

Nova Ameaça no Horizonte

Não bastassem as incertezas que cercam o cenário fiscal — apesar do moderado alívio demonstrado por diversos analistas com o anúncio no final do mês passado de corte de gastos e meta de 1,9% do PIB de superávit primário —, da resistente inflação — que se mantém abaixo do teto da meta principalmente pela contenção dos preços dos bens e serviços administrados — e de um cenário externo pouco benigno para o Brasil — tipificado por déficit inédito na balança comercial para um primeiro bimestre e elevação nas necessidades de financiamento — as últimas semanas têm assistido à formação de novas nuvens negras no horizonte: os riscos que podem advir de uma evolução pouco favorável do regime de chuvas e dos gastos fiscais associados ao regime de oferta do setor elétrico atualmente em vigor, com suas marchas e contramarchas.

Mesmo sem falar na necessidade de racionamento de energia, algo que seria prematuro nessa altura dos acontecimentos, o tema é preocupante. Entre outras coisas porque o custo fiscal do arranjo institucional que rege o setor elétrico brasileiro pode alcançar valores não triviais no ano em curso. Nessa eventualidade, os desembolsos a cargo do Tesouro poderiam comprometer o desejado e necessário esforço fiscal, desencadeando reações previsíveis quanto à evolução do risco país e estrutura dos juros futuros.

Uma solução, ao menos parcial, consistiria em repassar parte do custo desse ajuste para as tarifas de energia elétrica. Mas, neste caso, assim como no dos reajustes de combustíveis, o impacto sobre a taxa de inflação possivelmente a levaria a ultrapassar o teto da meta, gerando efeitos igualmente indesejáveis. Esse é o foco, aliás, da seção dedicada à análise da inflação nesta edição do Boletim IBRE.

Fica assim configurado um difícil *trade off* entre inflação e equilíbrio das contas públicas. O repasse dos reajustes de tarifas eleva a inflação; a assunção pelo Tesouro dos gastos resultantes de preços mais altos da energia gerada deteriora o resultado fiscal.

A resolução ou, ao menos, suavização dessa dura escolha inclui desde alterações em variáveis totalmente fora do controle das autoridades, como são as mudanças nos regimes hidrológicos regionais, até a elevação da carga tributária, passando por soluções intermediárias como o recurso renovado a receitas extraordinárias. Não são escolhas fáceis, especialmente se se leva em conta o reduzido raio de manobra em um ano eleitoral, quando a tendência natural seria esperar por eventos favoráveis até que o resultado das urnas fosse conhecido.

Nossos cenários não contemplam a eventualidade de racionamento de energia. Mas mesmo sem ele as perspectivas são de um ano mais morno do que o ano passado em relação ao crescimento

econômico. A razão principal para a modesta desaceleração esperada para o crescimento do PIB é a redução do crescimento na indústria, especialmente na indústria de transformação. Isso, apesar da alta taxa de crescimento da produção industrial de janeiro deste ano, recém-anunciada.

Duas estimativas, feitas por métodos diferentes, sugerem que o efeito de carregamento estatístico para o crescimento do PIB neste ano é da ordem de 0,6 – 0,7%. E uma projeção para o crescimento do PIB trimestral dessazonalizado indica que a expansão no último trimestre deste ano será inferior a 1% em termos anualizados. Não é um cenário róseo.

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

- Nossa previsão é de que o crescimento do PIB neste ano alcance 1,8%. Já o crescimento no primeiro trimestre será de apenas 0,3% (tst, dessazonalizado). Um detalhamento das projeções para os componentes do nível de atividade pelos lados da oferta e da demanda, bem como de outras variáveis relevantes, está incluído na seção Em Foco, ao final deste Boletim. ([Seção 1](#))
- No que diz respeito às expectativas, duas tendências negativas chamam a atenção neste início de ano: a rápida diminuição da confiança dos consumidores — que atingiu em fevereiro o menor nível desde maio de 2009, com piora nos dois horizontes de tempo pesquisados — e a gradual perda de otimismo pelas empresas: o Índice de Expectativas Empresariais recuou pelo segundo mês consecutivo, para um nível próximo ao de julho passado (que havia sido o menor desde junho de 2009). Os resultados são indicativos de uma economia em ritmo lento no primeiro trimestre e com pouca chance de aceleração nos meses seguintes. O desânimo de empresas e consumidores deve-se a uma combinação de condicionantes macroeconômicos, como o nível mais alto dos juros, e fatores relacionados à incerteza econômica. ([Seção 2](#))
- O mercado de trabalho segue aquecido. Mas nossos analistas detectam importantes mudanças nas tendências recentemente observadas. Em particular, o desemprego manteve-se baixo por causa da redução da população economicamente ativa (PEA) e não pelo crescimento da população ocupada. A redução do desemprego foi fruto da saída de trabalhadores da PEA, que terminou 2013 em nível inferior ao do início do ano. O comportamento do rendimento real também chama atenção, mas no sentido contrário: comparando janeiro deste ano com janeiro do ano passado vê-se um retorno às taxas da ordem de 3%, registradas em setembro-novembro de 2013 nesta medição. ([Seção 3](#))
- A análise da inflação chama atenção para a necessária correção dos preços administrados. A alta registrada por esse conjunto de itens em 2013, de apenas 1,54%, foi fundamental para que a inflação terminasse o ano passado abaixo do teto da meta. Esses preços representam um terço do IPCA. Se os reajustes a eles aplicados confirmarem os percentuais com os quais o texto abaixo

especula, a taxa em 12 meses para esse grupo mais do que triplicará em relação a 2013, chegando a 5,6%. Nesse caso, dificilmente o IPCA terminará o ano abaixo de 6%. ([Seção 4](#))

- Nossa análise da política monetária discute a provável evolução dessa política com base nos sinais transmitidos pelo Banco Central. A primeira questão diz respeito à possibilidade de o BC já ter decidido interromper o ciclo de alta da taxa Selic, e a resposta aqui é negativa: pela leitura da ata do COPOM, a intenção é promover pelo menos mais um ajuste. No tocante ao ritmo do próximo movimento, não parece sensato considerar a hipótese de o BC retomar o passo anterior (50 pontos): o mais provável é que os 25 pontos se repitam. A questão que naturalmente se coloca é: até que ponto irá a elevação da Selic? Nosso analista destaca que se a evolução da demanda doméstica já se mostra mais compatível com a expansão do PIB, talvez o ciclo de alta possa ser interrompido, após ajuste adicional de 25 pontos. Com a proximidade das eleições, possivelmente é isso o que se deseja fazer. O que fazer em seguida às eleições? Se a política tem como objetivo trazer a inflação para patamares mais compatíveis com o conceito de estabilidade de preços, não há dúvida de que a retomada do ciclo de alta será necessária. ([Seção 5](#))

- Na análise da política fiscal, o resultado das contas de janeiro, mais modesto do que o previsto, é revelador do tamanho do desafio de gerar saldos fiscais compatíveis com o compromisso anunciado em 20 de fevereiro: meta de resultado primário de 1,9% do PIB para o setor público consolidado e contingenciamento de R\$ 44 bilhões do orçamento. Nesse contexto, nossa seção fiscal é dedicada a especular sobre o desempenho das contas públicas neste ano segundo três cenários. A grande diferença entre eles deve-se, principalmente, às estimativas de gastos com o setor elétrico, investimento, custeio e, em menor medida, subsídios e compensação ao INSS pela desoneração da folha de pagamentos. O intervalo na projeção do resultado fiscal varia de 0,6% do PIB no cenário pessimista a 1,9% no mais otimista. ([Seção 6](#))

- No setor externo o primeiro destaque é o déficit comercial de US\$ 6,2 bilhões no acumulado de janeiro e fevereiro, inédito para um primeiro bimestre de ano. Apesar disso, nossa analista acredita que o saldo comercial no ano como um todo será (pouco) superior ao do ano passado. Entre as razões para isso encontra-se o aumento esperado nas exportações de *commodities* e o crescimento mais lento das importações, resultante do lento crescimento do nível de atividade. ([Seção 7](#))

- Nossa análise da economia internacional tem foco na recuperação da economia mundial e, especialmente, no desempenho dos EUA. De acordo com estimativas recentes do FMI, o crescimento mundial em 2014 (3,7%) será mais elevado do que o observado em 2013 (3,0%). Se essa previsão se confirmar, o mundo terá crescido em 2014 em ritmo superior à média histórica (3,4%). Mas essa perspectiva depende crucialmente de o desempenho previsto da economia

americana se materializar. Para 2014, o FMI prevê 2,8% de crescimento dos EUA. Nosso analista destaca que o cenário é promissor, mas é possível distinguir duas fontes de preocupação que são capazes de dificultar a esperada recuperação. A primeira tem a ver com o reequilíbrio patrimonial das famílias e seus efeitos sobre o consumo. A segunda é a aparente perda de dinamismo do setor imobiliário. ([Seção 8](#))

- O Observatório Político desta edição do Boletim, de autoria do Prof. Octávio Amorim, especula sobre eventuais cenários caso o senador Aécio Neves vença a eleição presidencial deste ano. ([Seção 9](#))
- A seção Em Foco, de autoria de Silvia Matos e Vinicius Botelho, apresenta os resultados da atualização feita trimestralmente das projeções do modelo macroeconômico de médio porte desenvolvido no IBRE. ([Seção 10](#))
- Boa leitura!

