

Longe do Caos, Mas Também Longe da Zona de Conforto

2013 é, obviamente, jogo jogado: o ano termina com crescimento do PIB bem superior ao do ano passado (2,4%, previstos para 2013, ante 1,0% registrados em 2012), com inflação medida pelos preços ao consumidor ligeiramente abaixo da de 2012 — logo, ainda dentro da banda —, desemprego médio no ano também levemente inferior ao do ano passado, e rendimentos médios reais ainda em elevação. Mas com superávit primário abaixo do desejável e, especialmente, déficit em transações correntes bastante elevado, da ordem de 3,7% do PIB. Em suma, uma mescla de resultados relativamente positivos ao lado de outros que deixam a desejar e que exibem desequilíbrios reais e riscos potenciais. Longe do caos, mas em situação não confortável.

Muito da discussão atual sobre a conjuntura no Brasil está centrada em determinar o momento em que os formuladores de política econômica irão, ou terão que, atuar para corrigir os desequilíbrios e fragilidades que podem comprometer um funcionamento saudável do sistema econômico a mais longo prazo: se no próximo ano, se em 2015 ou, em possibilidade remota, depois disso. Mas, nesse último caso, os ajustes seriam impostos por uma piora extrema dos fundamentos, internos e/ou externos. Nada que esteja no radar neste momento.

O *timing* será também afetado pelo desenrolar de importantes iniciativas governamentais e eventos recentes, como o deslanchar das concessões na área da infraestrutura, o reconhecimento de que o crédito dos bancos públicos vem se desacelerando — refletindo um certo esgotamento do modelo de expansão do consumo baseado no crédito, público e privado —, o receio de que haja rebaixamento da nota de crédito soberano e da evolução da inflação em face de uma política fiscal que continua expansionista. Na frente externa, a preocupação central é com o momento do início do *tapering*. Com todos esses constrangimentos, a ação recente do BC, aliás, tem perseguido simultaneamente os objetivos de suavizar os movimentos cambiais para ajudar no controle da inflação, com o auxílio dos aumentos de juros, tentando contrabalançar o expansionismo fiscal para evitar o rebaixamento do *rating*.

O fato é que muito da tensão existente detectada e vivida pelos agentes econômicos tem a ver com o caráter errático de alguns desses desenvolvimentos. No caso do crédito público, por exemplo, a tensão tem origem no caráter intermitente das concessões. Na área das variáveis reais, prevê-se que o investimento em capital fixo deverá desacelerar a curto prazo, depois da recuperação de 2013. O mercado de trabalho seguirá aquecido, mas o crescimento da massa salarial provavelmente vai desacelerar ou mesmo desaparecer com a manutenção da inflação nos patamares atuais, mesmo com o reajuste do salário mínimo em janeiro. O crédito para consumo

quase não cresce em termos reais, em parte como resultado da moderação (intermitente, como dissemos) do crédito público.

Portanto, 2014 prenuncia-se difícil, com tensões crescentes e incerteza em algumas áreas, como na fiscal. Nesse meio tempo, o barômetro da economia do povo é que ditará as possibilidades de recondução da presidente e o futuro da agenda de mudanças. Nesse contexto, é difícil imaginar que alguma mudança expressiva de curso venha a ocorrer, quando a sensação de bem estar de parte substancial da população mantém-se elevada, como atualmente percebido. Logo, mais do mesmo não parece um cenário improvável quando se visualiza 2014 pelas lentes da política econômica. Será 2014 também jogo jogado?

Um resumo dos destaques desta edição do Boletim Macro IBRE inclui:

- Apesar de o PIB do terceiro trimestre ter apresentado variação um pouco abaixo das nossas expectativas, e das de diversos analistas, prevê-se que esse movimento será revertido neste quarto trimestre. O Indicador de Atividade Econômica do IBRE já aponta para uma recuperação: a média móvel trimestral do indicador subiu de -0,5%, que foi a taxa TsT do terceiro trimestre, e passou para -0,1% no trimestre findo em outubro. O crescimento previsto para o PIB do quarto trimestre (TsT) é de 0,8%. Para 2013 como um todo a previsão é de 2,4%, ligeiramente abaixo da previsão de Boletins anteriores (2,5%). ([Seção 1](#))
- Depois de recuar no primeiro semestre, a confiança de empresas e consumidores passou a não apresentar tendência definida. Do lado empresarial, a estabilização dos indicadores de confiança em patamar inferior ao do final do primeiro semestre não deixa espaço para interpretações otimistas. No âmbito das famílias, o avanço discreto do Índice de Confiança do Consumidor em novembro permitiu apenas um retorno ao nível relativamente baixo de junho passado. Além de sinalizar expectativas modestas de crescimento econômico no curto prazo, os resultados das sondagens adicionam ingredientes que ajudam a traçar um cenário menos favorável aos investimentos nos próximos meses, em contraponto ao excelente desempenho observado no início do ano. Um desses sinais é dado pela forte diminuição da confiança dos segmentos produtores de bens de capital no segundo semestre. ([Seção 2](#))
- No que diz respeito ao mercado de trabalho, os dados de outubro mostraram leve queda da taxa de desemprego na comparação anual, em boa medida associada à estagnação da PEA: de 5,3%, em outubro de 2012, para 5,2%, em outubro deste ano. Nossa previsão para a taxa de novembro é de 5,0%, praticamente da mesma ordem de grandeza da taxa de 4,9% registrada no mesmo mês de 2012. Com ajuste sazonal, a projeção é de 5,5%, acima dos 5,3% de outubro. Destaque-se que a estagnação da PEA tem ocorrido junto com a desaceleração do crescimento do rendimento real. ([Seção 3](#))

- A análise da inflação destaca os efeitos da elevação dos preços da gasolina. O registro de uma taxa anual do IPCA inferior à de 2012 não garante que a inflação esteja em trajetória de genuína desaceleração. Esta questão atravessará 2014 e possivelmente ditará os reajustes dos combustíveis na primeira metade do período de convergência dos preços internos para referenciais internacionais, acordado entre a Petrobras e o Governo Federal. Em caso de ameaça de descontrole inflacionário, atenuam-se os reajustes da gasolina. ([Seção 4](#))
- A avaliação da política monetária destaca as preocupações com eventual interrupção do fluxo de financiamento internacional, que tornam aconselhável ajustar antecipadamente a política econômica no caso de déficits sistematicamente elevados na conta corrente, em geral explicados pelo comportamento adverso de preços relativos como a relação câmbio-salários ou do câmbio real. Mas nosso analista enfatiza que modificar a tendência dos preços relativos não é tarefa fácil nas atuais condições da economia brasileira. ([Seção 5](#))
- O desequilíbrio das contas públicas, preocupação permanente da política fiscal, é o tema da seção respectiva. É evidente que, desde a crise global, mudou o processo de busca do cumprimento das metas de superávit primário do setor público. O cenário fiscal permaneceu complicado mesmo depois que a economia voltou a crescer. A participação das receitas não-recorrentes cresceu para um patamar elevado, mas sua composição mudou: de refinanciamentos tributários para antecipação de dividendos e concessões. Pelo lado do gasto, a expansão deve-se à aplicação de regras de indexação, em particular ao salário mínimo, mas também à forte aceleração de despesas discricionárias, que pouco tem a ver com os investimentos fixos. A previsão dos nossos analistas é a de que o superávit primário do setor público consolidado, sem recurso a descontos e ajustes, seja de 1,8% e 1% do PIB em 2013 e 2014, respectivamente. Com isso, a dívida líquida projetada aumenta de 35,7% para 37,2% do PIB. ([Seção 6](#))
- O aumento do déficit em transações correntes (TC) em 2013 deveu-se principalmente ao desempenho da balança comercial. Na comparação dos valores acumulados no ano até outubro entre 2012 e 2013, a balança comercial contribuiu com US\$ 19,2 bilhões para o aumento de US\$ 28 bilhões do déficit em TC. Esse déficit aumentará de US\$ 54 bilhões para cerca de US\$ 80 bilhões entre 2012 e 2013. Espera-se, porém, uma melhora para 2014, quando o saldo poderá recuar para aproximadamente US\$ 70 bilhões em função da melhora na balança comercial. ([Seção 7](#))
- A análise da economia internacional ocupa-se da iminência do *tapering*, que parece próximo por um conjunto de razões: primeiro, o programa de compras de títulos mostrou-se controverso desde os seus primeiros momentos; segundo, é difícil quantificar seus efeitos; terceiro, a ata da reunião do Fomc de setembro esclareceu que foi apertada a decisão de manter inalterado o ritmo de aquisição; quarto, Bernanke mostrou-se um pouco mais crítico do programa

