

## **Nervosismo do Mercado Afeta Perspectivas de Financiamento e Economia Real**

O ano de 2014 começou com uma nova rodada de mau humor em relação aos países emergentes, que atingiu seu ápice na virada de janeiro para fevereiro. Como já ocorrera em meados de 2013, um grupo de países, apelidados por um banco de investimento de “os cinco frágeis”, foi especialmente penalizado. Estava formado o BITIS, nosso acrônimo em inglês para o grupo formado por Brasil, Índia, Turquia, Indonésia e África do Sul, primo próximo do BRICS.

Ainda que o rótulo “os cinco frágeis” tenha caído no gosto da imprensa, ele tanto esclarece como confunde a análise desta nova fase da crise financeira internacional iniciada em 2007. Não fica muito claro porque limitar a cinco o número de nações afetadas, dadas as dificuldades talvez maiores de outros emergentes não incluídos nesse clube.

No seu Relatório de Política Monetária, divulgado em 11 de fevereiro, o Fed lista os mesmos cinco países como os mais vulneráveis às mudanças em curso na política monetária americana, justificando essa seleção por terem esses países registrado as maiores desvalorizações cambiais e aumentos nos juros pagos pelos títulos públicos entre os emergentes.

Esse fato é, porém, consistente com mais de uma leitura sobre por que os ativos de mercados emergentes têm caído tanto. Em comum essas leituras têm o reconhecimento de que esse processo foi detonado pelo anúncio de que o curso da política monetária americana começaria a mudar, o que levou a uma dramática mudança nos fluxos de recursos para os mercados emergentes. E uma alteração dessas teria necessariamente de ter forte impacto, considerando-se que os ativos de não residentes em mercados emergentes, em moeda local, quadruplicou para 2,5 trilhões de dólares no quinquênio findo em 2013. A pergunta, nesse caso, é: por que uns países foram mais afetados do que outros?

Uma visão é que esses cinco países foram mais afetados por terem mercados financeiros mais líquidos. Haveria, nesse sentido, um problema de contágio espúrio entre economias pouco relacionadas, em que problemas em uma economia com mercados pouco líquidos acabaram afetando outros países apenas por esses terem mercados mais líquidos. É uma explicação plausível, de acordo com a qual é precisamente por uma característica positiva do Brasil, o fato de que os mercados brasileiros são mais líquidos do que em diversos emergentes, que se justifica a inserção do país no grupo dos BITIS. E, por que não lembrar, da turbulência. Não obstante, essa visão não explica porque outros emergentes com mercados financeiros também bastante líquidos, como a Coreia do Sul, não passaram pelo mesmo estresse.

A outra leitura que se faz sobre porque alguns países sofreram mais do que outros se fixa na análise dos fundamentos econômicos. Foi essa abordagem que levou os países do BITIS a serem originalmente incluídos no mesmo grupo e também uma forma como o Fed justifica sua seleção de países mais vulneráveis.

Em especial, o Fed construiu um índice de vulnerabilidade obtido a partir de um conjunto de seis indicadores: (a) o saldo em conta corrente como proporção do PIB; (b) a dívida pública bruta como proporção do PIB; (c) a inflação anual média nos últimos três anos; (d) a variação nos últimos cinco anos do crédito bancário ao setor privado; (e) a razão entre a dívida externa total e as exportações anualizadas; e (f) as reservas internacionais medidas como proporção do PIB. Parece um índice razoável. Por ele, entre 15 emergentes, o Brasil é o que apresenta o segundo pior índice de fundamentos econômicos, (pouco) atrás da Turquia.

A inclusão do Brasil no grupo tem sido desde então qualificada por diversos analistas na tentativa de diferenciar nossos fundamentos — logo, perspectivas — daqueles dos demais países. Como resposta ao que poderia ser encarado como excessivo pessimismo ou ao menos movimento pendular muito amplo, vários gestores de fundos e outros porta-vozes dos sistemas financeiro e real, além de autoridades brasileiras, têm tentado identificar características que nos tornariam uma espécie de animal econômico um pouco diferente dos demais membros do BITIS. O que sempre é possível e verdade, aliás.

Apesar do aparente sucesso (parcial, temporário?) nessa empreitada, como sempre acontece em momentos de mudança externas significativas, a taxa de câmbio, os juros longos e os prêmios dos CDS passam por pressão, para não dizer sobressaltos. Situação que perdura até o momento de edição deste Boletim. Até que ponto se justifica esse stress? Começemos pelos fundamentos.

Em primeiro lugar, apesar da elevação do déficit em conta corrente, não existem no radar sinais claros de que o país terá dificuldade em financiá-lo em 2014. Como se recorda, o Brasil tem conseguido financiar seus déficits em conta corrente majoritariamente com o ingresso de investimento direto. O temor aqui é que os demais ingressos líquidos pela conta de capital mudem de sinal neste ano. Essa é uma questão em aberto, de cuja solução depende a mudança de humor dos mercados. Não obstante, a alta dos juros e a desvalorização já ocorrida no câmbio reduzem esse risco.

Da mesma forma, não há novidades na área fiscal que indiquem dificuldades adicionais para o financiamento de um déficit que se afigura gerenciável, especialmente se o superávit primário se situar na casa de 2% do PIB, como é a intenção expressa das autoridades transmitida em discursos onde se reafirma a disposição de efetuar cortes e fazer contingenciamento de gastos. Sem falar no espaço para receitas extraordinárias, onde a imaginação da equipe econômica parece não ter

limite, e no fim de algumas desonerações — apesar da expectativa de inclusão de outros setores no esquema de desoneração da folha de pagamentos.

Na política monetária, continua a valer a disposição do BC no sentido de elevar a taxa de juros básica. Como a inflação medida pelo IPCA de janeiro foi menor do que a esperada pela quase totalidade do mercado, a própria previsão para a inflação acumulada até dezembro foi ligeiramente revista para baixo. O crédito, por sua vez, expande-se a taxas decrescentes, havendo indicações que o mesmo ocorrerá com o dos bancos públicos, ao passo que a inadimplência aumenta de fato suavemente há quatro meses, mas é menor do que há um ano.

Passando para o desempenho do nível de atividade, a principal novidade negativa foi a produção industrial de dezembro do ano passado, que caiu 3,5% em relação ao mês anterior, a segunda queda consecutiva depois de três meses de modestíssimo crescimento. O resultado de dezembro foi, em parte, devido a um menor número de dias úteis, somado ao efeito de férias coletivas em algumas atividades. De qualquer forma, o dado surpreendeu mesmo os analistas mais pessimistas. Mas o resultado foi divulgado após o início da deterioração das expectativas acima mencionada. Logo, não pode ser responsabilizado por ela.

A taxa de desemprego de dezembro e janeiro também não pode ser responsabilizada pelo mau humor dos mercados, pois o Brasil pode se gabar de ostentar taxas baixíssimas, não só em relação à sua própria experiência histórica, mas também em relação a uma ampla gama de países. E o desemprego não só está excepcionalmente baixo, mas é decrescente. A menos que a pressão sobre o mercado de trabalho seja entendida como implicando pressão adicional sobre os salários. Mas esse não parece ser o caso presentemente. Por outro lado, o mercado de trabalho apertado tem pressionado os preços de serviços, aumenta o risco de efeitos secundários sobre a inflação de um choque cambial ou de outra natureza (preço de combustíveis, tarifas de eletricidade, etc.), e tem sido apontado como um dos motivos para a desaceleração do crescimento.

A balança comercial de janeiro, negativa como a de janeiro do ano passado, surpreendeu. Mas isso não chega a ser alarmante, pois a desvalorização cambial em curso tende a melhorar a conta de exportações líquidas de bens e serviços não fatores.

Então, o que é que há de errado? De onde vem a desconfiança que contamina as expectativas de forma tão negativa? Que bases reais teria essa síndrome? Como tanta coisa na análise da política econômica do desempenho no mundo real, aplica-se também aqui a imagem do copo meio cheio, meio vazio: ou seja, depende do observador avaliar se houve ou não piora dos fundamentos macro.

A visão que emerge da leitura deste Boletim não difere substancialmente da exposta em edições anteriores. Afinal, a natureza não dá saltos. Mas é inevitável incorporar à análise o dado novo representado pela mudança para pior na visão que os mercados vêm formando sobre o país. Ela tem efeitos não desprezíveis sobre as condições de financiamento e, portanto, afeta a economia real. E é precisamente isso que constitui a matéria prima desta edição do nosso Boletim: como o comportamento das principais variáveis macro vem sendo afetado por eventos exógenos, endógenos e expectativas.

