na rubrica participação de capital (de US\$ 1,4 bilhões para US\$ 3,5 bilhões). Na discriminação dos destinos desse investimento em abril, 64% foram para as Ilhas Cayman (fica difícil, portanto, conhecer o país de destino final). Os investimentos diretos estrangeiros no Brasil recuaram pouco: de US\$ 5,7 bilhões para US\$ 5,2 bilhões. Quanto aos investimentos em carteira, continuam em ascensão. A rubrica 'outros investimentos' repetiu o mesmo resultado de abril de 2013.

O resultado final do balanço de pagamentos no mês de abril de 2014 foi melhor que o de igual período de 2013: as reservas aumentaram US\$ 441 milhões naquele mês no ano passado, e em US\$ 1, 7 bilhões em 2014. Como salientado diversas vezes, não há risco de uma crise cambial e os problemas da balança, em especial a comercial, são de caráter estrutural.

Lia Valls Pereira

8. Panorama Internacional

O Futuro das Taxas Reais de Juros Internacionais

O Capítulo 3 do *World Economic Outlook* de abril, do FMI, traz uma ampla discussão acerca do comportamento dos juros reais internacionais nas últimas décadas, e tece considerações sobre o que é possível esperar para os próximos anos.

A evidência apresentada mostra queda sistemática dos juros reais médios calculados para uma amostra de quase 20 países, de 1980 para cá, tanto no que se refere a juros curtos (três meses) quanto a juros longos (10 anos). Tais estimativas partem de juros nominais observáveis de papéis governamentais dos quais se deduzem medidas de expectativas de inflação baseadas em sondagens e modelos. Em ambos os casos a queda foi de seis pontos percentuais. Os juros longos caíram de 6,0% ao ano para zero, enquanto os curtos cederam de 4,0% para menos dois. Tais resultados estão reproduzidos no Gráfico 12.

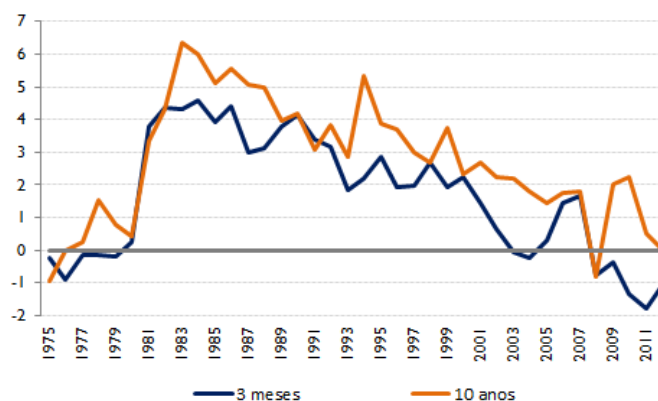
O estudo do FMI mostra que cada vez mais os juros internacionais têm sido determinados por fatores comuns aos diferentes países. E têm cada vez menos a ver com diferenciais de prêmios de risco de natureza doméstica. De fato, aparentemente devido ao crescente grau de integração financeira mundial, caiu substancialmente o desvio padrão observado entre as taxas de juro dos diferentes países.

Num mundo em que existem reduzidas barreiras ao fluxo internacional de capitais e no qual tenha diminuído a influência (sobre os juros de cada país) de fatores domésticos de risco, os juros reais internacionais sofrem influência dominante da interação entre poupança e investimento globais, de um lado, e de fatores cíclicos relacionados com a condução da política monetária, de outro. Os juros teriam se situado em patamar muito elevado nos anos 80 e na primeira metade da década de 90 devido ao fato de que, naquela época, vários bancos centrais praticavam políticas restritivas

de combate à inflação. De 2000 em diante, os juros teriam continuado em queda devido à forte expansão da poupança mundial, fenômeno originado nas economias emergentes, e que ficou conhecido por *saving glut*.

Por certo, a crise trouxe uma série de alterações no comportamento de variáveis reais, mas é notório o esforço dos bancos centrais no sentido de promover a retomada da economia por meio de políticas expansionistas. Deixando-se esses aspectos de lado, cabe refletir sobre o futuro dos juros reais internacionais.