em sua mais recente palestra, tendo ressaltado que a experiência com esse tipo de estratégia é baixa, que a magnitude de seus efeitos é incerta, que há o risco de o programa produzir disfunção em certos mercados e o fato de a complexidade do problema aumentar com o tamanho do balanço do Fed. Mas cabe destacar que a grande preocupação original, de que o programa fosse gerar inflação, não se concretizou. Em suma, as compras de títulos perderão ritmo e serão encerradas brevemente, mas por outros motivos: riscos importantes e resultados incertos. ([Seção 8](#))

- A seção do analista convidado nesta edição do Boletim conta com a colaboração de Fernando Rocha, economista da JGP Gestão de Recursos, e tem como tema a política fiscal brasileira após a crise de 2008. ([Seção 9](#))
- Nesta edição do Boletim IBRE temos, como inovação, duas seções Em Foco. A primeira, de autoria de Érica Diniz e José Roberto Afonso, analisa as distintas modalidades de benefícios fiscais existentes no Brasil. ([Seção 10](#))
- A segunda, de autoria de Silvia Matos e Vinicius Botelho, apresenta e discute as projeções de um conjunto de variáveis macroeconômicas para este ano e para o próximo, obtidas a partir do modelo macroeconômico desenvolvido no IBRE. ([Seção 11](#))

Regis Bonelli, Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos

1. Atividade Econômica

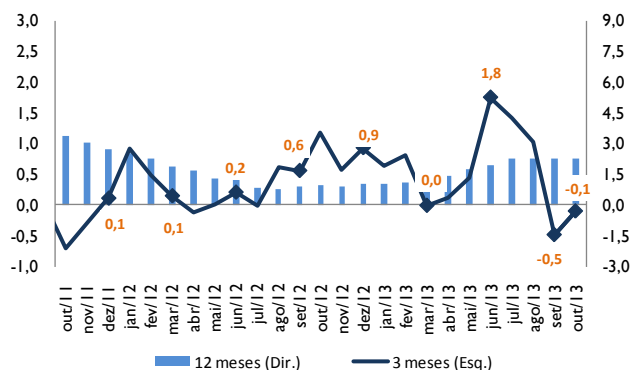
Como esperávamos, a revisão do crescimento do PIB de 2012 foi de pequena expressão: 0,1 pp (0,9% para 1,0%). Além disso, as taxas de crescimento das séries relativas a 2012 foram revisadas pelo IBGE. Também de acordo com nossas expectativas, os ajustes na demanda foram feitos principalmente no consumo das famílias. Do lado da oferta, as séries diretamente revisadas pela PMS — Pesquisa Mensal de Serviços (“Transporte, armazenagem e correio”, “Serviços de informação” e “Outros serviços”) contribuíram com somente 12 bps para a revisão do PIB.

Já em relação ao primeiro semestre de 2013, a revisão incorporou uma redução da variação de estoques — todos os componentes da demanda deram contribuições positivas ao crescimento do PIB, mas a variação de estoques decresceu na comparação com o primeiro semestre de 2012. As maiores revisões foram concentradas em “Serviços de Informação” (que, na série revisada, praticamente manteve o ritmo de crescimento observado em 2012), “Outros Serviços” (com revisão do crescimento de 2,6% AsA para um crescimento de 1,6% AsA), “Transportes” (de 1,5% AsA para 2,3% AsA) e “Serviços Imobiliários e Aluguéis”, de 2,0% AsA para 2,8% AsA. Destaque-se que todas as atividades, exceto “Outros Serviços”, tiveram taxas revisadas para cima. Aliás, essa atividade foi a que apresentou o pior desempenho no terceiro trimestre: em taxas de variação contra o mesmo trimestre do ano anterior foi a única conta dos “Serviços” que cresceu menos do que 2,0%. A média ponderada de crescimento das outras atividades foi de 2,7% AsA.

Apesar de o PIB do terceiro trimestre ter apresentado números um pouco abaixo das nossas expectativas, e das de diversos analistas,¹ acreditamos que esse movimento será revertido neste quarto trimestre. Os principais destaques são a continuidade da recuperação da Indústria Extrativa e a reversão do desempenho atípico da atividade de “Outros Serviços” acima mencionada.

Após a análise dos resultados das Contas Trimestrais do terceiro trimestre, reduzimos ligeiramente nossa expectativa de crescimento do PIB de 2,5% para 2,4% em 2013.

Gráfico 1: Indicador de Atividade Econômica – IAE* (%)



* 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, out. de 2011 a out. de 2013, %.

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

¹ De acordo com dados da Bloomberg coletados em 02/12/2013.

Com a divulgação da PIM-PF, nossos indicadores mensais para o PIB projetam uma leve desaceleração das atividades de construção civil e da indústria extrativa mineral. Por outro lado, eletricidade, gás, água, esgoto e limpeza urbana, comércio e indústria de transformação devem acelerar, de acordo com os indicadores.

O Indicador de Atividade Econômica do IBRE (IAE) aponta para essa mesma tendência de recuperação, como mostra o Gráfico 1: a média móvel trimestral do indicador subiu de -0,5%, que foi a taxa TsT do terceiro trimestre, para -0,1%. Como se pode notar no Gráfico 2, o Indicador Mensal do Investimento (IMI) vai na mesma direção, com dinâmica muito similar.

Esses indicadores nos levam a um cenário de crescimento de 0,8% para o PIB do quarto trimestre (TsT) e de 2,4% para 2013. O risco de um crescimento abaixo deste valor existe, mas avaliamos que os dados na margem confirmam uma trajetória de recuperação no último trimestre do ano. Mesmo assim, mantemos uma previsão de crescimento fraco nos próximos trimestres (ver Seção Em Foco: Cenário Macroeconômico para 2014).

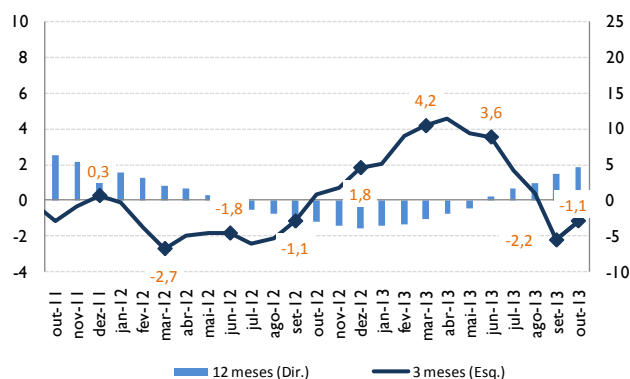
Esses indicadores nos levam a um cenário de crescimento de 0,8% para o PIB do quarto trimestre (TsT) e de 2,4% para 2013. O risco de um crescimento abaixo deste valor existe, mas avaliamos que os dados na margem confirmam uma trajetória de recuperação no último trimestre do ano. Mesmo assim, mantemos uma previsão de crescimento fraco nos próximos trimestres (ver Seção Em Foco: Cenário Macroeconômico para 2014).