Regis Bonelli, Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos

1. Atividade Econômica

A divulgação do PIB de 2013 reforça nossa estimativa anterior de que a economia crescerá 1,8% em 2014, apresentando desaceleração em relação aos 2,3% do ano passado. Como mostra a Tabela 1, essa perda de ritmo ocorre em todos os setores.

No caso da indústria, as atividades que contribuem positivamente neste ano são a produção de eletricidade e gás, a construção civil e a indústria extrativa mineral. Neste último caso, a projeção reflete somente o crescimento durante os três últimos trimestres do ano passado.¹ Já

a indústria de transformação apresentará retração em 2014, prejudicando o desempenho do comércio, dos transportes e a arrecadação de impostos sobre produtos, líquidos de subsídios. A retração industrial explica parte substancial da desaceleração esperada para o setor de serviços neste ano.

Como mostra a Tabela 2, a distribuição do crescimento previsto para o PIB nos trimestres deste ano sugere desaceleração na comparação interanual. Mas em termos dessazonalizados a dispersão de taxas é maior, fluando de 1,5% positivos no segundo trimestre a 0,4% negativos no terceiro. Destaque-se que o crescimento anualizado do último trimestre não chega a 1%.

Além disso, o padrão setorial de crescimento neste ano será similar ao de 2013: a atividade que mais crescerá será a agropecuária, seguida pelos serviços e pela indústria. A safra mais importante na agropecuária será a de soja, assim como em 2013. Como mostra o Gráfico 1, o padrão de crescimento do PIB trimestral

A divulgação do resultado de 2013 reforça a previsão de que o Brasil crescerá 1,8% neste ano.

Tabela 1: Taxa de Crescimento

Atividade	2014/2013	2013/2012
PIB	1,8%	2,3%
Agropecuária	5,0%	7,0%
Indústria	0,9%	1,3%
Serviços	1,6%	2,0%

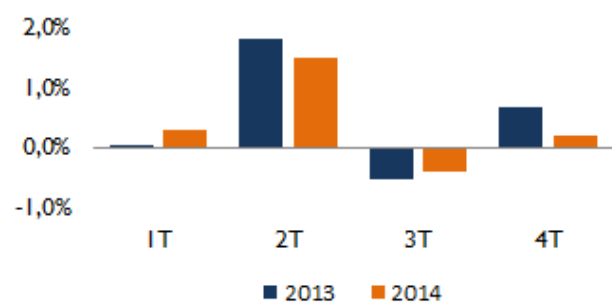
Fonte: IBGE e IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

Tabela 2: Taxa de Crescimento do PIB

2014	AsA	TsT
1T	2,0%	0,3%
2T	2,2%	1,5%
3T	1,8%	-0,4%
4T	1,4%	0,2%

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

Gráfico 1: Taxa de Crescimento do PIB TsT em 2014 (Projeção) e 2013 (Efetiva)



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

¹ O carregamento desta atividade é de 2,3%, conforme Tabela 3.

dessazonalizado será muito parecido com o do ano passado.

O PIB de 2013 implica um carregamento estatístico de 0,6% para 2014.

Como o PIB resulta das variações do valor adicionado de 12 setores, é possível calcular o carregamento estatístico de cada um deles e estimar o crescimento do PIB em 2014 usando estes valores. Tanto este cálculo como o do carregamento estatístico tradicional tentam capturar o quanto do crescimento do PIB ao longo dos próximos trimestres se deve a fatores inerciais. No entanto, enquanto a abordagem tradicional calcula a inércia somente com dados agregados, a segunda estratégia explora as idiosincrasias de cada um dos setores da atividade econômica.

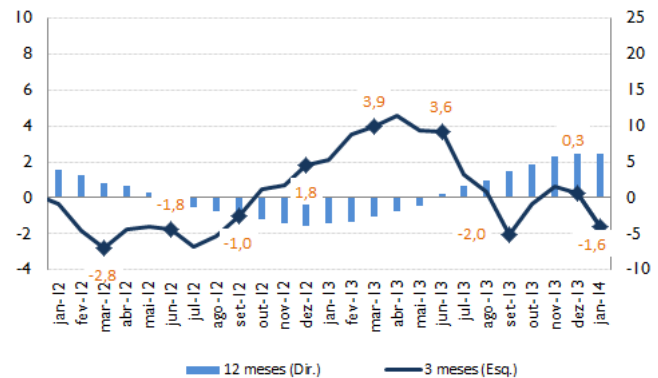
Como mostra a Tabela 3, o carregamento estatístico de cada um dos setores implicaria um crescimento de 0,7% para o PIB neste ano. Portanto, a inércia do crescimento da atividade do final de 2013 deve ser responsável por 0,7% da expansão deste ano, diminuindo substancialmente a probabilidade de o PIB crescer menos que 1,0% em 2014. Todavia, esse crescimento não será acompanhado de um crescimento expressivo da Formação Bruta de Capital fixo. Em linha com essa projeção, o Indicador Mensal do Investimento (IMI) do IBRE aponta retração de 1,6% na média móvel trimestral encerrada em janeiro de 2014. E a média móvel de 12 meses indica que o investimento parou de crescer em bases anuais em dezembro do ano passado.

Tabela 3

Atividade	Carregamento
PIB	0,7%
Agropecuária	-1,8%
Ind.Extrativa	2,3%
Ind.Transformação	-0,2%
Construção Civil	1,9%
Eletricidade, gás e água	3,6%
Comércio	0,8%
Transportes	1,2%
SIC	4,7%
Intermediação financeira	1,2%
Outros serviços	0,7%
Serviços imobiliários e	0,3%
APU	0,7%
Impostos	0,7%

Fonte: IBGE. 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, jan. de 2012 a jan. de 2014, %. Fontes: IBGE e IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

Regis Bonelli, Silvia Matos e Vinícius Botelho

2. Expectativas de Empresários e Consumidores²

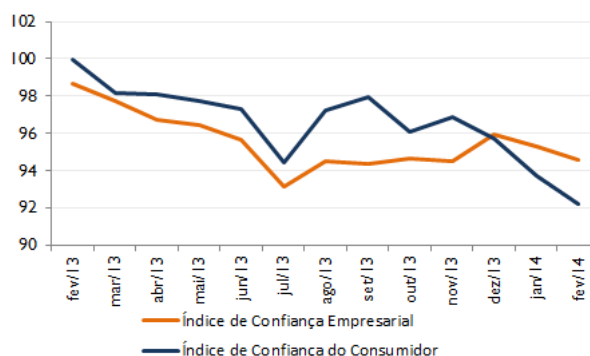
Duas tendências negativas chamam a atenção nos indicadores de sentimento econômico deste início de 2014: a rápida diminuição da confiança dos consumidores e a gradual perda de otimismo pelas empresas. A confiança do consumidor atingiu em fevereiro o menor nível desde maio de 2009, com piora nos dois horizontes de tempo pesquisados. O Índice de Expectativas Empresariais (IE)³ recuou, pelo segundo mês consecutivo, para um nível próximo ao de julho passado, que havia sido o menor desde junho de 2009.

A leitura dos resultados revela uma economia em ritmo lento no primeiro trimestre e com pouca chance de aceleração nos meses seguintes. O desânimo de empresas e consumidores deve-se a uma combinação de condicionantes macroeconômicos, como o nível mais alto dos juros este ano, e fatores relacionados à incerteza econômica.

No âmbito empresarial, os indicadores de confiança, que haviam sinalizado a recuperação da economia no quarto trimestre de 2013 frente ao trimestre anterior, apontam crescimento fraco no primeiro semestre deste ano. E o mau humor tende a influenciar decisões relevantes: na indústria, o indicador de ímpeto de contratações de fevereiro foi o menor desde junho de 2009; e no setor de Serviços, o menor desde maio do mesmo ano.