Gráfico 12: Juros Reais Globais (3 Meses e 10 Anos) em Queda desde os Anos 1980. Juros Nominais – Expectativa de Inflação*



* taxas médias ponderadas pelos PIBs; dados de expectativas têm origem em sondagens e modelos; juros curtos: amostra de 18 países; juros longos: amostra de 19 países.

Fonte: WEO / FMI (abril/2014). Elaboração: IBRE/FGV.

A esse respeito, duas teses têm sido largamente debatidas. A primeira associada ao nome de Robert Gordon, a segunda ao nome de Larry Summers. O primeiro preocupa-se com fatores relacionados com a oferta (demografia desfavorável, produtividade em queda e menor ritmo de inovações tecnológicas). Summers, por sua vez, dá ênfase à hipótese de deficiência crônica de demanda. De qualquer modo, ambos acreditam em juro real de equilíbrio mais baixo daqui por diante.

Nos Estados Unidos, o próprio Fed dá força a essa linha de argumentação. Dos dois últimos comunicados do Fomc consta a ideia de que a taxa de juro não voltará ao normal mesmo após o desaparecimento dos principais desvios macroeconômicos (inflação e produto). Quando se constata a queda recente (para menos de 1,0% ao ano) do juro real médio de cinco anos (estimado para depois dos próximos cinco) fica claro que o mercado está “comprado” na referida ideia. Embora não caiba discuti-las aqui, não são poucas as consequências desse fenômeno sobre os preços de ativos financeiros no Brasil.

José Júlio Senna

9. Analista Convidado

Dívida Pública do Governo Geral e Banco Central

A estabilidade fiscal é normalmente definida como uma relação não explosiva entre a dívida pública e o PIB. Mas qual é a definição de dívida pública relevante para a estabilidade fiscal? Existem duas alternativas, a dívida bruta e a dívida líquida, que, por sua vez, são geralmente calculadas com base na metodologia do FMI.⁴

⁴ Disponível no “Government Finance Statistics Manual” no site do FMI.

Do ponto de vista contábil, a dívida bruta mede o passivo do governo que paga juros, enquanto a dívida líquida mede a diferença entre o passivo total e os ativos financeiros do governo. Do ponto de vista econômico, a dívida bruta corresponde ao passivo não monetário do governo, enquanto a dívida líquida é igual à soma dos ativos não financeiros com o valor presente dos superávits futuros do governo.⁵

A dívida líquida é o conceito relevante para medir a estabilidade fiscal porque, dado o valor dos ativos não financeiros do governo, ela tem uma relação direta com o esforço fiscal (superávits futuros) necessário para manter a solvabilidade do das finanças públicas.

Apesar do ponto acima, o conceito de dívida bruta ganhou importância no Brasil recentemente, uma vez que o governo federal emitiu um volume substancial de títulos públicos para financiar a compra de reservas internacionais e emprestar recursos aos bancos públicos. Para ilustrar o impacto dessas iniciativas, é necessário fazer alguns ajustes nas estatísticas fiscais apresentadas pelo Banco Central (BC), uma vez que elas contêm medidas de dívida para dois conjuntos distintos de instituições públicas.

Mais especificamente, o BC calcula a dívida líquida para o setor público como um todo (União, Estados, municípios, Banco Central e empresas estatais, exceto Petrobras e Eletrobrás), mas a dívida bruta somente para o governo geral (União, Estados e municípios). Para ter dois conceitos equivalentes, o ideal é considerar sempre o mesmo grupo de instituições públicas. A Tabela 7 faz exatamente isso para o governo geral e BC.⁶

Segundo a tabela, o endividamento bruto do governo geral e BC aumentou em 4,1 pontos percentuais (p.p.) do PIB de 2006 a 2013. O ponto máximo da dívida bruta em percentual do PIB ocorreu em 2012 e, considerando-se o período como um todo, houve uma forte mudança de composição, com aumento da dívida emitida pela autoridade monetária (operações compromissadas e depósitos no BC) e redução da dívida emitida pela União, estados e municípios, como proporção do PIB.