Dito isso, um resumo das seções deste Boletim inclui, com destaque, os seguintes aspectos:

- O desaquecimento do nível de atividade no final de 2013, do qual faz parte a contração na produção de bens de capital em dezembro, fez com que o Indicador Mensal do Investimento do IBRE (IMI) apontasse queda de 0,9% na formação bruta de capital fixo na comparação entre o quarto e o terceiro trimestres de 2013. Por outro lado, nossos modelos desagregados para os diversos setores das Contas Nacionais apontam para uma ligeira recuperação do PIB no quarto trimestre de 2013. Estimamos que a taxa de crescimento foi de apenas 0,3% em relação ao trimestre anterior, levando a média do ano para 2,1%. ([Seção 1](#))
- Mas as expectativas para o curto prazo não são boas. Neste começo de 2014 a confiança de empresas e consumidores vem atingindo níveis historicamente baixos, e sem sinais de melhora. O Índice de Confiança Empresarial — que havia esboçado uma recuperação ao final do ano passado — voltou a cair, fechando abaixo do nível de junho passado; o Índice de Confiança do Consumidor atingiu em janeiro o menor nível desde junho de 2009. A baixa confiança reflete não apenas o ritmo lento de atividade econômica, mas também o aumento da incerteza e a relativa piora dos fundamentos econômicos percebida pelos informantes das pesquisas qualitativas do IBRE. Níveis de confiança dessa ordem tendem a atuar como fatores de redução do ritmo de atividade, por traduzirem comportamentos cautelosos de empresas e consumidores quanto às decisões de investimento e consumo. ([Seção 2](#))
- O mercado de trabalho, por sua vez, apresenta resultados algo contraditórios. Se, por um lado, a projeção da taxa de desemprego dessazonalizada prevista para janeiro é igual à historicamente baixa taxa de dezembro, a alta na massa de rendimentos vem desacelerando fortemente. Essa queda vem ocorrendo principalmente pela rápida desaceleração no crescimento da população ocupada. Mas também se deve à menor expansão da renda média real do trabalho. Na raiz desta desaceleração estão os aumentos mais moderados dos rendimentos nominais, a começar pelo salário mínimo. ([Seção 3](#))
- A análise da inflação destaca que, depois do susto de dezembro — sem o qual o ciclo de alta da Selic possivelmente teria amplitude menor —, a inflação de janeiro veio abaixo das

expectativas, com a desaceleração liderada pelo grupo alimentação e bebidas. A continuidade da desaceleração desse grupo é confirmada pelas primeiras leituras do Monitor da Inflação de fevereiro. Mas, ao contrário do que se verificou em janeiro, o cenário é de elevação do IPCA em 12 meses. Em fevereiro, este avanço não deverá ser pequeno. O cálculo do indicador acumulado em 12 meses excluirá a queda histórica de 15,7% da tarifa de energia elétrica de fevereiro de 2013. A exclusão deve representar um salto de cerca de 0,5 ponto percentual, tudo o mais constante. E mesmo com a dinâmica favorável dos grupos alimentação e vestuário, a taxa em 12 meses tem tudo para ultrapassar 5,7%. ([Seção 4](#))

- Nosso analista da política monetária destaca que o aparente desejo de reduzir o ritmo de alta da Selic se contrapõe a uma nova realidade. É verdade que a atividade econômica se mostra enfraquecida e os novos números da inflação trouxeram algum alívio, mas há pressões de outro tipo. A economia americana se revitaliza, permitindo que o Fed prossiga com o *tapering*, implicando juros mais altos nos EUA e fortalecimento do dólar. Ao mesmo tempo, o Brasil foi enquadrado entre os “frágeis”, países onde a inflação é alta, o crescimento econômico é modesto e os desequilíbrios fiscal e externo são acentuados. Além disso, e dos efeitos adversos da crise argentina sobre nossas exportações de manufaturas, há o amplo reconhecimento de que a economia do Brasil (e a de outros exportadores de *commodities*) costuma ir bem quando ocorrem ganhos de relações de trocas. Essa perspectiva deixa de existir com a China se expandindo em ritmo mais lento. A crescente preocupação com o desempenho futuro da economia chinesa agrava o quadro, implicando maior pressão sobre o risco-país e sobre a taxa de câmbio. Nesse contexto, uma boa aposta seria um ajuste adicional de 50 pontos da Selic, seguido de outro de 25 pontos. ([Seção 5](#))

- A análise da política fiscal desta edição é dedicada ao papel das renúncias de receita e das operações extraordinárias desde o início da crise quando, nos seis anos de 2008 a 2013, o volume global de desonerações fiscais e receitas extraordinárias foi semelhante (R\$ 193,4 e R\$ 190,3 bilhões, respectivamente). Essa semelhança indica a necessidade da busca de receitas compensatórias. Apesar de o efeito líquido global mostrar perda modesta de R\$ 3 bilhões, a leitura intertemporal desse *trade-off* é majoritariamente negativa. As exceções são 2010 e 2011, quando a operação de capitalização da Petrobrás e os refinanciamentos de dívida tributária – mais conhecidos como REFIS – mostraram-se favoráveis ao resultado fiscal. Para os demais períodos, a perda de receita primária, via ampliação da política de desonerações, acabou superando o montante arrecadado com as operações extraordinárias, de forma que o balanço líquido pressionou negativamente as contas fiscais. Além da magnitude dos efeitos, de 0,3% do PIB em 2013, é importante notar que a pressão sobre o desempenho nos dois últimos anos tende a ser mais intensa em função do menor nível de resultado fiscal. A julgar pelo processo de continuidade

na expansão das desonerações neste ano, estimadas em aproximadamente R\$ 85 bilhões, ou 1,6% do PIB, as dificuldades para a expansão das receitas tributárias recorrentes permanecerão presentes. Nesse sentido, a consecução da meta fiscal ainda será dependente de doses importantes de receitas temporárias e extraordinárias. ([Seção 6](#))

- No setor externo destaca-se novo déficit da balança comercial de janeiro (US\$ 4,057 bilhões), de valor bem próximo ao do mesmo mês de 2013 (US\$ 4,040 bilhões). A variação das exportações e das importações foi igual na comparação dos meses de janeiro entre 2013 e 2014 (0,4%), mas a análise por grupos de produtos indica comportamentos diferentes, analisados na Seção 7. Em relação a possíveis impactos da crise argentina no crescimento do Brasil, a participação das exportações para o país vizinho no PIB brasileiro varia de 0,8% a 1%. Isso sugere que o contágio da crise via comércio não será muito expressivo. Mas não significa que os setores que exportam para a Argentina não sofram com a crise, e possam sofrer ainda mais com novas medidas restritivas ao comércio. ([Seção 7](#))

- A análise da economia internacional tem foco na dos EUA, onde a divulgação do PIB do quarto trimestre de 2013 deixou uma sensação de copo meio cheio ou meio vazio. A parte cheia do copo foi o número: 3,2% no quarto trimestre ante o anterior, considerando-se o dado com ajuste sazonal e taxa anualizada. O bom desempenho do quarto trimestre, aliás, foi antecedido pelo ótimo desempenho no terceiro, quando a expansão fora de 4,1%. No ano, o crescimento foi de 1,9%, acima do 1,5% previsto no final de 2012. No lado negativo destaca-se a queda na taxa de crescimento do investimento privado, de 4,1% para 0,8% no quarto trimestre. Outro fator que preocupa é a acumulação de estoques ocorrida na economia ao longo dos quatro trimestres de 2013. Para 2014 pode-se esperar crescimento do PIB entre 3,0% e 3,5% em função do lento e longo processo de recuperação do mercado de trabalho e do investimento privado, e da retomada da demanda pública, que será muito menos contracionista do que em 2013. ([Seção 8](#))

- A seção do analista convidado deste mês conta com uma colaboração de Nelson Barbosa. O tema são as perspectivas da taxa de câmbio neste ano. ([Seção 9](#))

- Finalmente, a seção Em Foco, de autoria de Vinicius Botelho e Silvia Matos, apresenta uma nova medida do hiato de produto para a economia brasileira e a utiliza para analisar a inflação em 2014, assim como para discutir as políticas que seriam necessárias para fazer a inflação convergir para a meta nos próximos anos. ([Seção 10](#))

***Regis Bonelli, Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos***

## 1. Atividade Econômica

Sob a ótica das Contas Nacionais, a indústria crescerá 1,1% em 2014, em relação a 2013, mas com taxas de expansão bastante diferentes entre os seus diferentes setores. Quanto às atividades que a compõem, a indústria de transformação deve crescer 0,2%, a indústria extrativa 1,0%, a produção de eletricidade (SIUP) 3,8% e a construção civil 2,0%.

*Indicadores preliminares apontam para crescimento de 1,8% do PIB em 2014*

Parte significativa do fraco desempenho da indústria de transformação em 2014 será causada pelos efeitos defasados da deterioração das condições macroeconômicas ao longo de 2013 (aumento da taxa básica de juros e piora do ambiente econômico na Argentina e na Venezuela), com destaque para a perspectiva desfavorável da indústria automobilística, mais sensível à crise na Argentina (pela diminuição das exportações) e às variações da taxa de juros (pelo seu impacto nas taxas de financiamento).

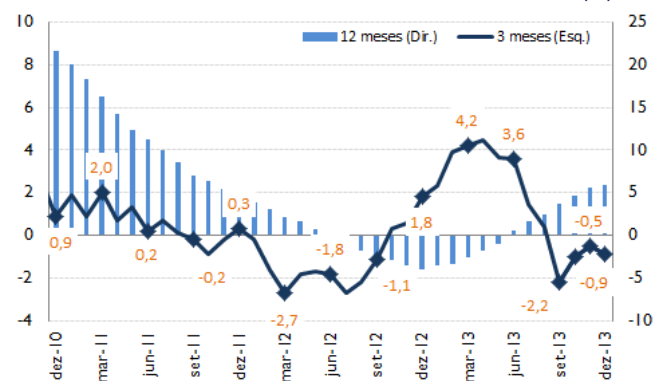
Além disso, a Sondagem da Indústria do IBRE aponta que a indústria automobilística permanece com um alto nível de estoques, o que, tendo em vista a retirada dos incentivos fiscais à compra de automóveis, piora a perspectiva para essa atividade neste ano. Por fim, a perspectiva para a indústria de transformação indica um arrefecimento tanto da atividade de comércio como da conta de impostos (sob a ótica das Contas Nacionais) na comparação de 2014 com 2013.

A recuperação da indústria extrativa em 2014 será gradual. Apesar da expectativa de aumento da produção de petróleo com o início do funcionamento das novas plataformas de exploração, até o momento os resultados com a extração surpreendem negativamente.