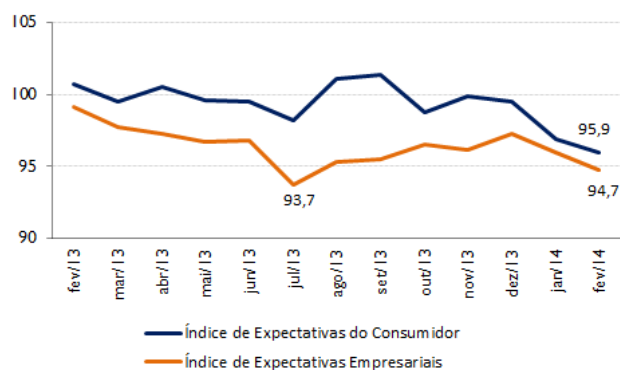
O destaque setorial negativo no mês é a indústria de transformação, que parecia se recuperar gradualmente, mas voltou a acumular estoques. Foi notável também a piora das expectativas em relação às vendas externas pelo setor: em fevereiro, o indicador de Demanda

Gráfico 3: Consumidor Perde Confiança



* Índices de Confiança Empresarial (Agregação, por pesos econômicos, dos índices de confiança dos setores Indústria, Serviços, Comércio e Construção previamente ajustados por sazonalidade) e do Consumidor, média dos últimos cinco anos = 100, com ajuste sazonal. Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 4: Pessimismo em Alta



* Índices de Expectativas Empresariais e do Consumidor, média dos últimos cinco anos = 100, com ajuste sazonal. Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

² O autor agradece a colaboração de Rodolpho Guedon Tobler e Vitor Vidal Velho.

³ Agregação dos Índices de Expectativas da indústria de transformação, construção, comércio e serviços.

Externa Prevista⁴ despencou para o menor nível da série histórica iniciada em janeiro de 1994. A análise por setores sinaliza que a piora pode estar relacionada à deterioração econômica de países vizinhos, principalmente a Argentina. Entre os segmentos que registram projeções mais pessimistas estão produtores de automóveis, metalurgia, química e vestuário e calçados, todos integrantes da pauta de exportações para aquele país.

No caso dos consumidores, o aumento do pessimismo até novembro passado vinha sendo mais pronunciado em quesitos relacionados à situação econômica geral, mais voláteis e passíveis de serem influenciados pela mídia. Nos três últimos meses, no entanto, a piora mais expressiva ocorreu nas avaliações sobre a situação financeira da família, um indicador ligado ao cotidiano do consumidor e, por isso, com maior potencial de afetar decisões de consumo e poupança.

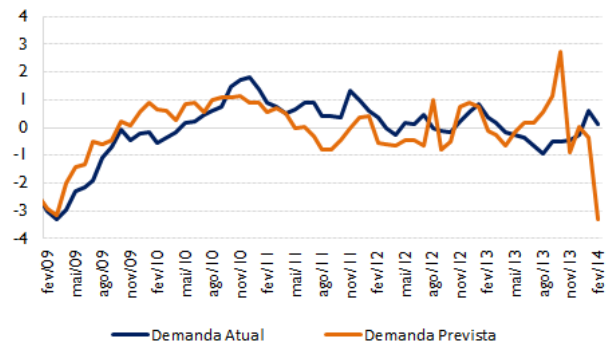
Os resultados das sondagens ao início de 2014 refletem uma conjuntura de crescimento baixo e com poucas perspectivas de reversão no horizonte de três a seis meses, motivando um clima de desânimo entre empresas e consumidores. Numa hipótese otimista, choques de demanda poderiam afetar favoravelmente o nível de atividade empresarial ainda este ano, mas dificilmente haveria tempo em 2014 para surtos de contratações ou de investimentos produtivos. O consumidor, por sua vez, está hoje no momento menos otimista desde a crise de 2009 e a insatisfação demonstrada com os rumos da economia tende a sustentar posturas cautelosas de consumo.

Aloísio Campelo Jr.

3. Mercado de Trabalho

A Pesquisa Mensal de Emprego (PME) registrou em janeiro a menor taxa de desemprego da série histórica para este mês, de 4,8%. Nossa previsão para fevereiro é de 5,1%. No entanto, esses resultados não são tão animadores quanto poderia parecer. E isso porque o desemprego manteve-se baixo por causa da redução da população economicamente ativa (PEA) e não pelo crescimento da população ocupada (PO). Com efeito, a PO caiu de 23,144 milhões para 23,113 milhões entre janeiro de 2013 e 2014, com redução de 31 mil trabalhadores.

Gráfico 5: Indicador de Demanda Externa Prevista Despensa em Fevereiro

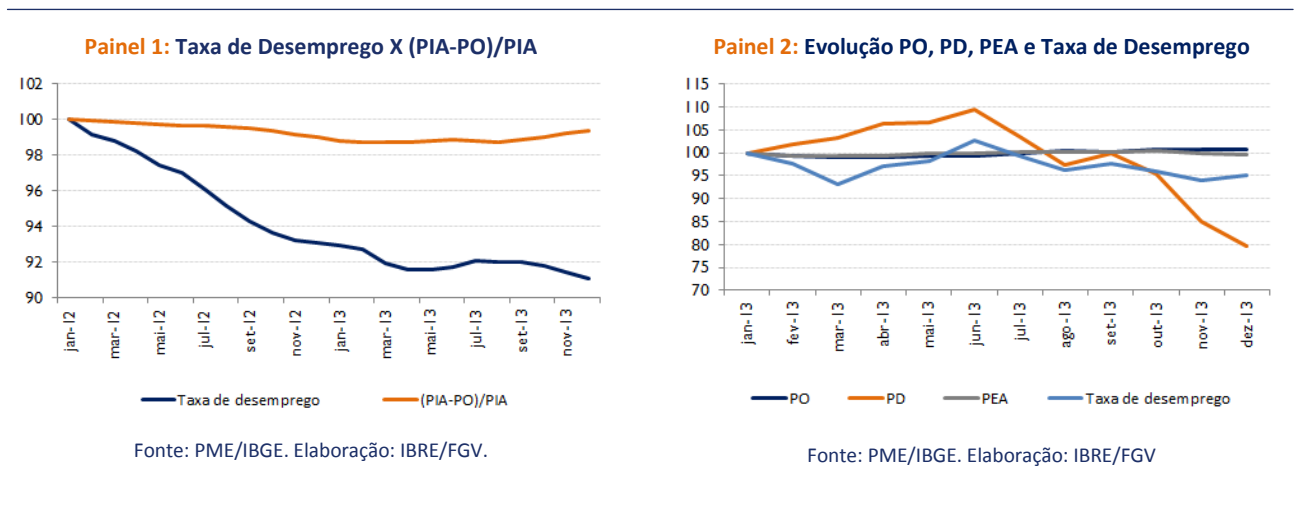


* Índices normalizados com base em informações dos últimos cinco anos, com ajuste sazonal. Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

⁴ É recomendada cautela ao se avaliar como “favoráveis” os resultados superiores à média dos últimos cinco anos (números acima de zero no gráfico normalizado), considerando-se o momento desfavorável da economia mundial neste período.

Esse desempenho aparentemente contraditório do mercado de trabalho (baixa taxa de desocupação com destruição de emprego, embora modesta) nos leva a analisar o comportamento do indicador que subtrai a PO da população em idade ativa (PIA), e divide o resultado pela própria PIA. A PIA subtraída da PO é a população em idade ativa não ocupada. Dividindo-se pela própria PIA, chegamos à fração não ocupada da população em idade de trabalhar.

Gráfico 6: Evolução do Mercado de Trabalho (em número índice)

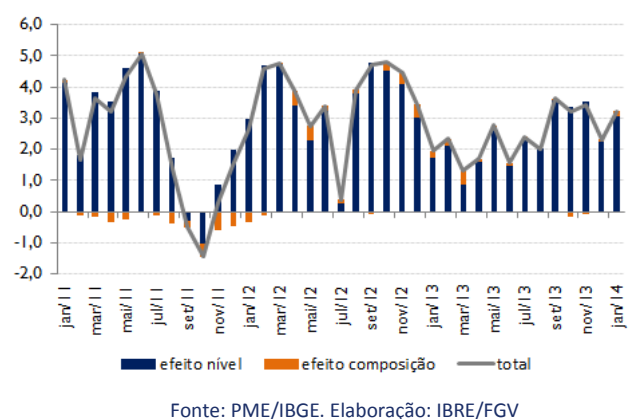


Segundo o Painel 1 do Gráfico 6, essa medida caminha em direção oposta à da taxa de desemprego a partir de março de 2013. Isto indica que, dessa data em diante, mesmo com o desemprego em baixa, há uma deterioração do mercado de trabalho em termos de ocupação. Nos últimos meses, a baixa geração de empregos tem sido acompanhada pelo aumento da parcela de desocupados na PIA, indicando que o recuo do desemprego foi resultado da desistência de pessoas de procurar trabalho.