Do lado do ativo, os ativos internacionais líquidos do BC aumentaram em 10,2 p.p. do PIB de 2006 a 2013, seguidos dos créditos da União a instituições financeiras oficiais (IFOs), com 9,1 p.p. do PIB. Durante o mesmo período houve uma redução gradual dos recursos do FAT na rede bancária, bem como um pequeno aumento das aplicações do governo geral em fundos e programas.

⁵ De acordo com o balanço intertemporal do governo: ativos financeiros + ativos não financeiros + valor presente dos superávits fiscais futuros = passivo monetário + passivo não monetário.

⁶ Para chegar à dívida líquida do setor público como definida pelo BC, basta adicionar a dívida líquida das estatais à dívida líquida do governo geral e BC apresentada na Tabela 7.

Tabela 7: Brasil – Dívida Líquida e Dívida Bruta do Governo Geral (União, Estados e Municípios) e Banco Central (% do PIB)

	dez/06	dez/07	dez/08	dez/09	dez/10	dez/11	dez/12	dez/13	abr/14	Varição 2006-13
Dívida Bruta do governo geral e BC	60	61,8	59,8	62,8	61,6	63	65	64	64,9	4,1
Dívida mobiliária em mercado	45,3	45,3	40,8	42,3	41,6	42,2	42,6	41,1	38,6	-4,2
Operações compromissadas	3,3	7	10,7	14	7,7	8,3	11,9	10,9	14,2	7,7
Outras dívidas internas do governo geral	1,5	1,3	1,1	1,2	1,2	1,1	1,4	1,6	1,9	0,2
Depósitos no BC	3,5	3,8	1,8	2	8,4	9	6,2	6,5	6,7	2,9
Demais contas do passivo do BC (líq)	0	-0,1	0,6	-0,1	-0,1	-0,1	-0,1	0,8	0,5	0,7
Dívida externa do governo geral	6,4	4,4	4,8	3,4	2,9	2,6	2,9	3,1	2,9	-3,3
Base monetária	5,1	5,5	4,9	5,1	5,5	5,2	5,3	5,2	4,5	0
Ativos financeiros do governo geral e BC	18,7	22,6	27	26,6	28,6	32,4	35,7	36,2	35,8	17,5
Ativos financeiros externos do BC (líq)	7,7	12	15,9	12,6	12,6	15,7	17,1	18	16,8	10,2
Créditos a IFOs	0,5	0,5	1,4	4,5	6,8	7,7	9,3	9,7	9,4	9,1
Aplicações em fundos e programas	2,1	2,1	2	2,3	2,5	2,4	2,6	2,4	2,4	0,3
Recursos do FAT na rede bancária	5,2	4,8	4,5	4,3	3,9	3,8	3,9	3,8	4	-1,4
Outros ativos internos do governo e BC	3,1	3,1	3,1	2,9	2,8	2,7	2,8	2,4	3,1	-0,7
Dívida líquida do governo geral e BC	46,4	44,7	37,7	41,3	38,5	35,8	34,6	33	33,5	-13,4

Fonte: Banco Central. Elaboração: IBRE/FGV.

O resultado dos dois movimentos acima foi uma queda da dívida líquida do governo geral e BC, de 46,4% para 33,0% do PIB de 2006 a 2013. Em outras palavras, resultados fiscais e ganhos patrimoniais possibilitaram que os ativos financeiros do governo e BC subissem em 17,5 pp do PIB entre 2006 e 2013, com um pequeno aumento da dívida bruta.

Olhando para frente, não há perspectiva de forte aumento do valor dos ativos internacionais do BC devido à acumulação de reservas internacionais. Se ocorrer um aumento do valor interno de tal ativo em percentual do PIB, ele virá na forma de depreciação do real, uma vez que as reservas internacionais correspondem a um seguro do governo contra aumentos da taxa de câmbio.