O cenário adverso para a indústria de transformação e para a indústria extrativa, associado à deterioração do ambiente econômico de dois países com alta participação no volume de comércio internacional brasileiro (especialmente a Argentina), deve fazer com que, apesar da taxa de câmbio mais depreciada e do crescimento dos países desenvolvidos, as exportações (pela metodologia das Contas Nacionais) cresçam somente 1,5% em 2014, na comparação com 2013. Por outro lado, a taxa de câmbio mais depreciada deverá ser determinante para a desaceleração das importações de bens e serviços não fatores, que devem crescer somente 3,0% em relação a 2013.

Para a agropecuária, de acordo com as estimativas para a safra deste ano

**Gráfico 1: 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, dez. de 2010 a dez. de 2013, %.

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

divulgadas na LSPA de dezembro passado, 2014 será novamente marcado por significativo crescimento. A produção de seis das dez lavouras citadas<sup>1</sup> deve ser maior em 2014 do que em 2013. A produção de soja (responsável em valor por quase um quarto do total do produto agrícola em 2012) deve ser em 2014 10,5% superior à de 2013, com um aumento da área plantada de apenas 5,3%, indicando substancial acréscimo da produtividade. A produção de ovos, medida pelas Contas Nacionais, deve crescer 3,9% na comparação entre 2014 e 2013, pressupondo a continuidade da taxa de crescimento da população de galinhas poedeiras e que a produtividade permaneça nos níveis observados desde 2004. Por fim, com a recuperação da taxa de crescimento da população de vacas leiteiras (cuja média é de 2,5% ao ano) e o crescimento da produtividade obtido nos últimos anos nesta atividade (0,7% ao ano), a produção de leite deve crescer 3,2% na comparação de 2014 com 2013.

Portanto, sob a ótica das Contas Nacionais, a atividade agropecuária crescerá 5,0% na comparação de 2014 com 2013. Já o setor serviços deve crescer um pouco menos que o previsto para este ano (1,6% ante 2,0%). Com todas estas informações, estimamos uma taxa de crescimento de 1,8% para o PIB de 2014.

Mostrando um desaquecimento da atividade já no final de 2013, e em linha com a contração na produção de bens de capital em dezembro registrada na PIM-PF, o Indicador Mensal do Investimento do IBRE (IMI) aponta redução da formação bruta de capital fixo na comparação entre o quarto e o terceiro trimestres de 2013 (Gráfico 1). Como discutido na edição anterior deste Boletim, a queda de 0,9% entre o terceiro e o quarto trimestres de 2013 reflete a depreciação cambial e a deterioração da demanda interna, como apurado pela Sondagem da Indústria.

Por outro lado, nossos modelos desagregados para os diversos setores das Contas Nacionais apontam para uma ligeira recuperação do PIB no quarto trimestre de 2013. Estimamos que a taxa de crescimento foi de apenas 0,3% em relação ao trimestre anterior, levando a média do ano para 2,1%.

*Regis Bonelli, Silvia Matos e Vinícius Botelho*

## **2. Expectativas de Empresários e Consumidores<sup>2</sup>**

A confiança de empresas e consumidores inicia 2014 em níveis historicamente baixos e sem sinais de melhora no curto prazo. O Índice de Confiança Empresarial (ICE)<sup>3</sup> - que havia esboçado uma recuperação ao final do ano - voltou a cair, fechando abaixo do nível de junho passado. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC) atingiu em janeiro o menor nível desde junho de 2009.

O nível reduzido de confiança reflete não apenas o ritmo lento de atividade econômica, mas também o aumento da incerteza e a relativa piora dos fundamentos econômicos, fatores que colaboraram para dar início à tendência de diminuição gradual da confiança ainda no primeiro

<sup>1</sup> Feijão, algodão, soja, arroz, batata, fumo, mandioca, cebola, milho e café.

<sup>2</sup> O autor agradece a colaboração de Vitor Vidal Velho.

<sup>3</sup> Agregação dos índices de confiança da indústria de transformação, construção, comércio e serviços.



semestre de 2013. Níveis de confiança como estes tendem a atuar como fatores de redução do ritmo de atividade, por traduzirem comportamentos cautelosos de empresas e consumidores quanto às decisões de investimento e consumo.

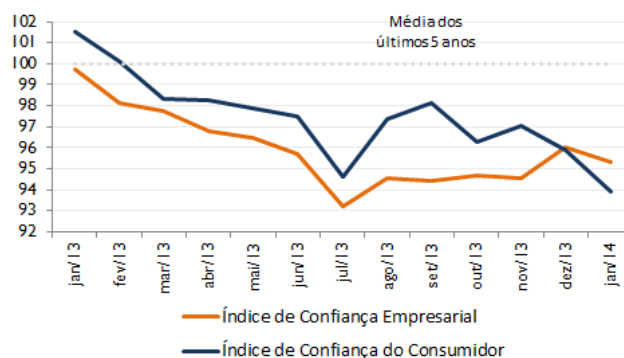
Um aspecto negativo deste início de ano é o fato de as expectativas em relação ao futuro próximo (3 a 6 meses) serem ainda menos favoráveis que as avaliações do presente, tanto para consumidores quanto para empresários. No caso destes últimos, o Gráfico 3, com a evolução comparativa dos índices empresariais de Expectativas (IE-E) e da Situação Atual (ISA-E), é ilustrativo. No primeiro semestre de 2013, os dois índices caminharam juntos até o baque de julho, quando as expectativas despencaram. Depois disso, as expectativas foram se recuperando gradualmente, refletindo a melhora do ambiente que

resultou no provável retorno do PIB ao terreno positivo no quarto trimestre. Em janeiro de 2014, no entanto, as expectativas voltaram a se desinflar. E esse aumento do pessimismo é ainda mais intenso nos quesitos relacionados a um prazo mais longo, de seis meses.

Historicamente, as expectativas captadas pelas sondagens vêm se mostrando bons indicadores antecedentes do nível de atividade. Como exemplo, durante a seleção de variáveis para compor o Indicador Antecedente FGV/TCB (*The Conference Board*), foram testadas mais de 140 séries temporais da economia brasileira. Ao final, os Índices de Expectativas da Indústria, de Serviços e do Consumidor terminaram entre as oito séries escolhidas.

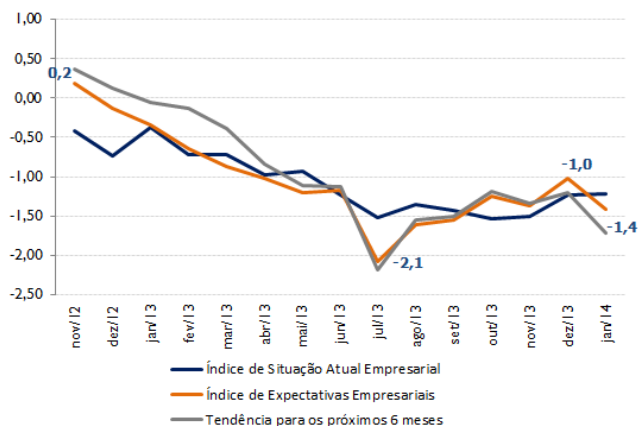
Observando-se o comportamento histórico do IE-E ou das expectativas dos consumidores, no entanto, nota-se que a relação de antecedência com as variáveis quantitativas não é estável ao longo do tempo. Por se tratarem de expectativas em relação a um futuro incerto, esses indicadores estão sujeitos a revezes, eventos imprevistos quaisquer, como novas medidas governamentais ou choques externos. Na ausência de eventos

**Gráfico 2: Confiança Baixa**



\* 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 3: Índices da Situação Atual e de Expectativas Empresariais**

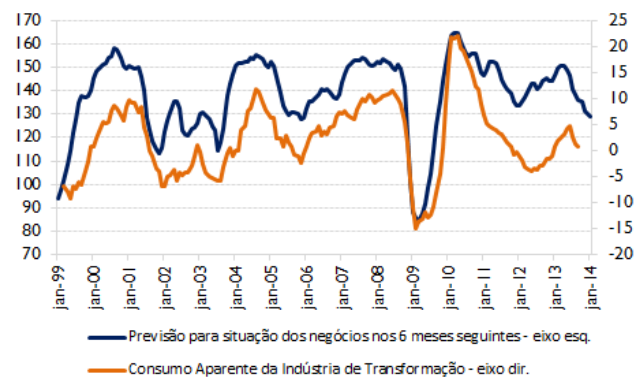


\* Índices normalizados com base em informações dos últimos cinco anos, com ajuste sazonal. Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

inesperados, expectativas moderadamente pessimistas, como as atuais, sinalizam a manutenção de um ritmo fraco de atividade. Como no início de 2014 a margem do governo para a adoção de medidas de estímulo à economia é relativamente pequena, o cenário traçado pelos indicadores de confiança para os próximos meses torna-se mais provável.

Ainda que novos fatos surjam ao longo do ano e promovam a aceleração do nível de atividade, a observação histórica dos índices de expectativas parece indicar que níveis reduzidos como os atuais tenderão a estender por algum tempo a fase de desaceleração do investimento produtivo. A sugestão de que o ritmo dos investimentos em 2014 possa ser ainda mais fraco do que o previsto ganha relevância neste momento de visão relativamente consensual de que o crescimento econômico impulsionado pelo consumo, como nos últimos anos, perdeu força e deveria ser substituído por uma expansão liderada pelos investimentos.

**Gráfico 4: Expectativas e Investimento**



\* Indicador de tendência dos negócios: dados com ajuste sazonal, média móvel trimestral. Consumo aparente de máquinas e equipamentos: %, variação sobre o mesmo trimestre do ano anterior. Dados da Sondagem vão até janeiro de 2014; dados de consumo aparente, do IPEA, vão até setembro de 2013. Fontes: IBRE/FGV e IPEA. Elaboração: IBRE/FGV.