O Painel 2 do Gráfico 6 enfatiza esse ponto ao mostrar que em 2013 o movimento da taxa de desemprego foi puxado pelo pessoal desocupado que deixou de procurar emprego. Sem esta queda, o crescimento de 0,8% entre janeiro e dezembro da PO seria insuficiente para derrubar a taxa de desocupação. Assim, a redução do desemprego foi fruto da saída de trabalhadores da PEA, que terminou 2013 em nível inferior ao do início do ano.

O comportamento do rendimento real é outro

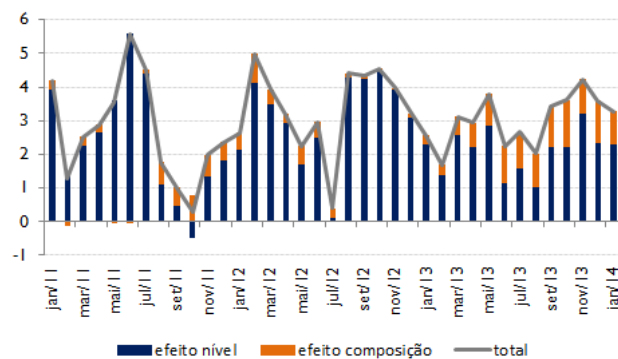
Gráfico 7: Decomposição do Crescimento da Renda Real (AsA, mensal) por Setor Público e Privado (em %)



ponto que chama atenção. O Gráfico 7 mostra que o efeito composição⁵ contribuiu pouco para o crescimento dos rendimentos reais. Ou seja, o efeito nível – o reajuste real concedido em cada setor – é que determina a evolução da renda da economia.

Os reajustes causados pelo efeito nível no setor privado, principal empregador (84% da PO), explicam boa parte do aumento da renda média. Assim, realizamos uma decomposição do crescimento do rendimento real neste setor segundo faixas etárias, exercício similar ao do último Boletim. O Gráfico 8 mostra recuperação do rendimento do setor privado ao longo dos últimos meses, mas com desaceleração na ponta. O efeito nível em janeiro – reajuste concedido dentro das diferentes faixas etárias – foi próximo ao ocorrido no mesmo mês de 2013. Dessa forma, a maior expansão da renda do setor privado em janeiro deste ano é explicada pelo efeito composição, inflado pela saída de jovens do mercado de trabalho.

Gráfico 8: Decomposição do Crescimento da Renda Real (AsA, mensal) do Setor Privado por Faixa Etária (em %)

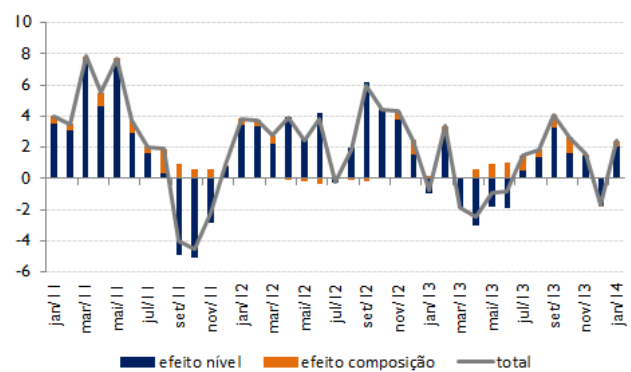


Fonte: PME/IBGE. Elaboração: IBRE/FGV

O comportamento do rendimento real do setor público mostra situação pior, com crescimento inferior ao do setor privado e forte desaceleração nos últimos meses (Gráfico 9.). No entanto, houve recuperação na ponta, contribuindo para que o crescimento da renda real da economia retornasse ao patamar dos 3% em janeiro deste ano (ver Gráfico 6).

Com a proximidade das eleições, novas contratações no setor público serão limitadas aos concursos homologados até abril. Portanto, devem ter pouco impacto no rendimento real, que deve ser ditado pelo comportamento do setor privado ao longo de 2014.

Gráfico 9: Decomposição do Crescimento da Renda Real (AsA, mensal) do Setor Público por Faixa Etária (em %)



Fonte: PME/IBGE. Elaboração: IBRE/FGV

Rodrigo Leandro de Moura e Fernando de Holanda Barbosa Filho

⁵ Esse efeito mede quanto a criação de vagas no setor público (que paga mais), comparada à criação de vagas no setor privado, influencia os rendimentos reais da economia.

4. Inflação

A Necessária Correção dos Preços Administrados

Desde 2006, os preços administrados vêm registrando elevações inferiores às do IPCA. A política de contenção do preço da gasolina, adotada há quase uma década, é o marco zero da inflexão da trajetória deste grupo. Em 2013, a redução do custo da conta de luz em cerca de 20% e a manutenção das tarifas de ônibus nas grandes cidades, em face das ruidosas manifestações populares, afastaram ainda mais os administrados do curso seguido pela maioria dos preços. A alta registrada por esse conjunto de itens em 2013, de apenas 1,54%, foi decisiva para que a inflação terminasse o ano abaixo do teto da meta.

A postergação de aumentos, como o da gasolina, ou a redução talvez excessiva, como a da tarifa elétrica, ainda que proporcionem alívio temporário ao avanço da inflação, mostram-se crescentemente contraproducentes. De um lado, geram desequilíbrios financeiros profundos, que restringem a capacidade de investimento desses setores. De outro, alimentam expectativas de choques corretivos futuros. Dessa forma, fazem-se necessárias elevações mais robustas dos preços administrados, em 2014 e nos anos subsequentes.

A tarifa de energia elétrica, por exemplo, precisará ser reajustada em algo próximo a 8%. Isto porque não há como subsidiar o consumo num quadro de escassez hídrica, que força a utilização de fontes energéticas mais caras, ao mesmo tempo em que o governo procura reconquistar credibilidade comprometendo-se a atingir metas fiscais mais rigorosas. O ônus exato deste verão atipicamente seco, que ao chegar já encontrou reservatórios muito aquém de seus níveis de conforto, será conhecido nos próximos 30 a 60 dias e, com ele, a real necessidade de correção tarifária.

Ainda entre os energéticos, o reajuste da gasolina concedido no final de 2013 não devolveu à Petrobras a condição financeira requerida para a consecução dos projetos de exploração sem os quais o país se desviará cada vez mais da desejada e viável autossuficiência. Em 2014, a gasolina – que onera 3,9% do orçamento familiar – deverá subir em torno de 6%. Mesmo assim, este percentual não cancelará a defasagem acumulada em seu preço, quando comparado à paridade internacional. Para que isto se verificasse, o reajuste adicional deveria ser de aproximadamente 15%. É improvável que alguma fração significativa desse percentual vigore ainda em 2014. Este novo adiamento, como não poderia deixar de ser, pesa sobre a inflação de 2015.

Outro preço administrado relevante é a passagem de ônibus urbano. Os reajustes de 2013 foram adiados devido às reivindicações populares. O temor de que reajustes em ano eleitoral, como é 2014, pudessem provocar novas mobilizações não impediu o aumento da tarifa no Rio de Janeiro. Como não houve reação similar à de 2013, outras cidades podem seguir o exemplo carioca e subir o preço da passagem em 2014. O ônibus urbano compromete 2,5% do orçamento familiar médio, podendo alcançar 7% nos domicílios de renda inferior a 2,5 salários mínimos. Se o reajuste este ano ficar ao redor de 3%, taxa que dependerá do grau de difusão dos aumentos, o impacto no IPCA suplantará o de 2013. Um obstáculo ao tratamento parcimonioso dos reajustes é a correção

de preço do óleo diesel, principal item da planilha de custos do transporte coletivo. O aumento acumulado nos últimos dois anos é de 25%.

Os preços administrados – classe à qual pertencem os itens citados acima - representam um terço do IPCA. Se os reajustes a eles aplicados confirmarem os percentuais mencionados no texto, a taxa em 12 meses para esse grupo mais do que triplicará em relação a 2013, alcançando 5,6%.⁶ Com este cenário, dificilmente o IPCA terminará o ano abaixo de 6%. Cabe salientar que os percentuais aqui indicados apenas evitam o agravamento dos desequilíbrios financeiros que se formaram nos setores elétrico e petrolífero. Qualquer tentativa de revertê-los exigirá reajustes de maior amplitude, gerando impactos capazes de elevar o IPCA além do teto da meta.