Regis Bonelli, Silvia Matos e Vinicius Botelho

2. Expectativas de Empresários e Consumidores²

Depois de recuar no primeiro semestre, a confiança de empresas e consumidores passou a andar de lado, sem apresentar tendência definida. Do lado empresarial, a estabilização dos indicadores de confiança em patamar inferior ao do final do primeiro semestre não deixa espaço para interpretações otimistas. No âmbito das famílias, o avanço discreto do Índice de Confiança do Consumidor em novembro propiciou apenas um retorno ao nível relativamente baixo de junho passado.

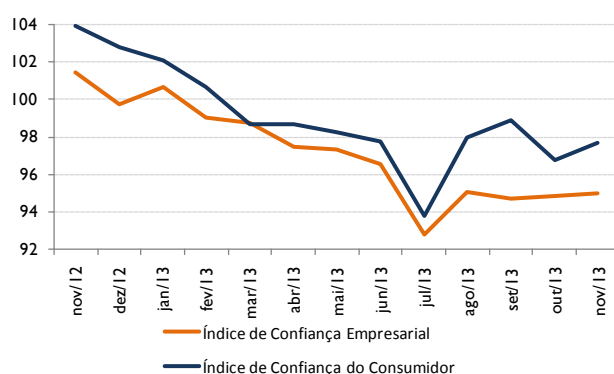
Gráfico 2: Indicador Mensal do Investimento – IMI* (%)



* 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, out. de 2011 a out. de 2013, %.

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

Gráfico 3: Confiança Andando de Lado*



* Índices de Confiança Empresarial e do Consumidor, média dos últimos cinco anos = 100, com ajuste sazonal.

Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

² O autor agradece a colaboração de Vitor Vidal Velho.

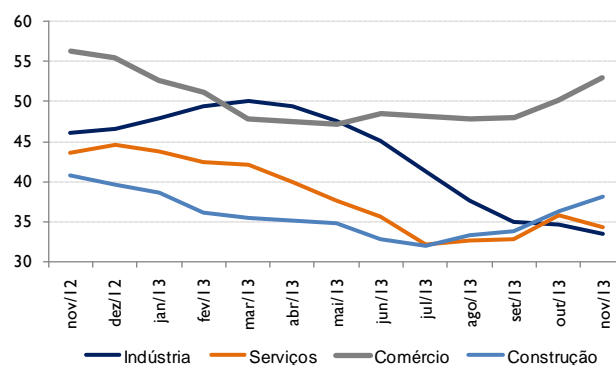
A desagregação por horizonte de tempo dos quesitos das sondagens também não traz boas notícias: em novembro, as expectativas empresariais evoluíram desfavoravelmente, sugerindo que o avanço observado nos meses anteriores teria sido apenas uma calibragem após o aumento exagerado do pessimismo em julho, e não uma tendência consistente de aumento do otimismo. Historicamente, os indicadores das sondagens que refletem expectativas em relação ao futuro próximo vêm apresentando um perfil antecedente em relação aos ciclos da economia brasileira.

O grau de otimismo com o rumo dos negócios é, contudo, heterogêneo entre diferentes setores econômicos. O Gráfico 4 mostra os indicadores de expectativas para a situação dos negócios nos seis meses seguintes em quatro grandes setores econômicos cobertos pelas sondagens do IBRE. Neste horizonte de tempo, o empresariado nacional costuma se mostrar otimista e os saldos de resposta (diferença entre a proporção de otimistas e pessimistas) oscilam entre 30 e 60 pontos percentuais. Nos últimos meses, esses indicadores vêm mostrando persistente aumento de pessimismo na Indústria; tendência incerta no setor de Serviços; e um ensaio de recuperação do otimismo nos setores do Comércio e da Construção.

Além de sinalizar expectativas modestas de crescimento econômico no curto prazo, os resultados das sondagens adicionam ingredientes que ajudam a traçar um cenário menos favorável aos investimentos produtivos nos próximos meses, em contraponto ao excelente desempenho observado no início do ano. Um desses sinais é dado pela forte diminuição da confiança dos segmentos produtores de bens de capital no segundo semestre, como mostra o Gráfico 5.

As sondagens sinalizam também uma aceleração do Setor da Construção, influenciada pelas expectativas com os desdobramentos das licitações de concessões de estradas, aeroportos, etc. Mas esse movimento, menos expressivo, dificilmente compensaria uma

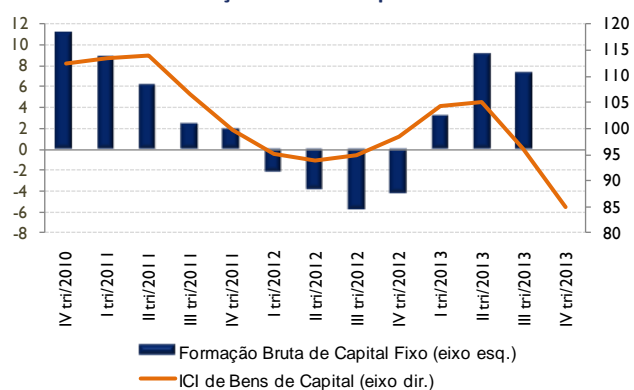
Gráfico 4: Graus Diferenciados de Otimismo *



* Diferença, em pontos percentuais, da frequência relativa de respostas melhor e pior no quesito que mede o otimismo com a evolução dos negócios nos seis meses seguintes, média móvel trimestral, com ajuste sazonal.

Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 5: Confiança de Produtores de Bens de Capital e Formação Bruta de Capital Fixo*



* IC de Bens de capital com ajuste sazonal, Formação Bruta como variação % sobre mesmo trimestre do ano anterior.

Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

desaceleração mais intensa na produção e na importação de máquinas e equipamentos ao longo do primeiro semestre de 2014.

Em síntese, apesar de a tendência dos indicadores de confiança não ser muito clara no momento, a estabilização destes em patamar historicamente baixo influenciará negativamente os investimentos produtivos nos próximos trimestres. Ressalve-se que os números deste quarto trimestre podem ser ainda relativamente favoráveis por carregarem a influência de encomendas de máquinas e equipamentos realizadas até meados do ano.

Aloisio Campelo Jr.

3. Mercado de Trabalho

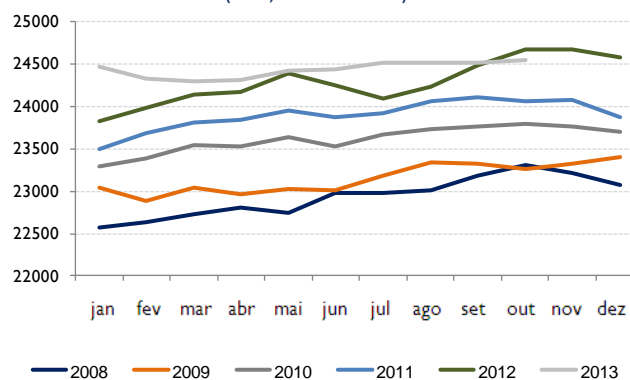
Os dados da PME de outubro mostraram leve queda da taxa de desemprego na comparação anual: de 5,3%, em outubro de 2012, para 5,2%, em outubro de 2013. Nossa previsão para a taxa de novembro é de 5,0%, praticamente da mesma ordem de grandeza da taxa de 4,9% registrada no mesmo mês de 2012. Com ajuste sazonal, a projeção é de 5,5%, acima dos 5,3% de outubro.

Uma variável que tem chamado a atenção nas análises sobre o mercado de trabalho é

a população economicamente ativa (PEA). Segundo o Gráfico 6, a PEA encontra-se estagnada desde julho e praticamente no mesmo nível do início do ano. Analisamos os microdados da PME para entender o movimento de entrada e saída de pessoas na PEA. Observamos que o fluxo de pessoas de fora para dentro da PEA diminuiu, de uma média mensal de 68,2 mil pessoas entre julho e outubro do ano passado, para 19,9 mil no mesmo período de 2013. No entanto, uma mudança marcante é que o número de pessoas que permaneceram fora da PEA (isto é, que estão em idade de trabalhar, mas fora do mercado de trabalho) aumentou em média 453,8 mil nesse período. Esse número representa a média da comparação mês a mês, no período de julho a outubro, das pessoas que permaneceram fora da PEA. Esta condição de atividade é muito persistente, ou seja, uma vez que uma pessoa se torna não economicamente ativa, a chance de permanecer assim é bem elevada (em torno de 94%).