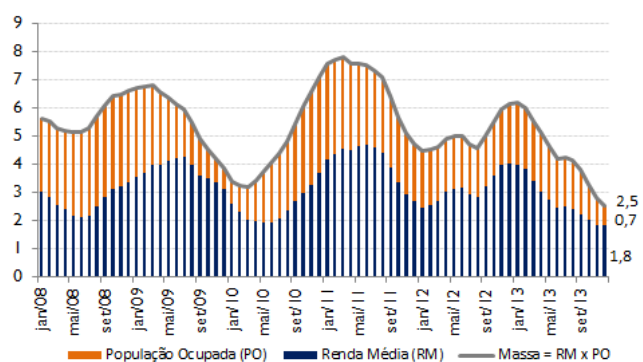
*Aloisio Campelo Jr. e Silvio Sales*

### 3. Mercado de Trabalho

Em dezembro de 2013, os dados da Pesquisa Mensal de Emprego (PME) registraram a menor taxa de desemprego da série histórica sem ajuste sazonal: 4,3%. Na média anual, novo recorde histórico: 5,4% contra 5,5% de 2012. De acordo com nossa previsão, a taxa de janeiro de 2014 foi de 5,3%, pouco menor do que os 5,4% atingidos no mesmo mês de 2013. Com ajuste sazonal, a projeção é de 5,3%, mesmo nível de dezembro do último ano.

Se, pelo lado da taxa de desemprego, o mercado de trabalho mostra bom desempenho, o mesmo não pode ser dito da massa de rendimentos. O Gráfico 5 mostra que o crescimento da renda tem se reduzido fortemente nos últimos meses,

**Gráfico 5: Decomposição do Crescimento da Massa do Rendimento Real do Trabalho (% 12 meses x 12 meses anteriores)**

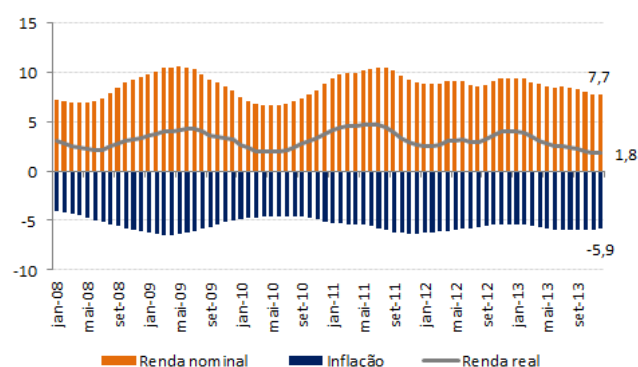


Fonte: PME/IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

registrando 2,5% em dezembro de 2013 ante 6,1% em 2012. Nos últimos seis meses essa queda ocorreu principalmente pela rápida desaceleração no crescimento da população ocupada (PO), acompanhada de menor expansão da renda média real do trabalho. É importante notar que essa desaceleração da PO, precedendo a da renda média, é similar à ocorrida na época da crise de 2009. Logo, esse movimento pode indicar queda no crescimento da renda média nos próximos meses.

O crescimento da renda real do trabalho corresponde ao aumento da renda nominal deduzido da taxa de inflação. Nota-se no Gráfico 6 que a renda real vem se desacelerando, em virtude do menor reajuste nominal concedido pelas empresas, já que a inflação se encontra estável em torno de 6%. Assim como em 2009, a redução do rendimento real foi fruto da desaceleração no aumento dos rendimentos nominais. No entanto, diferentemente do ocorrido naquele período, não se deve esperar recuperação dos rendimentos reais. A elevação do salário mínimo neste ano foi inferior à de 2010 e, por isso, os rendimentos nominais não devem se acelerar em 2014.

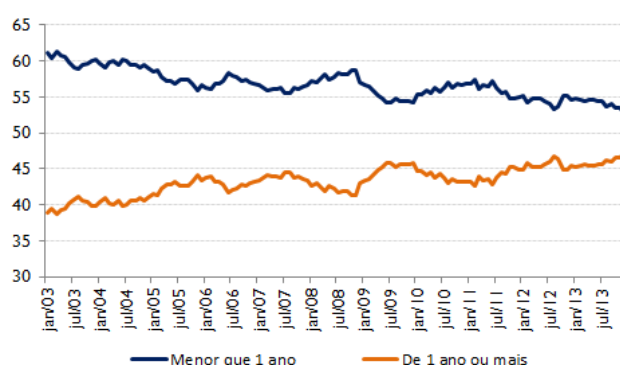
**Gráfico 6: Decomposição do Crescimento da Renda Média Real em Renda Nominal e Inflação (% , 12 meses x 12 meses anteriores)**



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

A desaceleração do indicador da massa de rendimentos – menor crescimento da renda e da PO – pode ser um sinal de alerta para o mercado de trabalho. O Gráfico 7 mostra um reflexo dessa piora. O percentual de trabalhadores com mais tempo de serviço no mesmo emprego vem aumentando, fato corroborado pelo CAGED. Este fato parece derivar do menor crescimento econômico, que reduziu a geração de vagas, e do mercado de trabalho ainda apertado devido ao menor crescimento da PEA. Neste cenário, as firmas buscam manter seus empregados devido à baixa oferta de trabalhadores e, ao mesmo tempo, estes buscam manter seus postos devido à menor geração de novas vagas.

**Gráfico 7: Percentual de Pessoas Ocupadas por Tempo de Permanência no Trabalho Principal (%)**



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

Dessa forma, 2014 se inicia com a taxa de desemprego em níveis baixos, mas com evidentes sinais negativos no mercado de trabalho: menor crescimento da PO, da PEA, da massa de rendimentos e dos rendimentos reais. Ainda assim, o mercado de trabalho não deve ser fonte adicional de

volatilidade para a economia este ano, que se inicia pleno de incertezas, mas deve ficar em linha com o baixo crescimento do PIB esperado. Ou seja, a taxa de desemprego sofrerá suave elevação e o rendimento real apresentará ritmo de crescimento inferior ao dos anos anteriores. No atual modelo, em que a expansão do consumo é importante, uma notícia ruim. Entretanto, as mudanças não devem ser abruptas e o mercado de trabalho não será motivo de grandes preocupações.

*Rodrigo Leandro de Moura e Fernando de Holanda Barbosa Filho*

## 4. Inflação

### Início Satisfatório de Um Ano Difícil

Depois do susto providencial de dezembro, sem o qual o ciclo de alta da taxa Selic possivelmente teria amplitude menor, a inflação de janeiro veio abaixo das expectativas. O IPCA subiu 0,55%, enquanto a mediana das previsões coletadas pelo banco central era de 0,72%. Com isso, a taxa acumulada em 12 meses retrocedeu a 5,59%, abaixo da linha divisória de 5,84%, que aparentemente havia se convertido em meta perseguida informalmente pela autoridade monetária. Em relação a janeiro de 2013, base relevante de comparação, dada a sazonalidade do índice, houve uma desaceleração de 0,25 ponto percentual.

A maior parte dessa desaceleração se deve ao grupo alimentação e bebidas, cuja taxa recuou de 1,99%, em janeiro de 2013, para 0,84%, no mesmo mês de 2014. A desaceleração era previsível, a julgar pelo comportamento dos preços ao produtor. Segundo o IPA-M, as matérias primas agropecuárias registraram queda de 0,64%, em janeiro, ante 1,42% de alta, em dezembro.

No varejo, o grupo alimentação foi influenciado por diminuições dos preços de tomate e batata, atípicas para esta época do ano, mas antecipadas pelo IPC-S e IPCA-15. O que não aconteceu, embora não haja razão para que não ocorra proximamente, foi a transmissão aos panificados da queda de preço do trigo, resultado de oferta abundante.

A continuidade da desaceleração do grupo é atestada pelas primeiras leituras do Monitor da Inflação de fevereiro, que, na modalidade ponta, registram variações ligeiramente abaixo de zero. O quadro de relativa folga nos estoques mundiais de grãos e os prognósticos de boas safras no Brasil permitem projetar para os meses vindouros altas mais moderadas do grupo alimentação do que as ocorridas em 2013. Na ausência de perturbações significativas, climáticas ou cambiais, a taxa de variação dos preços deste grupo poderá estar ao redor de 6% no fim de 2014, abaixo dos 8,5% do ano passado.

Janeiro trouxe também indicações sobre serviços, algumas positivas e outras nem tanto. O IPC-S deste primeiro mês do ano parece confirmar que o aumento mais limitado do salário mínimo, em relação aos de anos anteriores, contribui para atenuar a alta de preços de itens como empregada doméstica e salão de beleza.

O efeito moderador do salário mínimo, todavia, não se fez sentir (nem teria por que) em despesas como cursos formais e serviços médicos, e menos ainda em passagens aéreas. Este item,

conhecido pela volatilidade, teve aumento de 5,40%, em janeiro, de acordo com o IPC-S. Segundo o IPCA, porém, houve queda de 15,88%. Boa parte desta discrepância se explica por diferença nos períodos de coleta. A taxa de variação da passagem aérea no IPCA é praticamente a mesma do IPCA-15. A comparação mais precisa, portanto, deve ser feita com o IPC-S do dia 15, quando este item assinalava queda de 5,48%. A inversão de trajetória da passagem aérea no IPC-S durante a segunda quinzena de janeiro pode estar antecipando movimento análogo no IPCA de fevereiro.