Salomão Quadros e André Braz

5. Política Monetária

Os Rumos da Política Monetária

No Copom de 26 de fevereiro, o ritmo de ajuste da taxa Selic foi reduzido para 25 pontos. Com a divulgação da ata do referido encontro pode-se procurar identificar as intenções da autoridade monetária daqui por diante. Os próximos passos da política monetária são discutidos a seguir, com base nos sinais transmitidos pelo Banco Central.

A primeira questão diz respeito à possibilidade de o BC já ter decidido interromper o ciclo de alta da taxa Selic. Teria o BC sinalizado essa intenção? A nosso ver, a resposta é negativa. O principal indício nesse sentido tem a ver com o emprego da expressão “dando prosseguimento”, tanto no comunicado quanto na ata. Note-se que durante o atual ciclo de alta houve elevação adicional do juro básico em todas as reuniões seguintes àquelas em que se fez uso da referida expressão.

Esse padrão de sinalização prevaleceu também por ocasião do primeiro ciclo de elevação da Selic promovido pela administração Tombini, ciclo que durou de janeiro a julho de 2011. Foram cinco encontros e cinco altas consecutivas. Ao término da reunião de junho fez-se uso da expressão “dando seguimento”. E o juro subiu no encontro seguinte (julho). Nesse último, porém, a ideia era de que fosse o derradeiro, razão pela qual a expressão mencionada desapareceu, dando a lugar a outro gerúndio (“avaliando”).

Isso significa que, no momento, a intenção é promover pelo menos mais um ajuste. Por certo, eventual retirada da expressão não garantiria a interrupção, mas sua preservação sinaliza a intenção de dar continuidade ao processo. Tal mensagem é compatível com a observação (contida na ata) de que a inflação ainda mostra resistência, em grau superior ao que se antecipava.

No tocante ao ritmo do próximo movimento, não parece sensato considerar a hipótese de o BC retomar o passo anterior (50 pontos). O mais provável é que os 25 se repitam. Em reforço desse raciocínio, destaque-se a passagem da ata em que se ressaltam os sinais de convergência das taxas de crescimento da absorção doméstica e do PIB.

⁶ Admite-se que os demais preços administrados variem 5,2% em 2014.

Tal convergência nos remete a outra questão: até que ponto será levado o processo de elevação do juro? Se a evolução da demanda doméstica já se mostra mais compatível com a expansão do PIB, talvez o ciclo de alta possa ser interrompido, após ajuste adicional de 25 pontos. Com a proximidade das eleições, possivelmente é isso o que se deseja fazer.

Por fim, caberia discutir a possibilidade de retomada do ciclo de alta do juro básico, após as eleições. A esse respeito, o ponto relevante foi por nós destacado no último Boletim. Eventual reversão da trajetória da inflação “requer juro real acima do neutro e não apenas redução do estímulo monetário”, como aconteceu até agora. Na medida em que o juro real neutro no Brasil esteja entre 4,5% e 5,5%, a provável decisão de ajustar a Selic nominal para 11,0% nos deixará justamente nessa faixa. E com isso a inflação se estabilizará, em torno dos atuais 6,0%. Tal raciocínio não conflita com as projeções dos modelos do BC, sugestivas de inflação acima da meta, tanto no cenário de referência, quanto no de mercado, para 2014 e 2015. Se a política a ser adotada depois das eleições for trazer a inflação para patamares mais compatíveis com o conceito de estabilidade de preços, não há dúvida de que a retomada do ciclo de alta será necessária.

José Júlio Senna

6. Política Fiscal

Cenário Fiscal: O Limite do Possível

Desde o anúncio em 20 de fevereiro da meta de resultado primário de 1,9% do PIB para o setor público consolidado, um otimismo reticente tomou conta das expectativas dos agentes econômicos em relação à política fiscal. O contingenciamento de R\$ 44 bilhões do Orçamento, volumoso e parcialmente crível, apontou na direção correta e esperada.

Ainda assim, o resultado das contas fiscais de janeiro, mais modesto do que o previsto, já revela o tamanho do desafio de gerar saldos fiscais compatíveis com o compromisso anunciado. O governo ganhou um voto de confiança e certo tempo do mercado. É bom não desperdiçar.

Nesta análise, optamos por pensar as contas públicas em 2014 segundo três cenários: *up* (otimista), *base* e *down* (pessimista).

Do ponto de vista das despesas, não há grandes surpresas para aquelas atreladas ao salário mínimo, que cresce nominalmente menos em 2014: 6,8%, ante 9,0% em 2013. Neste grupo estão benefícios previdenciários, assistenciais, abono e seguro desemprego. A grande diferença entre os três cenários deve-se principalmente à estimativa de gastos com o setor elétrico, investimento, custeio e, em menor medida, subsídios e compensação ao INSS pela desoneração da folha de pagamentos.⁷

⁷ A despesa do orçamento fiscal com a compensação pela desoneração da folha é receita do orçamento da seguridade, de forma que o efeito sobre o primário sob esse aspecto é nulo. O que importa, no caso, é o descasamento do fluxo de caixa provocado pela política. Maiores detalhes sobre a política de desoneração da folha em Barros e Afonso (2013): Desoneração da Folha – Renúncia Revisitada. Disponível em <http://bit.ly/likQMpl>.

Tabela 4: Cenários para as Contas Públicas em 2014: Up, Base e Down (em % do PIB)

Rubricas - Em % PIB	2011	2012	2013	2014 Base	2014 Down	2014 Up
Receita Bruta	23,9	24,2	24,6	24,8	24,4	25,0
Tributária	15,5	15,4	15,7	16,1	16,1	16,1
Previdenciária	5,9	6,3	6,4	6,5	6,4	6,5
Outras	2,8	2,9	2,9	2,6	2,3	2,8
Dividendos	0,5	0,6	0,4	0,4	0,3	0,5
Concessões	0,1	0,1	0,5	0,2	0,2	0,3
Transferências	4,2	4,1	4,0	4,1	4,1	4,1
Receita Líquida	19,7	20,1	20,6	20,7	20,3	20,9
Despesa Total	17,5	18,3	19,0	19,6	19,9	19,3
Pessoal	4,3	4,2	4,2	4,3	4,3	4,3
Previdenciária	6,8	7,2	7,4	7,5	7,5	7,5
Custeio e Capital	6,2	6,7	7,2	7,7	8,0	7,5
Abono e Seguro Des.	0,8	0,9	0,9	0,9	0,9	0,9
Subsídios e Subv.	0,3	0,3	0,2	0,2	0,3	0,2
Assistencial	0,6	0,7	0,7	0,7	0,7	0,7
Auxílio a CDE	0,0	0,0	0,2	0,3	0,4	0,2
Compensação ao RGPS	0,0	0,0	0,2	0,4	0,4	0,3
Outras de Custeio e Capital	4,5	4,9	5,1	5,1	5,2	5,1
Custeio	3,3	3,5	3,7	3,8	3,9	3,8
Capital	1,3	1,4	1,3	1,3	1,3	1,4
Demais	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1	0,1
Superávit Primário do Gov. Central	2,2	2,0	1,6	1,0	0,3	1,6
Superávit Setor Público Consolidado	3,1	2,4	1,9	1,3	0,6	1,9
Gov. Central	2,2	2,0	1,6	1,0	0,3	1,6
Gov. Regionais	0,8	0,5	0,3	0,3	0,3	0,3
Estatais	0,1	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
Juros Nominais	-5,7	-4,9	-5,2	-5,8	-5,6	-5,8
Déficit Nominal	-2,6	-2,5	-3,3	-4,4	-5,1	-3,9

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

Sob a ótica das receitas, espera-se um resultado regular das tributárias e previdenciárias, ambas influenciadas pelo bom desempenho – ainda que em menor ritmo – da massa de rendimentos e da taxa de desemprego. Com o baixo crescimento econômico, essas receitas recorrentes não deverão ser, sozinhas, suficientes para ajustar as contas fiscais. Assim, a grande variável de ajuste continuará sendo o conjunto das receitas não recorrentes, em particular as relativas a concessões, outorgas e dividendos das empresas estatais. A Tabela 4 apresenta o resultado consolidado para os diferentes cenários fiscais.