Do lado dos ativos internos, a perspectiva é de estabilidade ou redução dos empréstimos da União às IFOs, bem como de continuação da redução gradual dos recursos do FAT na rede bancária, como proporção do PIB. Apesar destes dois movimentos, a meta de resultado primário de 1,9%

PIB pode gerar uma pequena elevação da dívida bruta e da dívida líquida em 2014, pois a taxa de juro implícita sobre a dívida líquida do governo e BC está elevada. Os resultados fiscais até abril de 2014 já confirmam essa tendência — isto é, a dívida líquida do governo e BC aumentou em 0,5 pp do PIB em relação a dezembro de 2013, enquanto a dívida bruta aumentou quase 1,0 p.p. do PIB.

Nelson Barbosa

10. Em Foco IBRE: Cenário Macroeconômico — 2014⁷

Cenário Internacional

O cenário econômico global é de recuperação gradual do mundo desenvolvido. Nos Estados Unidos, apesar do baixo crescimento no primeiro trimestre deste ano, os dados recentes apontam para forte crescimento no segundo trimestre. No entanto, revisamos nossa previsão de crescimento para os EUA de 2,8% para 2,4%, devido ao fraco resultado do primeiro trimestre.

A boa notícia para os emergentes é que a aceleração da atividade ainda não está pressionando os juros dos títulos americanos, e a sinalização do Fed é de manutenção dos juros em patamares baixos por um período prolongado.

A área do euro também tem apresentado melhor desempenho e deverá crescer em torno de 1,0% neste ano, após contração de 0,4% em 2013. Ou seja, para 2015 a previsão é de um desempenho ligeiramente melhor dos países desenvolvidos em relação ao ano passado.

Com relação a China, após um começo de ano fraco, o governo adotou algumas medidas para manter o ritmo de crescimento entre 7,0%-7,5%. Mantivemos esse país a previsão de 7,3% para este ano e de 7,0% para 2015. Como se sabe, após longo período de crescimento acelerado, a economia chinesa passou a apresentar sinais de desaceleração nos últimos anos. Esta tendência ocorre tanto por fatores cíclicos (com destaque para a digestão dos excessos cometidos no pós-crise de 2008) como por fatores estruturais (em especial, a diminuição da contribuição do fator trabalho e uma desaceleração natural do crescimento ao aproximar-se da fronteira tecnológica). Existe também o reconhecimento de que a estratégia de crescimento baseada no investimento e na demanda externa está se aproximando do seu limite, sendo necessária uma mudança do motor da expansão na direção do mercado doméstico. Este ajuste levará alguns anos e a estratégia de reformas continua sendo priorizada para promover essas mudanças estruturais. E, nesse processo, espera-se desaceleração gradual da economia chinesa para taxas de crescimento entre 6% e 6,5%.

O melhor prognóstico de crescimento nos países desenvolvidos é favorável aos emergentes, via comércio internacional. Por outro lado, há o risco de saída de recursos das nações emergentes, com maior penalização daqueles com fundamentos econômicos mais frágeis. Apesar da calma nos mercados nos últimos meses, a volatilidade poderá voltar com a perspectiva de alta de juros

⁷ O cenário macroeconômico do IBRE foi atualizado a partir da divulgação das Contas Nacionais do primeiro trimestre de 2014.

longos nos EUA, bem como com a divulgação de dados econômicos chineses que apontem para uma desaceleração mais pronunciada.

Cenário Doméstico

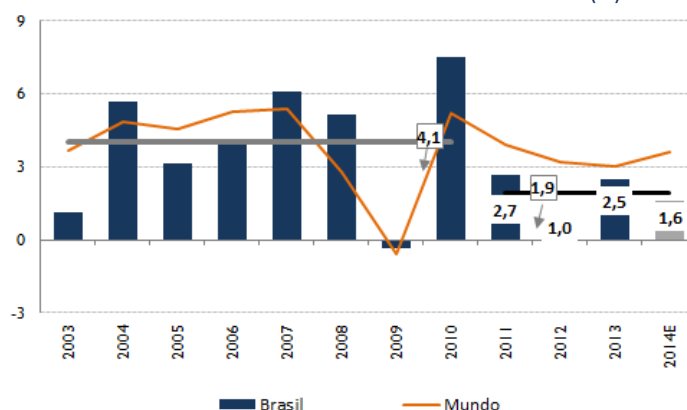
Com a divulgação do PIB do primeiro trimestre, revisamos o crescimento do PIB de 1,8% para 1,6% em 2014 (ver Seção de Atividade Econômica). Essa projeção indica uma taxa média de crescimento de 1,9% no governo Dilma, bem aquém dos 4% registrados no governo Lula. O Gráfico 13 mostra as taxas anuais de crescimento do Brasil e do mundo desde 2003, incluindo nossa projeção para 2014.