Ao contrário do que se verificou no primeiro mês do ano, doravante o cenário é de elevação da taxa em 12 meses do índice oficial. Em fevereiro, este avanço não deverá ser pequeno. O cálculo do indicador acumulado em 12 meses excluirá a queda histórica de 15,7% da tarifa de energia elétrica, registrada em fevereiro de 2013. A exclusão deve representar um salto de cerca de 0,5 ponto percentual, tudo o mais constante. Mesmo com a dinâmica favorável dos grupos alimentação e vestuário, a taxa em 12 meses tem tudo para ultrapassar os 5,7%.

Janeiro não trouxe informação nova sobre a grande incógnita deste ano, os preços administrados. Um cenário realista para 2014 é de alta de 4,5%. Diante de possíveis sinais de descontrole da taxa inflacionária, no entanto, este percentual poderá ser reduzido e o alvo preferencial da contenção outra vez deverá ser a gasolina.

*Salomão Quadros e André Braz*

## **5. Política Monetária**

### **Pragmatismo Versus Comunicação**

Os sinais contidos no comunicado pós-Copom emitido pelo Banco Central logo após a reunião de 27 de novembro de 2013 foram no sentido de que se encerrava ali a fase dos ajustes de 50 pontos da taxa Selic. Com a decisão tomada naquela data, o BC promovera cinco movimentos consecutivos de 50 pontos, além da alta inicial de 25 pontos ocorrida em abril. Dali por diante, eventuais novos ajustes seriam feitos ao ritmo de 25 pontos, sendo elevada a probabilidade de o ciclo de alta da taxa básica envolver somente mais uma alteração. Essa era a ideia da “parada técnica” a que nos referimos no Boletim de janeiro.

Contudo, poucos dias antes do encontro seguinte do Copom, o IBGE divulgou a taxa mensal de inflação de dezembro: 0,92%. A preocupação com a inflação aumentou de maneira generalizada. E o Banco Central preferiu agir de forma pragmática, optando por sacrificar a comunicação com o público. A intenção anteriormente sinalizada foi deixada de lado e o ajuste da taxa básica foi de novos 50 pontos.

Curiosamente, no comunicado oficial referente a essa última decisão, analistas e participantes de mercado em geral puderam notar renovados sinais de intenção de desaceleração do ritmo de ajuste da taxa Selic. Aparentemente, os dirigentes do BC não desejam levar muito mais adiante o atual ciclo de alta da Selic.

A dúvida que fica é se a realidade permitirá a concretização desse desejo. Como já dissemos, a primeira sinalização a que de início nos referimos foi abandonada em prol do pragmatismo. Os

dirigentes do BC foram otimistas, ao acreditar que o nível real da taxa Selic então atingido (3,8% a.a.) seria suficiente para reverter a trajetória da inflação. Afinal, isto requer juro real acima do neutro e não apenas redução do estímulo monetário. Por certo, é difícil estimar o juro real neutro no Brasil, mas é pouco provável que seja inferior a 4,0%. De qualquer modo, a piora de humor em relação à inflação brasileira dificultou o ajuste de 25 pontos, supostamente pretendido para a primeira reunião de 2014.

O dilema se repete. O aparente desejo de reduzir o ritmo de alta da Selic se contrapõe a uma nova realidade. A atividade econômica se mostra enfraquecida e os novos números da inflação trouxeram algum alívio. Mas há pressões de outro tipo. A economia americana se revitaliza, permitindo que o Fed prossiga com o famoso *tapering*. Isto sugere juros mais altos nos EUA e fortalece o dólar. Ao mesmo tempo, o Brasil tende a ser visto como pertencente ao grupo das chamadas “economias frágeis”, onde a inflação é alta, o crescimento econômico é modesto e os desequilíbrios fiscal e externo são acentuados. Além disso, e dos efeitos adversos da crise argentina sobre nossas exportações de manufaturas, há o amplo reconhecimento de que a economia do Brasil (e a de outros exportadores de *commodities*) costuma ir bem quando ocorrem ganhos de relações de trocas. Com a China se expandindo em ritmo mais lento, essa perspectiva não existe. A crescente preocupação com o desempenho futuro da economia chinesa (relacionada com *shadow banking*, troca de modelo, etc.) agrava o quadro aqui descrito. Tudo isso representa maior pressão sobre o risco-país e sobre a taxa de câmbio. E aumenta a chance de o pragmatismo prevalecer. Nesse caso, uma boa aposta seria um ajuste adicional de 50 pontos da Selic, seguido de outro de 25 pontos.

*José Júlio Senna*

## 6. Política Fiscal<sup>4</sup>

### Novos Caminhos da Política Fiscal: O Papel das Renúncias de Receita e das Operações Extraordinárias

Desde o momento em que a crise global causou forte redução do ritmo de crescimento da economia mundial, a adoção de mecanismos para amortecer a queda da atividade passou a ser amplamente utilizada pelos governos. Este padrão não foi diferente para a economia brasileira, que elegeu com destaque a política fiscal como ferramenta anticíclica, acionando-a principalmente por meio de uma ampla política de desonerações tributárias.

A rápida resposta da economia aos incentivos tributários em fins de 2008 e início de 2009 fez com que instrumentos utilizados neste período fossem reativados com mais vigor a partir de 2012. De forma aditiva, uma série de novas desonerações foi sendo incorporada às anteriores, ainda que com objetivos mais amplos, como melhorar a competitividade e garantir o nível de emprego em diversos setores. Em suma, a concessão de renúncias de receita passou a ser o fato mais marcante

---

<sup>4</sup> O autor agradece a colaboração de Vilma da Conceição Pinto.

da política fiscal no pós-crise. Nesta abordagem expansionista, foram concedidos estímulos fiscais e tributários que foram de um mínimo de 0,3% do PIB em 2008 ao pico de 1,6% em 2013.

Como a dinâmica e a composição do gasto pouco se alteraram no período, à exceção de novas e temporárias despesas, o resultado fiscal primário do setor público teria naturalmente que sofrer uma redução importante em face da perda de arrecadação decorrente dos estímulos concedidos. Contudo, não houve tanta correspondência entre os dois movimentos, principalmente em decorrência da busca por receitas compensatórias.

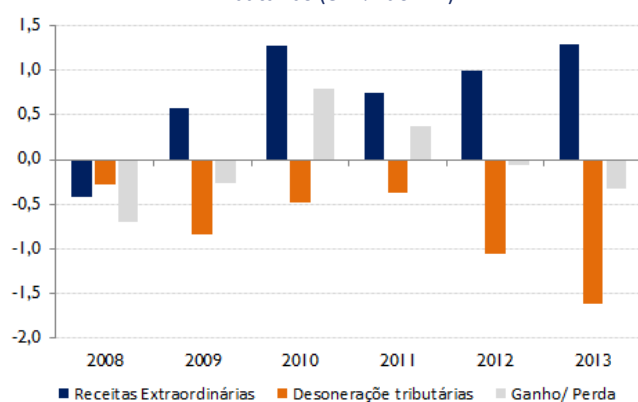
A opção pela busca de mecanismos para compensar a perda de receita primária – colateral à política de desonerações –, diante de revisões para baixo da meta fiscal, deu início ao desgaste da credibilidade da política fiscal, tema bastante explorado e conhecido. É bom ressaltar que, em tese, metas fiscais menores poderiam ser justificadas pelo diagnóstico de que a economia estaria rodando abaixo do seu nível potencial.

À luz da abundância de medidas tributárias e operações pouco recorrentes na gestão das contas públicas no período pós-crise, importa mensurar o balanço entre o volume global de renúncias de receita e o de operações extraordinárias, a fim de conhecer o efeito líquido e o *trade-off* dessas medidas na geração dos saldos fiscais.

Nos últimos seis anos, de 2008 a 2013, o volume global de desonerações fiscais e receitas extraordinárias foi semelhante, de R\$ 193,4 e R\$ 190,3 bilhões, respectivamente. Essa convergência no volume das operações reforça a hipótese da busca de receitas compensatórias. A despeito de o efeito líquido global mostrar perda modesta de R\$ 3 bilhões, a leitura intertemporal desse *trade-off* é majoritariamente negativa. As exceções são 2010 e 2011, quando a operação de capitalização da Petrobrás e os refinanciamentos de dívida tributária – mais conhecidos como REFIS – mostraram-se favoráveis ao resultado fiscal.

Para os demais períodos, conforme visualizado no Gráfico 8, a perda de receita primária via ampliação da política de desonerações acabou superando o montante arrecadado com as operações extraordinárias, de forma que o balanço líquido contribuiu para pressionar negativamente as contas fiscais. Além da magnitude dos efeitos, de 0,3% do PIB apenas em 2013, é importante notar que a pressão sobre o desempenho nos dois últimos anos tende a ser mais intensa em função do menor nível de resultado fiscal.

**Gráfico 8: Balanço entre Receitas Extraordinárias e Desonerações Tributárias (em % do PIB)**



Fontes: Tesouro Nacional (STN) e Receita Federal (RFB) e jornal O Globo. Elaboração: IBRE/FGV

A julgar pelo processo de continuidade na expansão das desonerações este ano, estimadas em aproximadamente R\$ 85 bilhões ou 1,6% do PIB, as dificuldades para a expansão das receitas tributárias recorrentes permanecerão presentes. Nesse sentido, a consecução da meta fiscal ainda será dependente de doses importantes de receitas temporárias e extraordinárias.

A qualidade do ajuste da política fiscal, não apenas no curto, mas também no médio prazo, deverá ser tão melhor quanto mais bem sucedidas forem as medidas de contenção do crescimento do gasto público. Enquanto esta agenda não for enfrentada, eventos discricionários no entorno da execução da política fiscal permanecerão decisivos, o que está longe de ser uma situação ideal.