Pelo lado dos rendimentos, o Gráfico 7 mostra a decomposição do crescimento real da renda do trabalho por faixa etária em efeito nível (aumento real de salário por faixa etária) e composição.³

Gráfico 6: População Economicamente Ativa
(PEA, em milhares) - PME



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

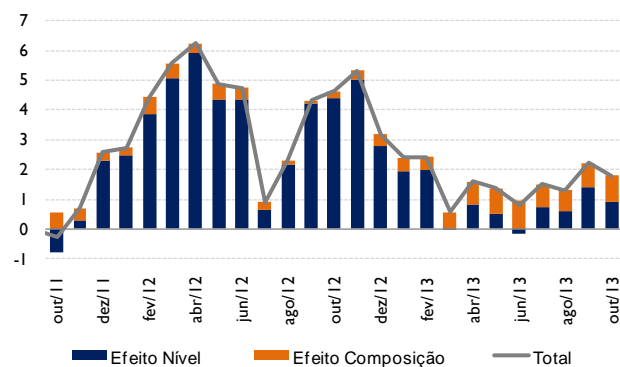
³ Esse exercício foi realizado no Boletim anterior para a taxa de desemprego. O efeito nível é interpretado como o reajuste real dado para cada grupo etário, mantida fixa a participação de cada grupo na população ocupada (PO). Por sua vez, o efeito composição mede o crescimento da renda média real devido à mudança da composição da PO.

Observamos que o efeito nível diminuiu bastante desde o início do ano, enquanto o efeito composição ganhou importância. Esses resultados significam que: (i) o reajuste real concedido aos diferentes grupos etários diminuiu e, em particular para os mais velhos, o reajuste tem sido negativo; (ii) o aumento da participação dos mais velhos na PO (envelhecimento da força de trabalho e jovens postergando entrada no mercado para estudar por mais tempo) tem dado um maior fôlego à elevação dos rendimentos.⁴ Caso a estrutura etária da força de trabalho tivesse permanecido constante, a renda real teria crescido a uma taxa média de apenas 1,4% ao ano (AsA) nos últimos doze meses, em vez dos 2,0% observados. Ou seja, a mudança de composição do pessoal ocupado contribuiu com 0,7p.p. do aumento do rendimento real no ano.

Dessa forma, o cenário do mercado de trabalho mostra que a estagnação da PEA tem ocorrido simultaneamente à desaceleração do crescimento do rendimento real, o que ajudaria a explicar o comportamento da PEA. Mas a desaceleração dos salários foi ainda mais forte do que a observada, pois caso a

composição da PO fosse a mesma, o rendimento real estaria com crescimento pouco superior a 1,4% em 12 meses em 2013, comparado à alta de mais de 4% de 2012.

Gráfico 7: Decomposição do Crescimento Real (AsA, mensal) da Renda do Trabalho em Efeito Nível e Efeito Composição



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

Rodrigo Leandro de Moura e Fernando de Holanda Barbosa Filho

4. Inflação

Convergência Não Linear – Comportamento da Inflação Continuará a Ditar Preço de Combustível

Com um reajuste de 4% nas refinarias, anunciado no último dia 29 de novembro, desfez-se o suspense em torno do segundo e último aumento da gasolina este ano. Se a correção, como se espera, levar a um acréscimo de 2,5% a 3% nos postos, é praticamente certa a obtenção em 2013 de uma taxa inflacionária inferior à de 2012.

Uma rápida verificação aritmética comprova essa afirmativa. A contribuição da gasolina ao IPCA de dezembro será próxima de 0,1 ponto percentual, deixando o índice geral ao redor de 0,6%. Em dezembro de 2012, o IPCA subiu 0,79%. A diferença entre as duas taxas reduzirá ainda mais o acumulado em 12 meses dos atuais 5,77% – percentual calculado após a divulgação do IPCA de novembro, de 0,54% –, distanciando o índice anual suficientemente dos 5,84%, de 2012.

O fim desse suspense deu origem a outros. Qual será o cronograma de reajustes daqui em diante? Que critérios nortearão estes reajustes? As dúvidas decorrem do conteúdo pouco elucidativo da

⁴ Os trabalhadores mais velhos ganham um salário duas vezes maior do que os jovens.

nota divulgada pela Petrobras, após a reunião do Conselho de Administração em que foram determinados os novos preços da gasolina e do óleo diesel.

Segundo o comunicado, emitido na forma de fato relevante, a estatal acena com a intenção de aproximar os preços no Brasil de referências internacionais em até 24 meses. Quanto à fórmula que definirá a extensão dos reajustes futuros, a companhia preferiu manter sigilo.

Se houver a convergência no período anunciado, o reajuste médio anual do preço da gasolina no biênio 2014-2015 será superior à média anual dos reajustes aplicados desde 2005. Deverá também superar o ritmo corrente de alta dos preços em geral, funcionando como propulsor da inflação. Nada se pode afirmar, contudo, sobre datas e magnitudes de cada reajuste. O vácuo deixado pelo comunicado permite presumir que sejam de pequena amplitude em 2014, crescendo em 2015.

Durante a discussão travada entre Governo e Petrobras sobre critérios para reajustes de preços de combustíveis, evidenciou-se a percepção oficial de que as expectativas inflacionárias estão frouxamente ancoradas. Caso contrário, não haveria motivo para o receio de um possível avanço da indexação, decorrente da adoção de uma regra de reajustes regulares. A indexação, no atual contexto, é apenas uma forma de se conviver com taxas inflacionárias ao redor de 6% ao ano. Em outras palavras, é um subproduto da inflação.

Além disso, se o inconveniente da indexação é provocar inércia, não será o impedimento ao uso de regras de correção que tornará a taxa inflacionária menos rígida. Aí estão os serviços livres, principal foco de persistência inflacionária, em que a maior parte dos preços não pode ser desindexada porque não é formalmente indexada.

À inflação corretiva da gasolina (e, quem sabe, de outros preços administrados) e à persistência da alta dos preços dos serviços, amenizada momentaneamente por um reajuste menor do salário mínimo em 2014, soma-se o risco de uma desvalorização cambial. Esta pode resultar da deterioração das contas externas e da própria confiança em relação à economia brasileira, bem como da gradual desativação dos incentivos monetários nos Estados Unidos. Contrapondo-se a estas pressões, desenha-se um quadro de oferta agrícola mais folgada, capaz de repercutir favoravelmente sobre a inflação de alimentos.

Tudo somado, o registro de uma taxa anual inferior à de 2012 não garante que a inflação esteja em trajetória de genuína desaceleração. Esta questão atravessará 2014 e possivelmente ditará os reajustes dos combustíveis na primeira metade do período de convergência dos preços internos para referenciais internacionais, acordado entre a Petrobras e o Governo Federal. Em caso de ameaça de descontrole inflacionário, atenuam-se os reajustes da gasolina.

Salomão Quadros e André Braz

5. Política Monetária

Câmbio Real, Taxa de Juro e a Inflação de Serviços

Preocupações com eventual interrupção do fluxo de financiamento internacional tornam aconselhável ajustar antecipadamente a política econômica de um país que apresente déficit sistematicamente elevado na conta corrente. Em especial quando o desequilíbrio é crescente.

De modo geral, déficits em conta corrente são largamente explicados pelo comportamento adverso de preços relativos. Pode-se pensar, por exemplo, na relação câmbio-salários. Ou no comportamento do chamado câmbio real, isto é, câmbio nominal corrigido pelo diferencial de inflação doméstica e externa. Essas duas medidas, porém, nada mais são do que *proxies* para a relação que verdadeiramente interessa, ou seja, a razão entre preços dos bens internacionais e preços dos bens domésticos.