Com relação à inflação, elevamos novamente a nossa previsão para este ano: de 6,4% para 6,7%. A principal revisão ocorreu no grupo alimentação domiciliar (5,6% para 7,0%). Com relação aos preços administrados, a projeção é de reajuste de 5,8%, ligeiramente acima do previsto anteriormente. Já a inflação de serviços deve permanecer no elevado nível de 8,4%, similar ao de 2013. Também avaliamos que a inflação dos bens industriais, excluindo alimentação, deve continuar alta e fechará o ano em 5,3%, resultado próximo ao do ano passado, de 5,2% (Tabela 8).

Ou seja, a inflação continua muito pressionada, apesar da economia menos aquecida. Mesmo assim, o Banco Central deve manter a taxa básica de juros em 11,0% ao ano. Nossos modelos indicam a necessidade de novos ajustes na taxa de juros para alcançar o centro da meta, mas este movimento provavelmente só ocorrerá após as eleições.

No setor externo, as exportações continuam a decepcionar neste início de ano, e devem se contrair em relação a 2013. As importações também devem recuar em relação ao ano passado devido ao enfraquecimento da

Gráfico 13: Taxa de Crescimento: Brasil vs Mundo (%)



Fontes: FMI, IBGE e IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

Tabela 8: Inflação e Seus Componentes Desagregados (%)

INFLAÇÃO	2011	2012	2013	2014E
IPCA - IBGE (%)	6,5	5,8	5,9	6,7
IPCA - Livres	6,9	6,6	7,3	7,0
IPCA - Serviços	9,8	8,7	8,7	8,4
IPCA - Bens Ex. Alimentação	3,5	1,8	5,4	5,3
IPCA- Alimentação Domiciliar	5,4	10,0	7,6	7,0
IPCA - Administrados	5,6	3,7	1,5	5,8
IPCA Ex-Alimentação Domiciliar	6,7	5,1	5,6	6,7

Fontes: IBGE e Banco Central. Elaboração: IBRE/FGV.

Tabela 9: Setor Externo – Balança Comercial e Transações Correntes

SETOR EXTERNO	2011	2012	2013	2014E
Balança Comercial (US\$ bi)	29,8	19,4	2,6	-2
Exportações (US\$ bi)	256	243	242	237
Importações (US\$ bi)	226	223	240	239
Déficit em serviços e rendas (US\$ bi)	85	76	87	83
Saldo em conta-corrente (US\$ bi)	-52	-54	-81	-82
Saldo em conta-corrente (% PIB)	-2,1	-2,4	-3,6	-3,6

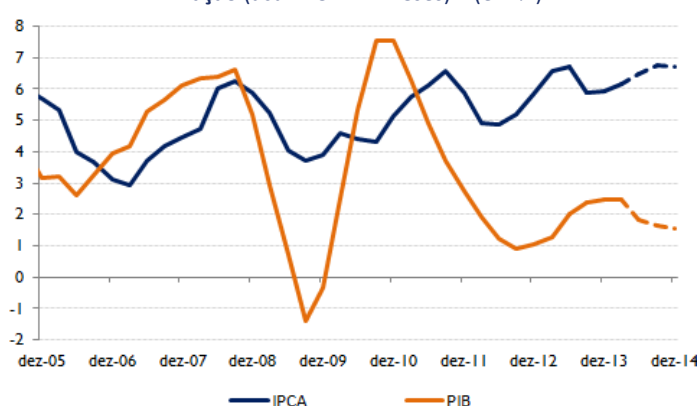
Fontes: Bacen, SECEX/MDIC, IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

economia, com destaque para a contração de 2% no investimento este ano. Com essas informações, a previsão é de déficit comercial de US\$ 2 bi, ante previsão anterior de superávit de US\$1 bi. Assim, o déficit em transações correntes como proporção do PIB será próximo de 3,6%, o mesmo do ano passado (Tabela 9).