*Gabriel Leal de Barros*

## 7. Setor Externo

O déficit da balança comercial de janeiro foi de US\$ 4,057 bilhões, valor próximo ao de janeiro de 2013 (US\$ 4,040 bilhões). A variação das exportações e das importações foi igual na comparação dos meses de janeiro entre 2013 e 2014 — 0,4% —, mas a análise por grupos de produtos indica comportamentos diferentes.

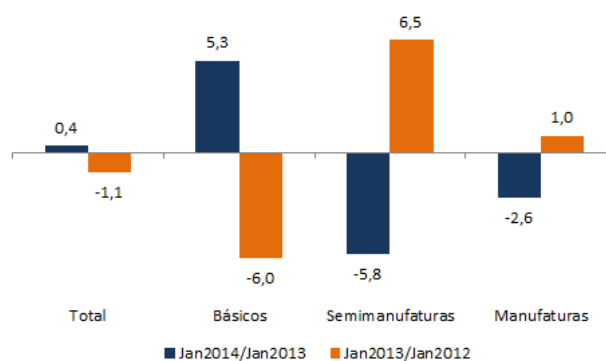
Entre janeiro de 2012 e de 2013, a queda das exportações foi puxada pelos básicos, em especial pelas vendas de petróleo, que caíram 24%, e minério de ferro (-5,2%). As

exportações de semimanufaturas e manufaturas registraram variação positiva (Gráfico 9). Já em janeiro de 2014 (na comparação com o mesmo mês de 2013), o comportamento foi o inverso (caem as semimanufaturas e manufaturas), e a variação positiva dos produtos básicos (+5,3%) é influenciada pelo aumento de 135% das exportações de petróleo.

Nas importações de janeiro de 2013, o aumento dos combustíveis (+56%) foi um dos principais motivos para o crescimento das importações totais (Gráfico 10). Em janeiro de 2014, a queda das compras desse produto (-19%) contribuiu para a pequena variação das importações em relação a janeiro de 2013. Logo, se for correto o anúncio do governo de que as operações de petróleo estão regularizadas, o resultado para 2014 da balança será melhor que em 2013.

A mudança no desempenho dos fluxos de comércio está associada a alterações dos principais mercados. Assim, vendas do setor petróleo ajudam a entender o aumento de 11% das exportações para os Estados Unidos (entre os meses de janeiro de 2013 e 2014), enquanto na comparação entre janeiro de 2012 e 2013 houve queda de 20%.

**Gráfico 9: Variação das Exportações por Fator Agregado (%)**



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



Para o terceiro mercado das exportações brasileiras, a Argentina, o ano de 2014 começou com queda (-14%), assim como em 2013 (-3%). Ao longo do ano passado, as exportações para a o país vizinho se recuperaram. Em 2014, porém, a recente crise argentina sugere que não iremos observar a retomada das exportações brasileiras para esse mercado.

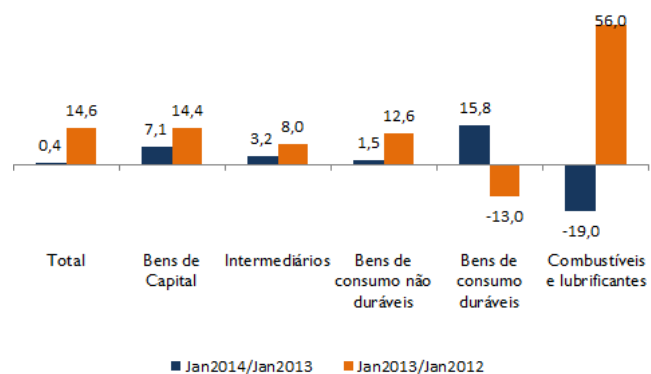
A participação da Argentina nas exportações do Brasil não chega a 10% desde 2001. As manufaturas constituem 90% das exportações nacionais para esse mercado, com aproximadamente a metade dos produtos proveniente do setor automotivo. O país vizinho explica, em média, cerca de 20% do total das vendas de manufaturas brasileiras no comércio mundial desde 2010. Uma correlação simples entre a variação anual das exportações totais de manufaturas do Brasil e a variação das exportações de manufaturas para a Argentina desde 1995 é positiva e alta (+0,7).

Nos anos do auge da crise Argentina, as exportações brasileiras para o país recuaram em 21% (entre 2000/2001) e 55% (2001/2002). Mesmo assim, as exportações totais de manufaturas do Brasil cresceram naqueles dois períodos, embora a taxas baixas — 1,2% e 0,5% nos anos citados. Logo, um resultado similar ou pior pode ser esperado em 2014, pois aumentou a dependência das manufaturas brasileiras em relação ao mercado argentino no período posterior à crise de 2008.

O segundo principal mercado na região latina para o Brasil é a Venezuela, que também está em crise. Neste caso, porém, o país tem uma participação de apenas 2% nas vendas externas brasileiras, e a parcela do mercado venezuelano no total das exportações de manufaturas nacionais atingiu um máximo de 4,7% em 2007 e vem declinando.

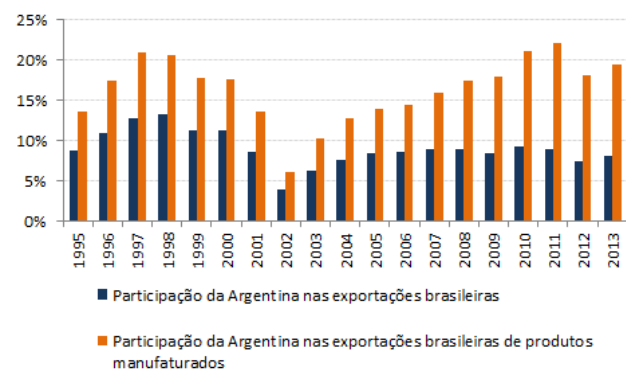
Em relação a possíveis impactos da crise argentina no crescimento do Brasil, a participação das exportações para o país vizinho no PIB brasileiro varia de 0,8% a 1%. Isto sugere que o contágio da crise via comércio seria pequeno. Mas essas considerações não significam que o setor exportador brasileiro para a Argentina não sofra com a crise, e possa sofrer ainda mais com novas medidas restritivas ao comércio.

**Gráfico 10: Variação nas Importações por Categoria de Uso (%)**



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

**Gráfico 11: Participação da Argentina nas Exportações Brasileiras (%)**



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

Lia Valls Pereira

## 8. Panorama Internacional

### Economia Americana: O Momento de Monitorar a Inflação Chegou

A divulgação do PIB americano referente ao quarto trimestre de 2013 deixou uma sensação de copo ou meio cheio ou meio vazio. A parte cheia do copo foi o número. A economia cresceu 3,2% no quarto trimestre ante o anterior, considerando-se o dado com ajuste sazonal e taxa anualizada. O bom desempenho do quarto trimestre foi antecedido pelo ótimo desempenho no terceiro, quando a expansão fora de 4,1%. No ano o crescimento foi de 1,9%, acima do 1,5% previsto em dezembro de 2012.

No quarto trimestre, a taxa de crescimento do investimento privado reduziu-se muito, de 4,1% para 0,8%, e o investimento residencial contribuiu negativamente com 0,5p.p. para esta piora. Já a contribuição do consumo de bens duráveis para os 3,3% de crescimento do consumo foi de 0,7p.p., significativamente menor do que o 1,0 p.p. observado no trimestre anterior.

Outro fator que preocupa foi a acumulação de estoques ocorrida na economia ao longo dos quatro trimestres de 2013.

Ou seja, aparentemente o aperto nas taxas longas desde maio de 2013 atingiu a parcela da demanda agregada sensível aos juros. Como se sabe, foi em maio de 2013 que o Fed iniciou a comunicação para o começo do processo de redução do programa de compras de ativos de longo prazo (conhecido por *tapering*).

Para este ano, pode-se esperar crescimento entre 3% e 3,5% em função do lento e longo processo de recuperação do mercado de trabalho e da economia em geral, e da retomada da demanda pública, que será muito menos contracionista do que em 2013.

No ano passado, a forte elevação da carga tributária no primeiro trimestre, fruto do fim de inúmeras isenções de impostos, e a queda do gasto público, vigente a partir de março, produziram fortíssimo vento de proa para a economia no primeiro semestre.

Se o PIB crescer 3,2% em 2014 – 1 p.p. acima do potencial, portanto –, a taxa de desemprego, atualmente em 6,7%, deve descer bem abaixo de 6,5%. Este é um dos limites do Fed para começar a pensar sobre alta da taxa básica de juros. Pela lei de Okun, 1 p.p acima do potencial por um ano deve reduzir o desemprego em 0,5 p.p..

No entanto, houve desde 2007 fortíssimo aumento na parcela da população em idade ativa (PIA) que se retirou da população economicamente ativa (PEA). A taxa de atividade (a razão PEA/ PIA), que era de 66% em 2007, reduziu-se para 63% em janeiro de 2014. É possível que parte desses trabalhadores que se retiraram da força de trabalho esteja desalentada, isto é, desistiu de procurar emprego, mas retornará ao mercado de trabalho se as condições melhorarem.

Esse é o grande debate na economia americana atualmente. Se o desalento for muito grande à medida que o mercado de trabalho melhora, o aumento da taxa de atividade manterá o desemprego elevado mesmo com aceleração do crescimento econômico e expansão da população ocupada.