Gráfico 8: Índice de Preços Relativos * e Saldo em Conta Corrente (% do PIB)



*Bens internacionais / bens domésticos.

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

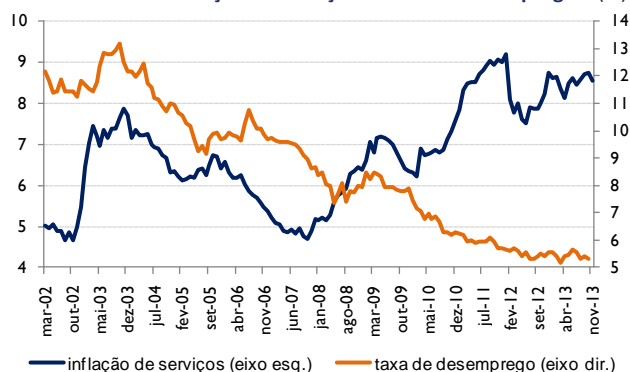
Aparentemente, a gradual piora do resultado em conta corrente do Brasil observada nos últimos oito anos tem a ver com o comportamento da relação entre preços de *tradables* e preços de *non-tradables*. É o que sugere o Gráfico 8. De fato, nos anos imediatamente seguintes à implantação do Plano Real, o preço relativo caiu consideravelmente, devido à ancoragem cambial. Em consequência, o resultado em conta corrente tornou-se fortemente negativo, atingindo quase 5,0% do PIB.

O câmbio flexível adotado no início de 1999 fez subir os preços dos *tradables* e, com certa defasagem, inverteu o resultado em conta corrente, que chegou a ficar positivo em quase 2,0% do PIB no final de 2004. De lá para cá o preço relativo voltou a cair, tendência que não mais se alterou. O superávit em conta corrente desapareceu em meados de 2007 e hoje é negativo em 3,7% do PIB. Convém corrigir esse quadro.

Contudo, modificar a tendência dos preços relativos não será fácil. A recente

depreciação nominal do real levou o ritmo de crescimento dos preços dos *tradables* para 6,4% ao ano. O problema é que a inflação de *non-tradables* está em 8,4%. Isso significa que, para alterar a

Gráfico 9: Inflação de Serviços e Taxa de Desemprego * (%)



*Dados dessazonalizados. Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

mencionada relação, faz-se preciso reduzir a inflação de serviços, principal componente do denominador.

Dois obstáculos dificultarão essa tarefa. O primeiro tem a ver com a situação do mercado de trabalho. Como é possível ver no Gráfico 9, entre outubro de 2003 e novembro de 2007 a inflação de serviços caiu de 7,9% para 4,8%. Nesse período, a taxa de desemprego também cedeu (de 12,0% para 9,0%), mas ainda permanecia muito elevada. Nos dias de hoje, a situação é outra. O mercado de trabalho está apertado, com desemprego de 5,2%.

O segundo obstáculo relaciona-se com a política monetária. Entre 2003 e 2007 o juro real foi mantido em patamar bem elevado (dois dígitos na maior parte do tempo). Aperto monetário e desemprego alto derrubaram a inflação de serviços. Na fase atual, diante do baixo desemprego, resultado semelhante exigiria juros reais muito elevados. Por certo, tal medida poderia provocar apreciação do real, indesejável diante do objetivo aqui definido, mas isto provavelmente não ocorrerá, devido ao início do *tapering* e à evolução mais desfavorável do risco país.

De qualquer modo, a última reunião do Copom sinalizou redução do ritmo de alta da taxa Selic. Com dois aumentos de 25 pontos, chegaremos em 10,5%. Com isso (ou algo parecido) o preço relativo relevante dificilmente subirá expressivamente, mesmo na presença de depreciação cambial adicional. E a conta corrente não se ajustará.

José Júlio Senna

6. Política Fiscal

As Vicissitudes do (Des) Equilíbrio Fiscal

Bastam um ou dois meses de resultados fiscais fracos para provocar uma reação desproporcional de dúvidas sobre o compromisso do governo com a austeridade fiscal. No sentido inverso, também não se deveria apostar que um ou dois meses de eventuais resultados brilhantes, decorrentes de aumento de receitas extraordinárias (como parcelamentos de dívidas tributárias), bastariam para repor a política fiscal nos eixos. Neste cenário fiscal carregado, surgiu também uma espécie de caça ao tesouro, com analistas e imprensa tentando descobrir eventuais novas medidas atípicas para se cumprir artificialmente a meta. Mais do que nunca, é preciso mergulhar nas estatísticas para apurar o diabo que mora nos detalhes.

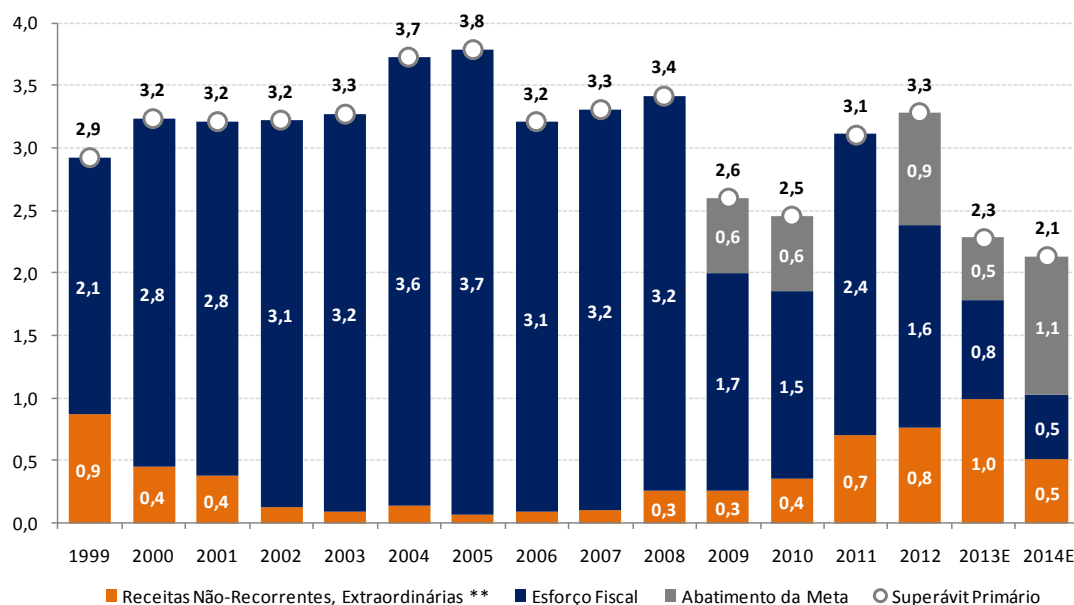
Numa visão de longo prazo, é evidente que, desde a crise global, mudou o processo de busca do cumprimento das metas de superávit primário do setor público. O cenário fiscal permaneceu complicado (como fica claro no Gráfico 10) mesmo depois que a economia voltou a crescer, ainda que a taxas modestas. A participação das receitas não-recorrentes cresceu para elevado patamar (média de 0,6% do PIB entre 2009 e 2013), mas alternando a sua composição, de refinanciamentos tributários para antecipação de dividendos e concessões. Em muitos casos, esses recursos vieram de empresas e bancos federais financiados pelo próprio Tesouro Nacional.

Entre os fluxos fiscais tradicionais da União, observa-se que, do lado da receita, há um crescente impacto das desonerações, cujo custo total atingirá 1,6% do PIB neste e no próximo ano. Aliás, a desoneração da folha salarial, a mais custosa de todas, carece de racionalidade técnica.

Pelo lado do gasto, o expansionismo é puxado pela aplicação de regras de indexação, em particular ao salário mínimo, mas também por forte aceleração de despesas discricionárias (Gráfico A.1 no anexo), que pouco tem a ver com os investimentos fixos (que decresceram 3,5% até outubro, em termos anualizados, depurando-se os subsídios).