Em relação a receitas com concessões e outorgas, duas em especial terão grande importância: telecomunicações, com o leilão de 4G; e as receitas com as concessões aeroportuárias já realizadas, cujos pagamentos ocorrem através de cotas anuais. A previsão é que ambas somem R\$ 9,7 bilhões no cenário base, e R\$ 7,9 e R\$ 11,6 bilhões, respectivamente, nos cenários *down* e *up*. Com a adição de outras receitas menores, o volume global de concessões e outorgas deverá situar-se entre R\$ 9,7 e R\$ 13,5 bilhões.

Quanto aos pagamentos de dividendos das estatais, importa destacar a mudança de composição nos últimos anos, com o BNDES e a Caixa assumindo o papel de liderança nos desembolsos, em detrimento da Petrobrás e da Eletrobrás. As estimativas são de um mínimo de R\$ 17 bilhões e um

máximo de R\$ 27,2 bilhões nos cenários *down* e *up*, respectivamente, para o conjunto das estatais. O cenário base leva em conta uma aceleração dessas receitas frente ao ano anterior, de R\$ 17,1 para R\$ 21,4 bilhões.

Além dessas rubricas, nossos cenários incluem uma pequena economia, de R\$ 3 bilhões, nos cenários *base* e *up*, para os gastos com pessoal e encargos. A conta de subsídios e subvenções deve se situar em nível próximo ao ano anterior, de R\$ 10,2 bilhões.

Ademais, há ainda o perigoso custo com o setor elétrico. Esta conta pode chegar a R\$ 18 bilhões no cenário base, e R\$ 21 e R\$ 9 bilhões nos cenários *down* e *up*, respectivamente.

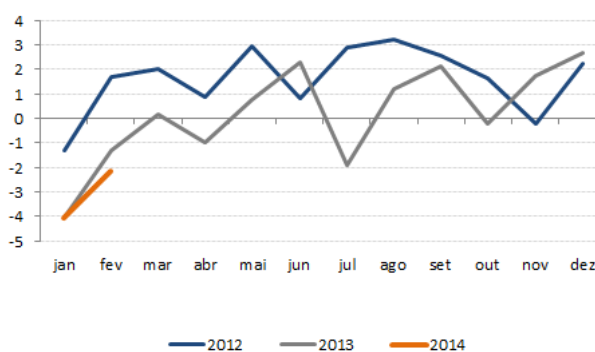
Com tantos riscos no horizonte, a perda de previsibilidade leva a grandes intervalos na projeção do resultado fiscal, que pode variar desde 0,6% do PIB no cenário pessimista até 1,9% no mais otimista. O risco de desequilíbrio e frustração está bastante elevado.

Gabriel Leal de Barros

7. Setor Externo

Após um déficit em janeiro similar ao do ano passado, a balança comercial de fevereiro fez com que o resultado do primeiro bimestre fosse pior do que o do mesmo período de 2013. O saldo negativo acumulado somou US\$ 6,2 bilhões, ante US\$ 5,3 bilhões no primeiro bimestre de 2013. Mas nossa previsão é que os saldos melhorem nos próximos meses — seguindo, aliás, o comportamento dos anos anteriores (Gráfico 10).

Gráfico 10: Saldo da Balança Comercial (US\$ bilhões)



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

Uma questão relevante é saber se o saldo de 2014 será maior ou menor do que o de 2013 (US\$ 2,5 bilhões). No ano passado, as exportações caíram 0,2% (ante 2012) e as importações aumentaram 7,4%.

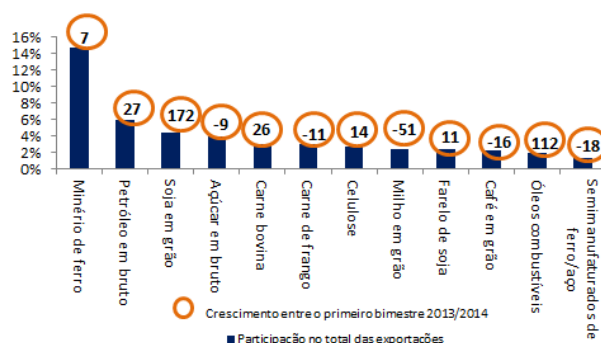
Em termos das exportações, o primeiro ponto a ser analisado é o comportamento da cesta das 23 principais *commodities* exportadas, que em 2013 recuou 3,2% em relação ao valor de 2012. No primeiro bimestre de 2014, essa cesta respondeu por 55% do total exportado pelo país e registrou aumento de 3,4% em relação a igual período de 2013. Entre as 12 principais *commodities* (Gráfico 11), a variação positiva das três principais (soja, minério de ferro e petróleo, responsáveis por 25% da exportação total do país) explica o bom desempenho da cesta. Observa-se recuperação das vendas de petróleo bruto (+27%) e óleos combustíveis (+112%), que haviam recuado em 2013, na comparação com 2012. Logo, a regularização da produção e da exportação do petróleo e seus derivados, se mantida, irá contribuir para um cenário de crescimento das exportações.

A exportação do grupo das *commodities* agrícolas (58% da cesta de *commodities*) recuou 2,1% na comparação dos bimestres analisados. Apesar dos bons resultados da soja, outros produtos agrícolas registraram variação negativa, puxada por queda de preços não compensada por aumento de quantidades (como ocorreu com a soja). O cenário das *commodities* agrícolas é incerto, pois não há consenso entre os especialistas se as questões climáticas irão atenuar ou não a queda de preços desses produtos.

Quanto ao minério de ferro, principal produto de exportação do país, o aumento em valor das vendas (+7%, Gráfico 11) foi puxado pela alta da quantidade vendida para a China. Esperamos que se repita o que ocorreu em 2013 (aumento das exportações, porém modesto: abaixo de 5%).

Em suma, a cesta de *commodities* deve ter variação positiva entre 2013 e 2014, o que sugere um aumento nas exportações totais. A crise na Argentina (participação de 7,4% no total das exportações brasileiras) poderá contribuir para uma queda nas exportações de manufaturados, mas não acreditamos que isso irá determinar o resultado das exportações totais. China e Estados Unidos respondem por 28% das exportações brasileiras e, na comparação dos primeiros bimestres de 2013 e 2014, as vendas para esses países registraram aumentos de 32% e 13%, respectivamente. Um resultado associado às *commodities* — minério de ferro, para a China, e óleos combustíveis para os Estados Unidos.

Gráfico 11: Desempenho das Principais Commodities Exportadas



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

As importações mantêm crescimento superior ao das exportações, com variação de 7,3% entre os meses de fevereiro e de 3,6% no primeiro bimestre. As compras de bens duráveis e de petróleo contribuíram com 27% e 41% para o aumento do valor importado entre fevereiro de 2013 e 2014. O aumento das compras de bens duráveis sinaliza que o efeito da desvalorização do real é pequeno (ver Boletim Macro de janeiro) e/ou não compensa o diferencial de qualidade e preços entre os produtos domésticos e importados. No caso do petróleo, a regularização da produção não significa autossuficiência do país. Por outro lado, petróleo e bens duráveis explicam somente 18% do total importado. Logo, uma redução das importações depende de queda das compras de matérias primas (40% das importações) e dos bens de capital (21%). A diminuição esperada no nível de atividade sugere menor crescimento desses grupos em 2014

Nossa previsão, portanto é de recuperação das exportações e menor crescimento das importações, apontando para um superávit superior ao de 2013. Mas possivelmente não superior a US\$ 5 bilhões.

8. Panorama Internacional

A Recuperação da Economia Mundial

Afora preocupações relacionadas com a crise na Ucrânia, de desdobramentos imprevisíveis, predomina a expectativa de um bom avanço da economia mundial. De acordo com estimativas recentes do FMI, o crescimento em 2014 (3,7%) será mais expressivo do que o observado em 2013 (3,0%). Na medida em que isto se confirme, o mundo terá crescido em ritmo superior à média histórica (3,4%).

Por trás dessa estimativa está a hipótese de que os países emergentes também crescerão a uma taxa superior ao padrão histórico (5,1% contra 4,6%). Mais importante, talvez, seja a possibilidade de recuperação mais vigorosa das economias avançadas. Nesse particular, os prováveis bons desempenhos da Alemanha e do Reino Unido se destacam. Puxada pelo potente motor alemão, a zona do euro deverá deixar para trás o período de retração econômica, apresentando crescimento de 1,0%.

A despeito dessas perspectivas favoráveis, o avanço da economia mundial a que de começo nos referimos dificilmente será confirmado na hipótese de o desempenho previsto da economia americana não se materializar. Para 2014, o FMI prevê 2,8% de crescimento dos EUA. Talvez nesse número resida a principal fonte de incerteza relacionada com a recuperação da economia mundial.