Dois recentes estudos do pessoal técnico do Fed sugerem que o desalento é bem menor.<sup>5</sup> O lento mas contínuo processo de envelhecimento da população em idade ativa e as menores taxas de atividade das pessoas a partir dos cinquenta anos explicariam hoje a maior parte da queda da taxa de atividade. Também é possível que parcela significativa do desemprego de longo prazo seja estrutural, não ajudando, portanto, a manter baixa a pressão sobre os salários.<sup>6</sup>

Este ano marca o momento em que os analistas passarão a acompanhar com muito detalhe a inflação. Em certa medida o ajustamento do mercado de trabalho está bem avançado. É hora de acompanhar os preços.

*Samuel Pessôa*

## 9. Analista Convidado

### Perspectivas para a Taxa de Câmbio Real em 2014

Discussões de mercado sobre taxa de câmbio tomam como referência o valor mais recente dessa taxa, pois fortunas podem ser ganhas ou perdidas com flutuações de curto prazo. Porém, quando passamos à análise macroeconômica, é importante considerar flutuações de prazo mais longo, pois a economia leva algum tempo para se ajustar a mudanças de preços.

Com base nessa perspectiva, a Tabela 1 apresenta a variação da taxa de câmbio nominal real/dólar em cada ano, de acordo com a média anual e o valor no final do período. Considerando-se a média anual, a taxa real/dólar subiu de 1,96, em 2012, para 2,16, em 2013. A depreciação nominal média foi, portanto, de 10,5% no ano passado, o que, por sua vez, contribuiu para a manutenção da inflação num patamar elevado. Olhando para 2014, as expectativas de mercado apontam para uma taxa de câmbio nominal média de 2,41, ou seja, uma depreciação (11,5%) ligeiramente superior à verificada no ano passado e que certamente contribuirá para manter a inflação ainda elevada em 2014.

Ainda com base nas expectativas de mercado para este ano, a média anual da taxa de câmbio real/dólar deverá registrar um aumento cumulativo de aproximadamente 44% no triênio em 2012-14. Parte desse movimento é uma correção da forte apreciação cambial ocorrida em 2010-11, quando a expansão da liquidez mundial e o aumento da demanda chinesa por *commodities*

<sup>5</sup> "On the Causes of Declines in the Labor Force Participation Rate," Shigeru Fujita, Federal Reserve Bank of Philadelphia, November 19, 2013, <http://www.phil.frb.org/research-and-data/publications/research-rap/2013/on-the-causes-of-declines-in-the-labor-force-participation-rate.pdf> e February 03, 2014, A Mis-Leading Labor Market Indicator, Samuel Kapon and Joseph Tracy, <http://libertystreeteconomics.newyorkfed.org/2014/02/a-mis-leading-labor-market-indicator.html>.

<sup>6</sup> Ver, por exemplo, o artigo "Amerisclerosis? The Puzzle of Rising U.S. Unemployment Persistence," Brookings Papers on Economic Activity, de Olivier Coibion, Yuriy Gorodnichenko and Dmitri Koustas, fascículo referente ao outono de 2013.

puxaram os termos de troca do Brasil para cima. De fato, se consideramos a taxa de câmbio real efetiva — isto é, a taxa de câmbio nominal corrigida pela variação de preços no Brasil e no resto do mundo —, é possível verificar que tal indicador “mergulhou” fortemente em 2010-11, como apresentado no Gráfico 12.

**Tabela 1: Taxa de Câmbio Real/Dólar Norte Americano, 2002-2013 e Projeção para 2014\***

Ano	Valor no final do período	Variação	Valor médio do período	Variação
2002	3,53	NA	2,93	NA
2003	2,89	-18,20%	3,07	4,80%
2004	2,65	-8,10%	2,93	-4,70%
2005	2,34	-11,80%	2,43	-16,80%
2006	2,14	-8,70%	2,18	-10,60%
2007	1,77	-17,20%	1,95	-10,50%
2008	2,34	31,90%	1,84	-5,70%
2009	1,74	-25,50%	1,99	8,50%
2010	1,67	-4,30%	1,76	-11,70%
2011	1,88	12,60%	1,67	-4,80%
2012	2,04	8,90%	1,96	16,70%
2013	2,34	14,60%	2,16	10,50%
Projeção 2014	2,45	4,60%	2,41	11,50%

\* a projeção para 2014 é a expectativa de mercado, segundo o relatório Focus de 17 de janeiro de 2014.

Fonte: Banco Central. Elaboração: IBRE/FGV.

Grande parte das dificuldades recentes da indústria de transformação brasileira decorre da forte apreciação cambial de 2010-11. A situação começou a mudar com a desaceleração da economia mundial, em 2012, mas somente em 2013 a taxa de câmbio real voltou a um patamar próximo ao verificado em 2007, como apresentado no Gráfico 12. Considerando-se o biênio 2012-13, houve um aumento cumulativo de 19,9% da taxa de câmbio real. Em outras palavras, mesmo descontando-se a variação de preços no Brasil e no exterior, a taxa de câmbio aumentou em quase 20% nos últimos dois anos.

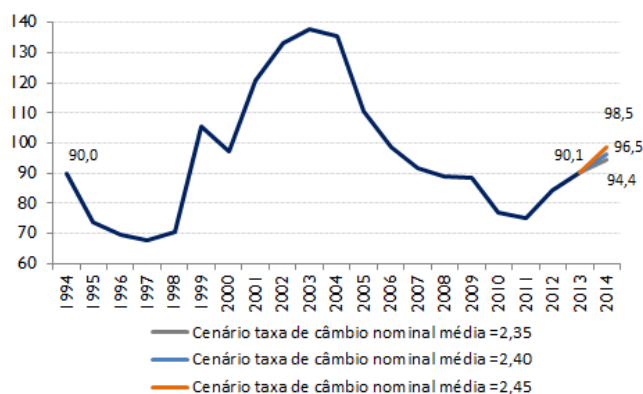
A economia brasileira ainda está se adaptando ao forte ajuste cambial de 2012-13, que por sua vez ainda não se completou. Para ilustrar este ponto, o Gráfico 12 também apresenta cenários para a evolução da taxa de câmbio real neste ano de acordo com diferentes hipóteses sobre a taxa de câmbio nominal. Todos os cenários assumem uma taxa de inflação de 6% no Brasil e 2% no resto do mundo.

De acordo com o cenário 1, caso a taxa de câmbio permaneça estável no nível verificado no final de 2013 (2,34), ainda assim a taxa de câmbio real anual aumentará 4,4% neste ano. Já segundo o cenário 2, caso a taxa de câmbio nominal média de 2014 suba para 2,41, como espera o mercado, a taxa de câmbio real aumentará 7,5% neste ano. Por fim, segundo o cenário 3, se a taxa de

câmbio nominal média subir para 2,45 em 2014, o aumento da taxa de câmbio real será de 9,3% neste ano.

A principal conclusão das simulações do Gráfico 12 é que o ajuste cambial brasileiro não acabou. Mesmo com estabilidade da taxa de câmbio nominal, a taxa de câmbio real anual continuará a desvalorizar em 2014. Do lado positivo, este movimento aumentará a competitividade da indústria de transformação e reverterá parte do efeito negativo do “mergulho cambial” de 2010-11. Do lado negativo, a continuação da elevação da taxa de câmbio real contribuirá para a manutenção da inflação num patamar ainda elevado em 2014. Somente em 2015 a taxa de câmbio deverá voltar a contribuir para a redução da inflação.

**Gráfico 12: Taxa de Câmbio Real Efetiva: 1994-2013 e Simulações 2014\***



\* taxa de câmbio real é baseada na taxa de câmbio nominal e na evolução do índice de preço das exportações brasileiras e do IPCA. Fonte: Banco Central. Elaboração: IBRE/FGV.

*Nelson Barbosa*

## 10. Em Foco IBRE: O Hiato do Produto e a Inflação em 2014

O hiato do produto mede a parcela do PIB que reflete choques de demanda tais como quedas inesperadas nas taxas básicas de juros ou movimentos imprevistos da política fiscal. Esses choques tipicamente se traduzem em desvios dos níveis de emprego (horas trabalhadas, utilização da capacidade instalada, etc.). Essa pressão nos níveis de fatores afeta custos e, com isso, preços. Por essa razão, um trabalho recente de três pesquisadores do IBRE<sup>7</sup> estimou o hiato do produto por meio da identificação desse tipo de choque. Ela é feita pela imposição de restrições na estrutura de curto e longo prazo de transmissão de choques de um VAR estimado com dados de horas trabalhadas, nível de utilização da capacidade instalada na indústria, PIB, formação bruta de capital fixo e PIB dos EUA. As condições de identificação escolhidas refletem o fato de que o Brasil é uma pequena economia aberta (e, portanto, choques na economia brasileira não afetam nem contemporaneamente e nem no longo prazo a economia americana) e que, quando o aumento do PIB ocorre simultaneamente a um aumento nas horas trabalhadas ou na utilização da capacidade instalada, há pressão de demanda. Nesse sentido, todo o crescimento do PIB devido somente a choques de demanda é tratado como hiato do produto. A série de hiato do produto resultante é mostrada no Gráfico 13.

<sup>7</sup> BOTELHO, Vinicius de Oliveira; PESSOA, Samuel de Abreu; MATOS, Sílvia Maria. *Estimating the Output Gap: a SVAR Approach*. Apresentação e versão original do paper disponíveis para download em <http://goo.gl/h0ha8P>.