No caso dos estados e municípios, é injusto reclamar do seu desempenho em 2013 (o que pode inclusive ser uma cortina de fumaça, para justificar os fracos resultados em nível federal). Na verdade, a performance dos entes subnacionais deveria ser louvada: apesar do menor superávit primário, a redução dos gastos com juros foi mais acentuada e caiu o déficit nominal de estados e municípios.

Gráfico 10: Decomposição do Resultado Fiscal Primário do Setor Público Consolidado (% do PIB)



2010 = Excluí o processo de capitalização da Petrobrás. ** Inclui receitas de concessões, outorgas, antecipação de dividendos e REFIS. Fonte: Banco Central, Secretaria de Orçamento Federal e Sistema de Informação ao Cidadão (SIC).

Elaboração: IBRE/FGV.

O Executivo Federal, portanto, é o único responsável pela disparada do déficit nominal do setor público para o nível de 3,7% do PIB no acumulado de janeiro a agosto de 2013. De agora em diante, o governo em Brasília também será responsável por mudar o futuro desempenho fiscal dos governos subnacionais, por meio do volume de garantias concedidas para financiamentos externos e internos. Estas garantias continuam sendo autorizadas em ritmo maior do que o dos créditos efetivamente contratados e, posteriormente, desembolsados. Mas é possível dizer que já

está contratada a deterioração das finanças de muitos estados e municípios, sobretudo para os futuros governadores.

Nossa estimativa é de que o superávit primário do setor público consolidado, sem recurso a descontos e ajustes, seja de 1,8% e 1% do PIB em 2013 e 2014, respectivamente. Com isso, a dívida líquida projetada sobe de 35,7% para 37,2% nesse período. Já se tornou consenso no mercado, quase uma unanimidade, que será preciso adotar em 2015 um duro ajuste fiscal. A expectativa é que a dívida líquida gire na casa de 38% do PIB e que o resultado primário necessário para sua estabilização avance dos atuais 2,3% para 3,1% do produto. Se fica difícil colocar no radar uma guinada tão profunda na política fiscal, especialmente no lado da receita, já seria de grande valia começar a reconhecer as dificuldades do quadro das contas públicas, abrindo caminho para uma discussão clara e consistente da estratégia para obter progressos ao menos no médio e longo prazos. É cada vez mais difícil ignorar a necessidade de uma agenda de reformas institucionais – de certa forma, quanto menor for o aguardado ajuste da política fiscal, mais ousada terá de ser a agenda corretiva.

Gabriel Leal de Barros e José Roberto Afonso

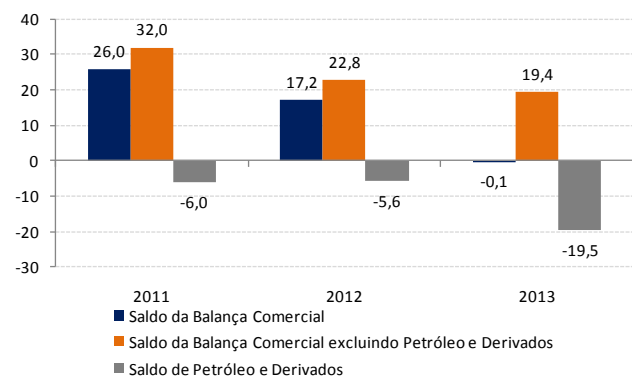
7. Setor Externo

Em 2013, o aumento no déficit em transações correntes (TC) decorreu do desempenho da balança comercial. Na comparação dos valores acumulados no ano até outubro entre 2012 e 2013, a balança comercial contribuiu com US\$ 19,2 bilhões para o aumento de US\$ 28 bilhões do déficit em TC. Estimamos que o déficit aumentará de US\$ 54 bilhões para cerca de US\$ 80 bilhões entre 2012 e 2013. Esperamos, porém, uma melhora para 2014, quando o saldo poderá recuar para aproximadamente US\$ 70 bilhões em função da melhora na balança comercial.

Parte-se de um cenário com as seguintes características. A primeira, como mostra o Gráfico 11, é que o déficit da conta petróleo aumentou 3,5 vezes entre 2012 e 2013, tendo superado o saldo obtido com as demais mercadorias. Esperamos uma redução no déficit dessa conta, puxada pela regularização em curso da manutenção das plataformas de exploração de petróleo.

A segunda característica é que, apesar das incertezas que ainda rondam o crescimento econômico mundial, as projeções das principais instituições especializadas apontam para melhora para 2014. A China, por exemplo, deverá continuar crescendo a taxas de 7,5%. Assim, mesmo na ausência de alta nos preços agrícolas, mas com ligeira recuperação no

Gráfico 11: Saldos (US\$ bilhões): Acumulado no Ano (janeiro/novembro)



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

preço do minério de ferro, as exportações de produtos básicos deverão voltar a crescer, após registro de variação nula entre 2012 e 2013 (até novembro).

A terceira característica, finalmente, é a previsão de um menor crescimento para o PIB brasileiro em 2014, associado à desvalorização cambial, o que deverá contribuir para um ritmo menos acentuado de aumento das importações. O câmbio também poderá ajudar no aumento das exportações de manufaturas. Logo, estimamos que a balança comercial registre superávit entre US\$ 8 bilhões e US\$ 12 bilhões em 2014, após um saldo positivo entre US\$ 1,2 bilhões e US\$ 2 bilhões em 2013 (projeção).

O ingresso líquido da conta de capital e financeira em 2014 poderá ser inferior ao saldo em TC, mas, como em 2013, a queda nas reservas deverá ser pequena. A principal incerteza é a entrada dos investimentos estrangeiros. Até outubro ingressaram no país US\$ 64,7 bilhões de investimentos diretos, em comparação com US\$ 67,4 bilhões no mesmo período de 2012. Do total de 2013, US\$ 32,7 bilhões referem-se à participação de capital — queda de US\$ 10,8 bilhões em relação a 2012 — e US\$ 26,9 bilhões a empréstimos intercompanhias, com aumento de US\$ 8 bilhões. A recuperação anunciada nos Estados Unidos e, em menor grau, na Europa, poderá levar a uma redução nos empréstimos intercompanhias. A dúvida, portanto, é se o país irá atrair novos ingressos de investimentos diretos em participação de capital. Perspectiva de menor crescimento para 2014 e ano de eleições não sugerem um cenário favorável. Observa-se, porém, que o saldo líquido do investimento estrangeiro foi positivo e maior do que em 2012, puxado pelos investimentos em carteira, que triplicaram.

Por último, chama atenção, nos resultados da conta financeira até outubro de 2012, o aumento do saldo negativo dos investimentos brasileiros, liderados por outros investimentos, que passaram de -US\$ 16,7 bilhões para -US\$ 30,7 bilhões. Aqui são as empresas brasileiras que, diante das incertezas da trajetória cambial, preferem deixar suas receitas no exterior. A possível persistência deste comportamento, somada à perspectiva de uma menor entrada de investimento estrangeiro, é que justifica o menor saldo da conta capital e financeira projetado para 2014.

Em suma: melhora no saldo em transações correntes e pequena piora na conta capital é o cenário básico previsto para 2014.

Lia Valls Pereira

8. Panorama Internacional

A Proximidade do Tapering

A maior parte dos analistas e dos dirigentes do Fed acredita que a economia americana ainda sofre de carência de demanda. Por isso precisa de estímulos adicionais. Por certo, há vários dados bons, na margem, mas o fato concreto é que o crédito bancário cresce em passo modesto (2,0% ao ano); a taxa de desemprego cai, mas devido à diminuição da participação da força de trabalho; e o nível de emprego ainda se encontra 1,3 milhão abaixo do registrado antes da crise. A

economia se expande, mas em ritmo inferior ao potencial, mantendo aberto o chamado hiato do produto. Não por coincidência, a taxa de inflação mostra-se em queda.