Quais são os riscos para o cenário atual? E o que podemos esperar para 2015?

Os riscos em relação às previsões intensificaram-se nos últimos meses, e não se pode descartar um cenário de menor crescimento em 2014. Em primeiro lugar, os índices de confiança das empresas estão em patamares muito baixos, próximos aos observados em períodos recessivos recentes. Em segundo lugar, o risco de racionamento de energia continua no radar, podendo levar muitos empresários a adiarem projetos de investimentos, o que contribuiria ainda mais para uma desaceleração mais acentuada do investimento total da economia.

Gráfico 14: Taxa de Crescimento do PIB (acum. em 4 trimestres) e Inflação (acum. em 12 meses) – (em %)



Fontes: IBGE e IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

Mas não se espera um recuo significativo da inflação, mesmo num cenário de menor crescimento. Ou seja, o *trade off* entre inflação e crescimento se intensificou em 2014, como se pode inferir do Gráfico 14.

O Brasil adotou um novo modelo de política econômica após a crise internacional de 2008, modelo esse apoiado: na expansão do crédito ao consumo, principalmente por parte dos bancos públicos; na maior tolerância com a inflação; em uma política fiscal mais frouxa; e mais ativismo estatal. Mas os resultados até aqui obtidos foram decepcionantes. A economia brasileira conseguiu sair da quase estagnação, mas não tem sido capaz de alcançar um crescimento robusto e sustentado. Mesmo assim, a inflação elevou-se, apesar do controle de vários preços administrados. Além disso, houve deterioração expressiva na conta corrente do balanço de pagamentos, mesmo com o baixo crescimento, com destaque para o fraco desempenho do investimento nos últimos quatro anos.

A piora das contas externas, em contexto de baixo investimento, indica desequilíbrio da economia. Uma questão relevante refere-se à disposição do mundo em continuar financiando o déficit externo brasileiro. O Brasil poderá sofrer novas ondas de turbulências caso haja piora nas condições de financiamento externo, necessitando de ajuste adicional na taxa de juros e depreciação cambial mais acentuada para reduzir o déficit externo. Neste caso, o investimento e, conseqüentemente, o crescimento serão penalizados.

Por isso, um dos desafios do próximo governo é elevar a taxa de investimento. Para isso é necessário restaurar o equilíbrio macroeconômico e manter um ambiente institucional favorável aos recursos externos. Com relação ao primeiro ponto, é imprescindível uma política fiscal mais sólida, com recuo do crédito público e realinhamento de preços administrados. Caso este cenário ocorra, devemos esperar uma inflação ainda elevada para o ano que vem – 6,8%, segundo nossa previsão.

No entanto, para que a política seja bem sucedida, os reajustes de preços administrados não poderão contaminar as expectativas inflacionárias para os anos seguintes. Para que isso ocorra, é imprescindível uma política fiscal e monetária mais apertada. Infelizmente, no curto prazo, o crescimento será penalizado. Esperamos uma taxa de crescimento de 1,2% em 2015. Após uma piora nos indicadores econômicos neste ano e em 2015, é possível esperar um futuro mais promissor nos anos mais à frente.

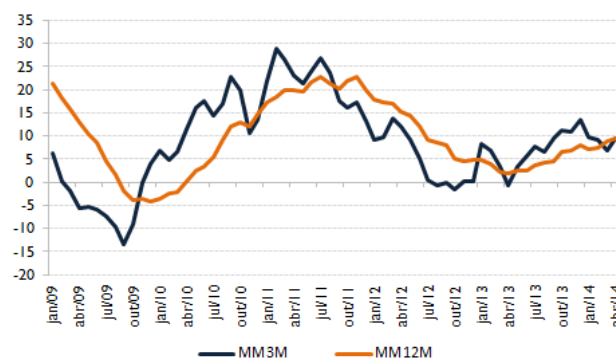
Como os desequilíbrios econômicos se acentuaram nos últimos anos, o próximo governo terá que lidar com o desafio da correção de rumos para poder elevar a taxa de crescimento do produto potencial.