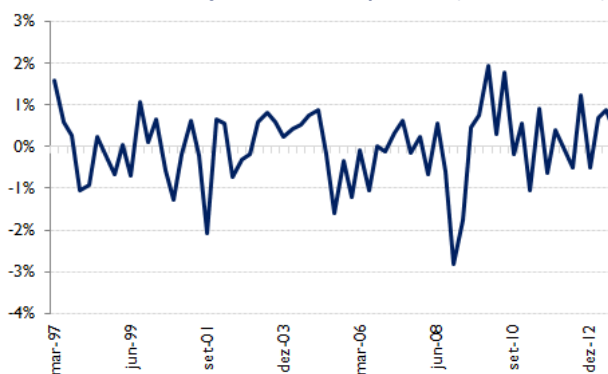
Essa metodologia resulta em melhor estimativa do hiato em relação a diversas alternativas quando há mudança na tendência de crescimento do produto potencial. O filtro HP, por exemplo, tem problemas de borda; por causa disso ele tende, erroneamente, a identificar mudanças no produto potencial como movimentos cíclicos. Recentemente tem sido observada desaceleração do crescimento do produto potencial da economia brasileira. Por causa disso, o hiato do produto medido pelo filtro HP

mostra uma economia desaquecida. Contudo, a taxa de desemprego da PME se encontra nos menores níveis da série histórica, indicando a existência de pressões no mercado de trabalho. Essas pressões são confirmadas pelos aumentos de renda que, embora em desaceleração, permanecem acima da inflação. Confirmando esse cenário de aquecimento, apesar dos esforços da autoridade monetária com a elevação dos juros desde abril de 2013, a inflação não tem cedido. Esse aparente paradoxo (baixo nível de atividade na presença de pressões de demanda) é resolvido com a estimativa do hiato do produto aqui apresentada: no Gráfico 13 é possível ver como a demanda agregada está pressionada nos últimos três trimestres, apesar do lento crescimento do PIB. Essa pressão permite explicar parte da resistência da inflação.

Além disso, com essa medida de hiato é possível identificar os impactos das políticas fiscal e monetária na atividade – afinal, estes são clássicos instrumentos macroeconômicos para geração de pressões na demanda agregada. Em um modelo de pequeno porte, apresentado no artigo citado, é possível, por meio da nova estimativa de hiato, estimar uma relação entre a taxa de juros, a inflação, as expectativas de inflação e a atividade (o hiato, ou a curva IS). No modelo considerado, a taxa de juros é imputada de acordo com diferentes cenários (e segue uma regra de Taylor a partir de 2015) e as expectativas são adaptativas. A curva de Phillips explica a inflação usando o hiato do produto, a taxa de câmbio, as expectativas de inflação e a inflação passada. Por fim, a curva IS explica o hiato do produto pela taxa real de juros, o déficit do setor público consolidado como proporção do PIB e o próprio hiato do produto no passado.

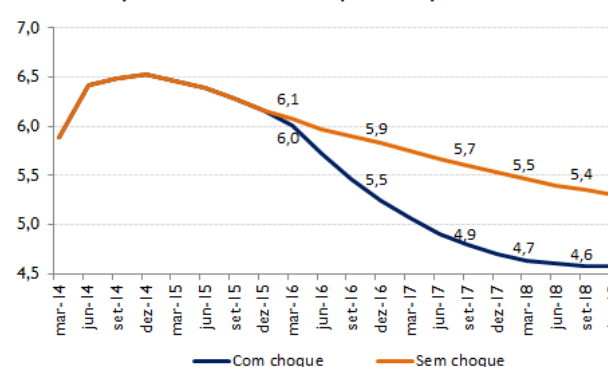
O cenário para a inflação foi construído a partir das seguintes premissas: superávit primário de 1,0% em 2014, taxa de câmbio

**Gráfico 13: Evolução do hiato do produto (1971 a 2013.3)**



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 14: Evolução da Taxa de Inflação Sem Choque de Expectativas e com Choque de Expectativas**



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

de R\$ 2,55 / US\$ no final deste ano, inflação de preços administrados de 4,6%, inflação de alimentos de 5,6% e que a Selic encerrará este ano em 11,25%. Neste cenário, a inflação de 2014 (medida pelo IPCA) resultante é de 6,5%.

No cenário de longo prazo, o superávit primário converge para 2,5% do PIB a partir de 2016 (passando por 2,0% em 2015). A taxa de câmbio converge para R\$ 2,80 / US\$ num horizonte de dois anos, refletindo a normalização das condições monetárias norte-americanas. A política monetária passa a ser conduzida por uma regra de Taylor a partir do início de 2015. A inflação dos alimentos segue a dos preços livres e os administrados crescem 5,5% em 2015, 5,0% em 2016 e 4,5% a partir de 2017.

Tomando esse cenário como referência, é possível analisar que políticas seriam necessárias para fazer a inflação convergir para a meta ao final de 2018. São consideradas três opções: choque de expectativas, superávit primário e taxa de juros. Para ilustrar a importância das expectativas de inflação, no Gráfico 14 estão as projeções para a inflação em dois cenários: com as expectativas inflacionárias seguindo o processo endógeno adaptativo e com expectativas de inflação convergindo para 4,5% ao ano a partir do início de 2015.

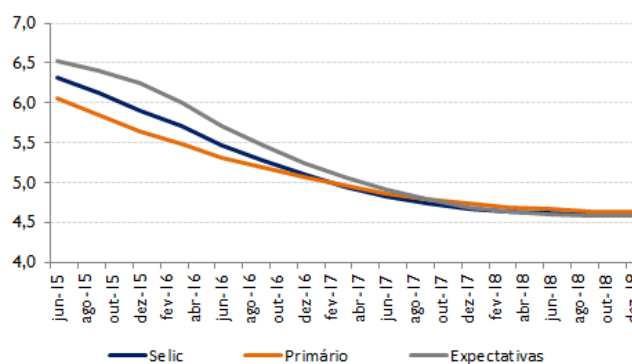
Para que a política fiscal consiga, mantidos os outros parâmetros da simulação, fazer a inflação atingir o centro da meta, é necessário um esforço adicional de 1,6 ponto percentual de superávit primário no período considerado. Portanto, o superávit primário precisaria atingir 3,6% do PIB em 2015 e 4,1% do PIB de 2016 a 2018. O esforço fiscal seria o maior realizado em mais de dez anos.

Para a política monetária, mantidos constantes os outros parâmetros da

simulação (e, portanto, voltando ao cenário em que o superávit primário atinge 2,5% do PIB a partir de 2016) e considerando que o ritmo de ajuste da taxa de juros será de, no máximo, 0,50 ponto percentual a cada reunião do COPOM, é necessário que a Selic atinja o pico de 14,25% para que, ao final de 2018, a inflação volte para meta de 4,5% ao ano. A última vez que essa Selic atingiu valor similar foi em 2006. A trajetória de convergência da inflação em cada um desses cenários aparece no Gráfico 15.

Provavelmente uma combinação dessas políticas será adotada no processo de desinflação, pois são estratégias complementares: uma mudança de postura capaz de ancorar as expectativas inflacionárias, a realização de um esforço fiscal compatível com o nível de inflação desejado e aumento das taxas de juros em medida suficiente para garantir a convergência da inflação para o

**Gráfico 15: Evolução da Taxa de Inflação com Convergência para o Centro da Meta Usando Choques de Expectativa, Mudanças na Taxa Selic e no Superávit Primário**



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

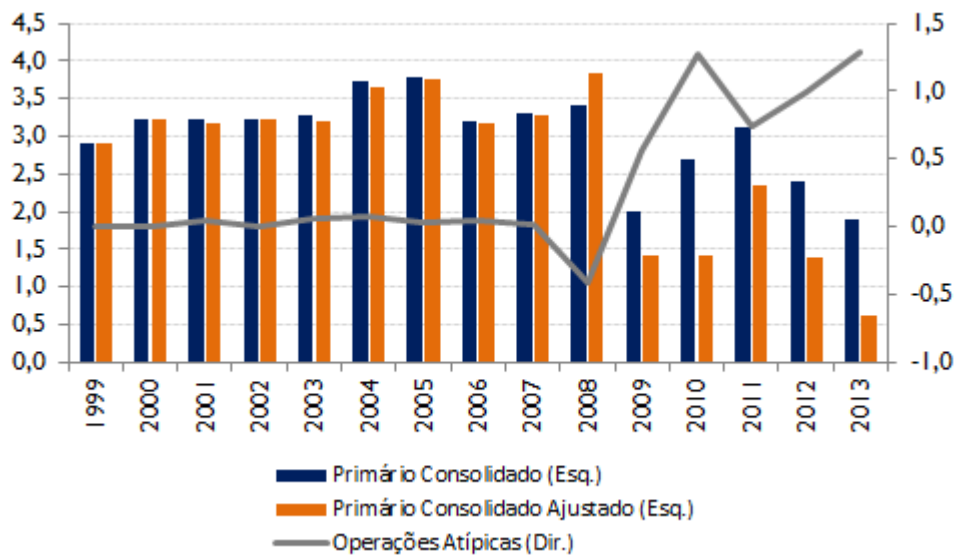
centro da meta. Se adotadas em conjunto, a magnitude de cada uma delas será menor. Todavia, nossa análise mostra que os esforços necessários para levar a economia de volta ao equilíbrio ainda são certamente muito maiores do que os já realizados.

*Vinicius Botelho e Silvia Matos*

## Revisão Técnica do Boletim Macro IBRE: Fernando Dantas

### Anexo

**Gráfico A.1: Resultado Primário do Setor Público Consolidado Ajustado (% do PIB)**



Fontes: Tesouro Nacional (STN) e Receita Federal (RFB). 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 Fontes

Lia Valls Pereira

Luiza Niemeyer

Mauricio Canêdo Pinheiro

Mauro de Rezende Lopes

Nelson Henrique Barbosa Filho

Regis Bonelli

Rodrigo Leandro de Moura

Samuel Pessoa

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 13 de fevereiro 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.