No lado fiscal, há bastante tempo a política deixou de ser expansionista. Ao contrário, ela tem sido contracionista, contribuindo para retardar a recuperação econômica. No lado monetário, porém, o Fed tem mantido sua política de estímulo. Com a taxa básica de juro em seu limite inferior, os esforços têm se concentrado em duas frentes: sinalização do caminho da taxa de juro (*forward guidance*) e compra de ativos. Contudo, o desconforto com essa última opção é cada vez maior.

A alta generalizada de taxa de juro e a depreciação de várias moedas diante do dólar, observadas entre maio e setembro, deixaram claro o que pode acontecer quando o Fed der efetivo início à gradual redução (*tapering*) do programa de compra de papéis. Por certo, o Fed tem esclarecido que tal programa pode ser gradualmente interrompido sem que isso signifique alteração da política de juro. É preciso lembrar, porém, que, desde a experiência original de afrouxamento monetário no Japão, é comum entender a compra de ativos como algo que sinaliza baixa disposição para promover alta de juro. Sendo assim, é inevitável imaginar que a diminuição paulatina do programa de algum modo altere o que os participantes de mercado pensam sobre a trajetória da taxa de juro.

O ponto importante é que o início do *tapering* parece próximo, pelas seguintes razões. Primeiro, o programa de compras mostrou-se controverso desde os seus primeiros momentos. De fato, poucos meses depois de sua implantação, Bernanke já se via forçado a alinhar a estratégia de saída. Possivelmente já se sentia pressionado. Segundo, é difícil quantificar os efeitos do programa. Michael Woodford, por exemplo, tem sido crítico dos resultados encontrados em esforços desse tipo. Recentemente, disse acreditar que grande parte dos efeitos das compras tem realmente a ver com sinalização. Ações práticas chamam atenção e ajudam a entender a direção desejada pelo Fomc. Mas isso não quer dizer que adquirir papéis seja uma forma eficiente de dar a sinalização pretendida. Terceiro, a ata da reunião do Fomc de setembro esclareceu que foi apertada (*close call*) a decisão de manter inalterado o ritmo de aquisição. Quarto, em sua mais recente palestra, Bernanke mostrou-se um pouco mais crítico do programa. Ressaltou ser baixa a experiência com esse tipo de estratégia e que é bastante incerta a magnitude de seus efeitos. E mencionou ainda o risco de o programa produzir disfunção em certos mercados e o fato de a complexidade do problema aumentar com o tamanho do balanço do Fed.

Por fim, talvez caiba acrescentar que a grande preocupação original não se concretizou, ou seja, o programa não gerou inflação. As compras perderão ritmo e serão encerradas, mas por outros motivos: riscos importantes e resultados incertos.

José Júlio Senna

9. Analista Convidado

Erros da Política Fiscal Brasileira Após a Crise de 2008

Nos 12 meses terminados em outubro de 2008 o déficit fiscal do setor público consolidado atingiu 1,4% do PIB no conceito nominal, o menor patamar da série histórica. Um pouco antes, em 2005, o então ministro Palocci havia proposto a meta de déficit nominal zero, sugestão que não encontrou respaldo dentro do governo. No entanto, essa proposta era factível. Estávamos a um passo de zerar o déficit nominal se houvesse determinação para perseguir tal meta.

A crise financeira internacional trouxe consigo a justificativa para o governo gastar mais. É fato que a atividade sofreu uma parada brusca nos meses seguintes à quebra da Lehman, com queda da produção industrial de 18% entre Out/08 e Jan/09. Por outro lado, o Banco Central reagiu a isso promovendo um forte relaxamento monetário. Pode-se argumentar que, se a política fiscal tivesse se mantido austera, haveria maior espaço para a queda da Selic, aproveitando-se a oportunidade para colocar o Brasil mais alinhado com seus pares da América Latina como Chile, Peru e Colômbia.

No entanto, não foi isso que ocorreu. As políticas monetária e fiscal tornaram-se, ao mesmo tempo, fortemente expansionistas durante 2009, o que acabou resultando em uma saída rápida da crise e em um crescimento excessivo do PIB em 2010. Em 2011, com a aceleração da inflação, o governo Dilma tentou voltar a fazer uma política fiscal mais contracionista, mas o ímpeto arrefeceu diante do baixo crescimento em 2012 e 2013. Em todo o período pós-crise, ou seja, desde out/2008, o governo consolidado apresentou superávit primário de apenas 1,6% do PIB, expurgando-se do cálculo dividendos e receitas extraordinárias. No período de 2003 a 2008 o resultado médio havia sido de 3,6% do PIB.

Nossa estimativa é que, caso o superávit primário tivesse se mantido em 3,6% do PIB, o déficit nominal seria zerado até 2020 (excluindo os efeitos cambiais). Se, além disso, o governo não tivesse emitido títulos para capitalizar o BNDES e outros bancos públicos, poderíamos estar mirando uma dívida bruta (no conceito brasileiro, e não no do FMI) de 35% do PIB em 2020. Em vez disso, caminhamos para 65% do PIB, supondo, de maneira otimista, que as capitalizações dos bancos públicos sejam decrescentes, tendendo a zero até 2020. Fica evidente a diferença de trajetória de endividamento que uma política fiscal alternativa seria capaz de gerar em um período de apenas 12 anos (2008-2020).

Os críticos da ortodoxia fiscal dirão certamente que essa política fiscal alternativa teria gerado uma recessão sem precedentes. Será? O exercício contrafactual é sempre difícil. Porém, é lícito supor que uma trajetória de endividamento cadente como a delineada acima teria reduzido consideravelmente o prêmio de risco da dívida pública do país. Com isso, o Tesouro teria mais facilidade para colocar os títulos a uma taxa de juro substancialmente menor. Isso permitiria o “crowding in”, ou seja, maior crescimento do setor privado compensando a redução dos gastos públicos. Os efeitos sobre a inflação também seriam benéficos — o juro menor permite equacionar estruturas de financiamento de longo prazo, facilitando o investimento e removendo

barreiras pelo lado da oferta. Isso, conjugado com abertura comercial e atração de capitais externos, poderia gerar um ambiente mais competitivo, com efeito positivo na inflação.

Qual o efeito líquido no câmbio? Difícil dizer. Mas pode-se argumentar que taxas de juros menores atrairiam menos capital especulativo, ao passo que a melhora dos fundamentos econômicos e a abertura ao capital estrangeiro atrairiam mais capital produtivo. O efeito líquido na conta de capitais é incerto, mas a qualidade do passivo externo melhoraria e este seria mais bem aproveitado para aumentar a capacidade produtiva.

O resultado final de uma política fiscal mais austera teria sido, portanto, um país com dívida pública cadente, taxas de juros menores, maior crescimento econômico e menos inflação. Não é preciso ter muita imaginação para vislumbrar esse cenário. O Chile, aqui perto, é um exemplo dessa alternativa. No entanto, hoje temos crescimento da dívida bruta, taxas de juros em elevação, estagnação dos investimentos, inflação ascendente e, para coroar, perspectiva de rebaixamento da classificação de risco soberano.

Fernando Rocha (JGP Gestão de Recursos)

10. Em Foco IBRE: Benefício Fiscal – Invisível, Mas Grande

Algumas formas incomuns de gasto público ocorrem quando o governo renuncia a um tributo, oferecendo isenção ou reduzindo o ônus por meio de um incentivo; quando deixa de cobrar, em um empréstimo, os juros e os encargos equivalentes àqueles que paga quando se endivida; ou quando assume um encargo que caberia a terceiro, por meio de subsídio. Essas diferentes formas de benefícios quase sempre estão fora do orçamento tradicional – especialmente nos casos que envolvem renúncia tributária e subsídios creditícios implícitos.

A cultura da responsabilidade fiscal vem jogando luz, de forma crescente, nessa forma até então invisível de gasto público. Na verdade, as despesas ocultas tornaram-se importante objeto de legislações e práticas fiscais nas administrações públicas mais organizadas.