De acordo com o CBO, o desempenho dos Estados Unidos será superior a 3,0% ao ano somente a partir de 2015, prevendo-se 2,7% para este ano. O hiato do produto estará fechado no final de 2017, ao mesmo tempo em que a taxa de desemprego terá voltado ao seu patamar de equilíbrio (5,6%). Até lá a inflação ficará abaixo dos 2,0% almejados pelo FED.

Crucial para a confirmação desse cenário é a estimativa do CBO de que o chamado *drag fiscal* deixará de prejudicar significativamente a expansão da economia a partir deste ano. Em 2013 teria “roubado” 1,5 ponto percentual da taxa de crescimento.

O cenário é promissor, mas é possível distinguir duas fontes de preocupação, que são fatores capazes de dificultar a esperada recuperação americana. O primeiro tem a ver com o reequilíbrio patrimonial das famílias e seus efeitos sobre o consumo. Empiricamente, não se sabe ao certo a que variável o consumo responde. Seria à relação dívida/patrimônio líquido? Seria aos preços dos ativos? A relação dívida/patrimônio líquido já retornou à tendência histórica, sem que o consumo tenha adquirido vigor. Teria isso a ver com a possibilidade de, por questões de desigualdade, a melhora da relação não ter beneficiado as faixas da população de maior propensão a consumir? Quanto aos preços dos ativos, durante a fase aguda da crise foram destruídos US\$ 10 trilhões de riqueza das famílias. De 2008 para cá o ganho foi de US\$ 23 trilhões. Se mesmo assim a resposta do consumo tem sido tímida, parece legítima a preocupação diante da provável diminuição do ritmo dessa recomposição.

O segundo fator é a aparente perda de dinamismo do setor imobiliário. A alta dos juros de hipotecas a partir de maio de 2013 provavelmente concorreu para reduzir o ritmo de obras, tornando negativa a contribuição dos investimentos residenciais para o crescimento. Nos dois anos antecedentes ao terceiro trimestre de 2013 esses investimentos haviam crescido 14,0% a.a., em média.

Difícilmente eventual frustração com o crescimento americano terá muita expressão. Mas, para que isso seja verdade, será preciso afastar as duas fontes de preocupação aqui discutidas.

José Júlio Senna

9. Observatório Político

Cenários para Aécio em 2015

Dando continuidade à nossa série iniciada no Boletim de janeiro, este artigo especula sobre possíveis cenários na arena política caso o senador do PSDB vença o pleito presidencial deste ano.

A primeira especulação diz respeito à dimensão da eventual vitória: é improvável que Aécio ganhe no primeiro turno, como FHC em 1994 e 1998. Se ganhar, será provavelmente no segundo, e após renhida disputa. Isso porque desalojar a presidente Dilma da posição de favorita não é impossível, mas requererá muita virtude e fortuna do ex-governador de Minas Gerais.

Um cenário otimista para Aécio teria como primeiro elemento ganhar o segundo turno com uma margem maior do que 5%. Uma diferença menor significaria receber um mandato político débil. O segundo elemento se refere às eleições para o Congresso e Executivos estaduais. Para a concretização de um cenário otimista, é fundamental que o PSDB consiga bem mais do que seus atuais 44 deputados (8,6% da Câmara) – que alcance, no mínimo, 15% das cadeiras desta Casa – e expanda sua delegação de 11 senadores (13,5% da Câmara Alta). Manter os governos de São Paulo e Minas Gerais seria também de suma importância. Além disso, é relevante que o principal aliado do PSDB, o DEM, também veja crescer sua representação parlamentar — tarefa nada fácil, uma vez que o partido tem encolhido desde 2002.

Mesmo com a materialização do cenário acima esboçado, os tucanos e seus aliados não emergiriam das urnas com uma maioria legislativa, requisito absolutamente imperativo para a efetividade presidencial no Brasil. Longe disso. O novo presidente teria, portanto, que montar uma ampla coalizão governativa, como têm feito todos os chefes de Estado desde 1992. Nesse balaio entrariam, muito possivelmente, o PMDB, partido que se dá bem com Aécio, o PP de Francisco Dornelles, tio do candidato tucano, e o PPS. A grande dúvida é saber o que faria o PSB de Eduardo Campos e Marina Silva. Um cenário otimista exige que este partido integre o ministério de Aécio, de modo a dar-lhe um respaldo parlamentar maior do que 60% do Congresso, necessário para a aprovação de reformas constitucionais.

O que faria Aécio com essa maioria, particularmente em termos do tão demandado ajuste fiscal?

Estimulado por seus principais assessores econômicos, todos com perfil ortodoxo, Aécio, muito provavelmente, se valeria da latitude conferida pelo chamado período de lua de mel com o eleitorado – o primeiro semestre de 2015 – para tentar um ajuste profundo, em movimento semelhante ao de Lula em 2003. Conquanto seja improvável que Aécio prometa publicamente tal ajuste durante a campanha eleitoral, suas recentes críticas à alta inflação podem ser interpretadas como indicativas de uma postura fiscal austera em 2015.

Passemos agora a um cenário menos róseo: Aécio empalma a presidência no segundo turno, mas por uma estreita diferença com relação à Dilma; o PSDB e o DEM não logram o desempenho desejado nas eleições parlamentares; e os tucanos perdem um dos Executivos de São Paulo e Minas Gerais. O PSB de Eduardo Campos, sentindo a fraqueza do governo de Aécio, opta por disputar a liderança da oposição com o PT e Marina Silva, agora finalmente à frente da REDE. Diante desse quadro, Aécio seria forçado a montar sua maioria legislativa com o PMDB e a direita varejista que tisonou as administrações de Lula e Dilma. Seria mais do mesmo que se viu entre 2003 e 2014, só que sob a liderança de um tucano.

Ainda assim, Aécio seria igualmente aconselhado por seus assessores econômicos a fazer um forte ajuste fiscal. Entretanto, o novo presidente facilmente perceberia que um governo relativamente fraco e com uma triste cara conservadora poderia ver seu capital político ser rapidamente consumido pela austeridade – se esta não lhe gerar benefícios econômicos em curto prazo. Isso não significa que Aécio vá adotar uma política fiscal frouxa como a de Dilma, mas, sim, que o novo mandatário vacilará muito na hora de tomar duras decisões, como, por exemplo, as relativas ao descongelamento dos preços administrados. Ou seja, sob um cenário político menos otimista, um eventual governo Aécio poderá ter como marca a tergiversação e frequentes idas e vindas; em suma, a falta de clareza de propósitos e direção.

Esse último cenário supõe que a economia internacional se manterá mais ou como se encontra agora. Entretanto, se se verificar uma deterioração da situação internacional que afete o Brasil, é muito provável que Aécio opte por um profundo ajuste fiscal mesmo sob condições políticas pouco auspiciosas.

Octavio Amorim Neto

EBAPE - FGV

10. Em Foco IBRE: Cenário Macroeconômico — 2014⁸

Projeções Internacionais

Apesar de ainda persistir certa turbulência, o cenário internacional indica recuperação das economias desenvolvidas. Os Estados Unidos, após crescerem 1,9% em 2013, devem acelerar o ritmo de crescimento para 2,8% este ano, acima da nossa previsão anterior, de 2,4%. Há razões

⁸ O cenário macroeconômico do IBRE foi atualizado a partir da divulgação das Contas Nacionais do quarto trimestre de 2013. As projeções das variáveis exógenas e endógenas estão nas Tabelas A.1 e A.2 do anexo.

para considerar como temporários os dados mais fracos dos últimos meses. Um dos principais motivos para mais otimismo é a política fiscal, que deve ser bem menos contracionista neste e nos próximos anos. A área do euro também tem apresentado melhor desempenho e deverá crescer em torno de 1,0% neste ano, após contração de 0,4% no ano passado.

Por outro lado, ainda há dúvidas sobre a capacidade do governo chinês de conduzir o processo de desaceleração da economia. Mantivemos para a China a previsão de 7,3% para este ano, após expansão de 7,7% em 2013.

A maior área de incerteza está nos emergentes. Por um lado, o melhor prognóstico de crescimento nos países desenvolvidos é favorável aos emergentes, via comércio internacional. Em particular, os dados referentes à elevação do quantum de comércio mundial já revelaram recuperação no final de 2013. O crescimento foi de 2,7% no ano passado, ante 1,9% em 2012.