Silvia Matos e Vinícius Botelho

Revisão Técnica do Boletim Macro IBRE: Fernando Dantas

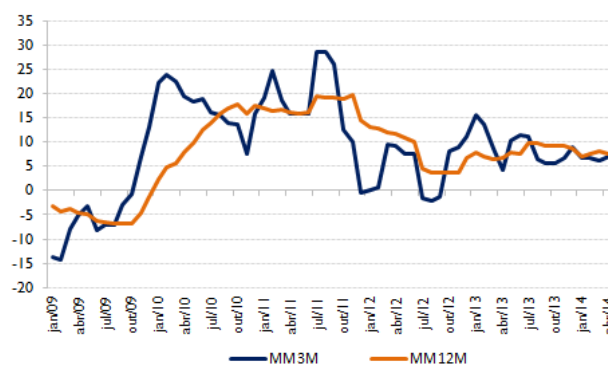
Anexo

Gráfico A.1: Dinâmica de Crescimento da Arrecadação de Imposto ex-REFIS (taxas em 12 e 3 meses em relação a igual período do ano anterior)



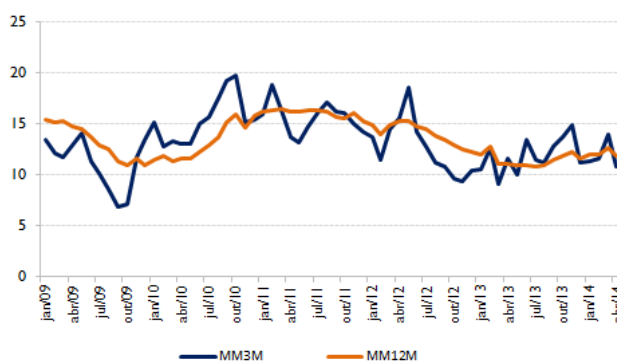
Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico A.2: Dinâmica de Crescimento das Contribuições ex-REFIS
(taxas em 12 e 3 meses em relação a igual período do ano anterior)



Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico A.3: Dinâmica de Crescimento da Arrecadação Previdenciária ex-REFIS
(taxas em 12 e 3 meses em relação a igual período do ano anterior)



Fonte: Tesouro Nacional. Elaboração: IBRE/FGV.

Instituto Brasileiro de Economia

Diretor: Luiz Guilherme Schymura de Oliveira

Vice-Diretor: Vagner Laerte Ardeo

Superintendente de Estudos Econômicos: Marcio Lago Couto

Coordenador de Economia Aplicada: Armando Castelar Pinheiro

Pesquisadores

Daniela de Paula Rocha

Fernando Augusto Adeodato Veloso

Fernando de Holanda Barbosa Filho

Gabriel Leal de Barros

Ignez Guatimosim Vidigal Lopes

Joana Monteiro

José Júlio Senna

José Roberto Afonso

Lia Valls Pereira

Lívio Santos Leite Ribeiro

Luiza Azevedo

Luiza Niemeyer

Mauricio Canêdo Pinheiro

Nelson Henrique Barbosa Filho

Mauro de Rezende Lopes

Regis Bonelli

Rodrigo Leandro de Moura

Samuel Pessoa

Silvia Matos

Vinícius Botelho

Boletim Macro IBRE

Coordenação Geral: Regis Bonelli

Coordenação Técnica: Silvia Matos

Colaboradores Permanentes da Superintendência de Bens Públicos

Aloísio Campelo Jr.

André Braz

Salomão Quadros

Advertência

Este Boletim foi elaborado com base em estudos internos e utilizando dados e análises produzidos pelo IBRE e outros de conhecimento público com informações atualizadas até 12 de junho de 2014. O Boletim é direcionado para clientes e investidores profissionais, não podendo o IBRE ser responsabilizado por qualquer perda direta ou indiretamente derivada do seu uso ou do seu conteúdo. Não pode ser reproduzido, distribuído ou publicado por qualquer pessoa, para quaisquer fins.