Por outro lado, intensificou-se a saída de recursos dos países emergentes, com maior penalização para aqueles com fundamentos econômicos mais frágeis. Apesar da trégua observada nos últimos dias, alguns países ainda devem sofrer ao longo deste ano, e o Brasil está sujeito a novas turbulências.

Cenário Doméstico

Mesmo com um resultado para o PIB do quarto trimestre de 2013 ligeiramente acima do esperado, a projeção de crescimento da economia brasileira em 2014 foi mantida em 1,8%. Pela ótica da oferta, a previsão é de que todos os setores se desacelerem este ano em relação a 2013: agropecuária para 5,0% (ante 7,0% em 2013); indústria, 0,9% (idem, 1,3%) e serviços 1,6% (idem, 2,0%). Mesmo com a esperada recuperação da indústria extrativa, o fraco desempenho da indústria de transformação no PIB deve limitar o crescimento deste setor.

Pela ótica da demanda também se prevê desaceleração de todos os componentes: consumo das famílias para 2,0% (2,3%); consumo do governo, 1,8% (1,9%); formação bruta de capital fixo, 0,9% (6,3%); exportações 1,5% (2,5%); e importações 2,3% (8,4%). Conseqüentemente, a demanda doméstica crescerá menos este ano, mas também será menor a contribuição negativa do setor externo para o PIB.

No conjunto, as projeções indicam uma taxa média de crescimento no governo Dilma de 2%, bem aquém dos 4% registrados no governo Lula.

Com relação à inflação, revisamos fortemente as nossas previsões para este ano. Os preços administrados devem subir 5,6%, ante 1,5% em 2013. Já a inflação de serviços deve permanecer no elevado nível de 8,4%, ligeiramente inferior ao valor registrado em 2013. Também avaliamos que a inflação dos bens industriais, excluindo alimentação, deve permanecer alta e fechará o ano em 5,1%, resultado similar ao do ano passado, de 5,4%. Uma boa notícia é a desaceleração da inflação do grupo alimentação domiciliar: de 7,6% para 5,5% (Tabela 5). Consolidando todas estas

informações, a inflação esperada para o ano é de 6,4%, bem acima da estimativa anterior, feita em

Tabela 5: Inflação e Seus Componentes Desagregados (%)

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

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

dezembro de 2013, de 5,9%.

Mesmo com a economia menos aquecida, e com o alívio nos alimentos, a inflação continua pressionada. Assim, o Banco Central deve dar prosseguimento à alta da taxa básica de juros até 11,0% ao ano. Nossos modelos, na verdade, indicam necessidade de novos ajustes na taxa de juros para alcançar o centro da meta, mas este movimento provavelmente só ocorrerá após as eleições.

Quanto ao setor externo, as exportações continuam a decepcionar neste início de ano, e devem ficar quase estagnadas em relação a 2013. Com a taxa de câmbio mais desvalorizada, as importações também devem se manter no mesmo nível do ano passado, o que levará a uma redução do saldo comercial para US\$ 1 bi. Com isso, o déficit em transações correntes como proporção do PIB será próximo de 3,9%, valor similar ao do ano passado, de 3,7% (Tabela 6).

Tabela 6: Setor Externo – Balança Comercial e Transações Correntes

SETOR EXTERNO	2011	2012	2013	2014E
Balança Comercial (US\$ bi)	29.8	19.4	2.6	1
Exportações (US\$ bi)	256	243	242	241
Importações (US\$ bi)	226	223	240	240
Déficit em serviços e rendas (US\$ bi)	85	76	87	90
Saldo em conta-corrente (US\$ bi)	-52	-54	-81	-85
Saldo em conta-corrente (% PIB)	-2.1	-2.4	-3.7	-3.90

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

Quais são os riscos para o cenário atual?

Os riscos com relação às previsões intensificaram-se nos últimos meses, e não se pode descartar um cenário de menor crescimento. Em primeiro lugar, condições climáticas mais adversas podem

ter impacto negativo na atividade econômica – não apenas na agropecuária, mas também em setores industriais mais dependentes de energia.

Em segundo, o movimento dos mercados em busca de ativos de menor risco poderá se manter, piorando as condições de financiamento de países emergentes com fundamentos mais frágeis. Neste caso, o Brasil poderá sofrer novas ondas de turbulência. Por fim, o embate político pode trazer novas incertezas e reduzir ainda mais a confiança dos empresários.

Desde a crise internacional de 2008, o Brasil adotou políticas econômicas que não foram capazes de promover um crescimento econômico sustentável, mas geraram desequilíbrios macroeconômicos, como inflação elevada, reduzidos superávits primários e aumento expressivo do déficit em transações correntes.

Tabela 7: Principais Indicadores Macroeconômicos: Lula vs. Dilma

	2004-2010*	2011-2014E
Taxa de Crescimento	4,5	2,0
Inflação	5,3	6,2
Déficit em Transações Correntes (% do PIB)	0,1	3,0
Superávit Primário Recorrente (% do PIB)	2,9	1,4

* Excluindo 2003, o ano do ajuste macroeconômico.

Fontes: IBGE, Bacen e Tesouro Nacional. Elaboração: IBRE/FGV.

Estes desequilíbrios se acentuaram nos últimos anos (ver Tabela 7). 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

Anexo

Tabela A.1: Cenário Consolidado para 2014 – Variáveis Exógenas

Cenário Exógenas Internacionais	2011	2012	2013	2014E
Crescimento - PIB (%)				
EUA	1,7	2,2	1,9	2,8
Zona do Euro	1,5	-0,6	-0,4	1,0
China	9,2	7,8	7,7	7,3
Cenário Exógenas Domésticas				
Taxa de Juros (final do período)	11,00	7,25	10,00	11,00
Taxa de Câmbio Nominal (média de período)	1,7	2,0	2,2	2,5
Superávit Primário Recorrente como % PIB *	2,4	1,6	0,7	0,8
Inflação de Preços Administrados (%)	6,2	3,7	1,5	5,6
Inflação Alimentação Domiciliar (%)	6,8	10,0	7,6	5,5

* Exclui receitas com Dividendos, Concessões e Outorga; Sem abatimentos do PAC. Fontes: BEA, Eurostat, Bloomberg, Bacen, Tesouro nacional e IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

Tabela A.2: Cenário Consolidado para 2014 – Variáveis Endógenas

	2011	2012	2013	2014E
PIB (%)	2,7	1,0	2,3	1,8
Agropecuária	3,9	-2,3	7,0	5,0
Indústria	1,6	-0,8	1,3	0,9
Serviços	2,7	1,7	2,0	1,6
Consumo Privado	4,1	3,1	2,3	2,0
Consumo da Adm. Pública	1,9	3,2	1,9	1,8
Investimento (FBCF)	4,7	-4,0	6,3	0,9
Exportações	4,5	0,5	2,5	1,5
Importações	9,7	0,2	8,4	2,3
Produção Industrial - IBGE (%)	0,4	-2,6	1,2	0,7
INFLAÇÃO E POLÍTICA MONETÁRIA				
IPCA - IBGE (%)	6,5	5,8	5,9	6,4
IPCA - Livres	6,9	6,6	7,3	6,6
IPCA - Serviços	9,8	8,7	8,7	8,4
IPCA - Bens Ex. Alimentação	3,5	1,8	5,4	5,1
IPCA- Alimentação Domiciliar	5,4	10,0	7,6	5,5
IPCA - Administrados	5,6	3,7	1,5	5,6
IPCA Ex-Alimentação Domiciliar	6,7	5,1	5,6	6,6
Taxa Selic (final de período - %)	11,00	7,25	10,00	11,00
SETOR EXTERNO				
Balança Comercial (US\$ bi)	29,8	19,4	2,6	1
Exportações (US\$ bi)	256	243	242	241
Importações (US\$ bi)	226	223	240	240
Déficit em serviços e rendas (US\$ bi)	85	76	87	90
Saldo em conta-corrente (US\$ bi)	-52	-54	-81	-85
Saldo em conta-corrente (% PIB)	-2,1	-2,4	-3,7	-3,9

Fontes: Bacen, IBGE e MDIC. 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

Julia Cavalcante Fontes

Lia Valls Pereira

Luiza Niemeyer

Mauricio Canêdo Pinheiro

Nelson Henrique Barbosa Filho

Mauro de Rezende Lopes

Regis Bonelli

Rodrigo Leandro de Moura

Samuel Pessôa

Silvia Matos

Vinícius Botelho

Boletim Macro IBRE

Coordenação Geral: Regis Bonelli

Coordenação Técnica: Silvia Matos

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 março 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.