A renúncia tributária foi a primeira a ser acompanhada: um número crescente de países a quantifica e a própria literatura especializada evoluiu para um conceito mais abrangente de gasto tributário. O passo seguinte foi abordar as transações realizadas de forma implícita (concentradas nas diferenças de taxas ou preços entre o que o governo paga e oferece), o que ganhou mais relevo depois da crise financeira global e do socorro governamental a bancos e empresas.

O Brasil também seguiu esse processo, disparado por inovações na legislação e no controle externo, e nem tanto por iniciativa das autoridades econômicas. Hoje, o governo federal já identifica e mensura oficialmente os benefícios, tributários ou não, mas o faz de forma estanque, sem apresentar a mínima análise sobre os números divulgados e sem que a sociedade acompanhe e debata – possivelmente até por desconhecimento da mensuração dos mesmos. Em outras palavras, há esforço por parte do governo em quantificar e publicar quantos e quais são os

benefícios, mas não parece haver a desejada compreensão na sociedade de seu significado e impactos.

Este artigo consolida os cálculos oficiais das diferentes formas de benefícios fiscais ofertados pelo governo federal e apresenta uma breve avaliação sobre sua estrutura e evolução no período 2011/2014. Apesar de os valores movimentados serem enormes e crescentes, poucos conhecem tais estatísticas.⁵

Propomos usar a denominação Benefícios Fiscais para consolidar as duas formas indiretas de gasto público, que correspondem a duas fontes primárias de estatísticas, ambas do Ministério da Fazenda:

- ✓ Renúncia ou gasto tributário: formas de desonerações não realizadas no orçamento, que reduzem a arrecadação potencial e podem ter caráter compensatório⁶ ou incentivador.⁷ São objeto de um demonstrativo elaborado pela Secretaria da Receita Federal (RFB), que integra o processo orçamentário por exigência da Constituição de 1988;⁸
- ✓ Benefícios financeiros e creditícios: os financeiros ou subsídios explícitos são desembolsos efetivos realizados por meio das equalizações de juros e preços, bem como da assunção de dívidas, apresentados explicitamente no orçamento da União; já os creditícios ou subsídios implícitos são os gastos decorrentes de iniciativas oficiais de crédito, operacionalizados por meio de fundos ou programas, a taxas de juros inferiores ao custo de captação do Governo Federal. Os dois passaram a ser estimados recentemente em demonstrativo específico elaborado pela Secretaria de Política Financeira (SPE).⁹

No entendimento de que ambos demonstrativos estimam a mesma forma indireta de gasto público, aqui chamada de benefícios fiscais, é cabível somar os valores para o período 2011/2014. Os montantes do PIB e a taxa de inflação usados na análise a seguir são os mesmos projetados e calculados pelo governo. Em outras palavras, não foi feita qualquer projeção própria de benefício, mas sim uma mera adição do informado por cada um dos dois órgãos fazendários citados.

O montante de benefícios fiscais federais estimados é enorme, atingindo R\$ 304 bilhões em 2014. Deste total, 77% são explicados por renúncia tributária e apenas 9% tramita pelo orçamento tradicional (caso dos benefícios financeiros). Para dimensionar, é instrutiva a comparação com o

⁵ Este artigo resume a análise publicada pelos autores como Nota Técnica do IBRE, “Benefícios Fiscais Concedidos (e Mensurados) pelo Governo Federal”, em dezembro de 2013.

⁶ Quando o governo visa compensar a população por não atendê-la adequadamente na prestação de serviços de sua responsabilidade.

⁷ Quando há intenção de desenvolver determinado setor ou região.

⁸ O órgão mantém uma página específica em seu portal na internet (<http://bit.ly/ICOW0v>), com dados anuais desde 1998 e projeção até 2014. Ressalta-se que, até 2013, eram divulgados em separado a renúncia tributária e a previdenciária, mas, para 2014, a segunda foi apresentada como parte integrante do gasto total, que passou a discriminar o gasto com a Contribuição para a Previdência Social.

⁹ A SPE também dedicou uma página em seu portal (<http://bit.ly/ICOYvB>) para os benefícios financeiros e creditícios, mas que compreende apenas o biênio 2011/12; porém, estimativa para biênio 2013/14 foi anexada ao último projeto de lei de diretrizes orçamentárias (LDO) da União enviado ao Congresso.

orçamento da União proposto para 2014:¹⁰ se os benefícios constituíssem um ministério fictício, a sua dotação só seria inferior ao da Previdência Social. Na verdade, o orçamento do ministério fictício superaria o dos Ministérios da Saúde e da Educação juntos. Haverá um gasto 14% maior com benefícios do que com todas despesas discricionárias do Poder Executivo (R\$ 266,2 bilhões). Finalmente, se forem efetivadas todas as prioridades do PAC (R\$ 63,3 bilhões), elas corresponderiam a apenas 20% dos benefícios.

Houve uma forte expansão recente dos benefícios (eram R\$ 196 bilhões em 2011), que fica mais visível quando expressos em percentual do PIB. A soma das duas estimativas oficiais resulta em 6,16% do PIB em 2014, com incremento de 1,43 pontos desde 2011, que decorreu em 0,6 pontos da maior renúncia previdenciária e em 0,28 pontos dos maiores benefícios financeiros. A preços constantes, foi discreto o crescimento do total de benefícios fiscais entre 2011 e 2012 (+4%), mas será dado um grande salto em 2013 (+20%), e outro razoável em 2014 (+12%).

Tabela 1: Benefícios Fiscais *

R\$ Bilhões - Dezembro/2013	Valores Constantes				Em percentual do PIB				Diferença	
	Período	2011	2012	2013E	2014E	2011	2012	2013E		2014E
IPCA / PIB		6,50	5,84	5,94	6,01	4.143	4.403	4.974	5.243	
Benefícios Financeiros e Creditícios		50,48	45,54	69,97	69,25	1,09%	0,98%	1,41%	1,40%	0,31%
Financeiros		13,00	9,09	20,66	27,63	0,28%	0,19%	0,42%	0,56%	0,28%
Creditícios		36,06	35,62	48,52	40,96	0,78%	0,76%	0,98%	0,83%	0,05%
Financeiros-Creditícios		1,42	0,83	0,79	0,66	0,03%	0,02%	0,02%	0,01%	-0,02%
Gastos Tributários e Renúncias Previdenciárias		169,34	182,85	203,76	235,60	3,65%	3,92%	4,10%	4,76%	1,12%
Gastos Tributários		146,46	154,68	170,02	181,75	3,15%	3,32%	3,42%	3,67%	0,52%
Renúncias Previdenciárias		22,88	28,17	33,74	53,86	0,49%	0,60%	0,68%	1,09%	0,60%
Total - Benefícios Fiscais		219,83	228,40	273,73	304,86	4,73%	4,90%	5,50%	6,16%	1,43%

* Renúncia Previdência de 2014: devido a uma mudança metodológica de apresentação da RFB, esse valor foi obtido pelo dado de Contribuição para a Previdência Social. Fontes: SPE e RFB. Elaboração: IBRE/FGV.

A desoneração da folha salarial dobrará o tamanho da renúncia previdenciária, como proporção do PIB, em apenas três anos – de 0,5% em 2011 para mais de 1% do PIB em 2014.¹¹ Também estão em forte expansão os incentivos do IRPJ e da COFINS, que explicam R\$ 22 bilhões dos R\$ 35 bilhões a mais de renúncia no mesmo período.¹² É curioso, por outro lado, que as desonerações relativas ao IPI tenham peso praticamente irrisório – a renúncia para o setor automobilístico chegará a R\$ 3,1 bilhões em 2013 (1% do benefício total).

Apesar do discurso oficial de adoção de uma política anticíclica no imediato pós-crise, houve na realidade uma redução dos gastos tributários – de 3,78% para 3,65% do PIB entre 2008 e 2011 –, que só voltaram a crescer de forma significativa no biênio 2013/14.

¹⁰ Ver detalhamento em: <http://goo.gl/PKwb7w>

¹¹ É aqui considerada a estimativa oficial da RFB, mas a variação seria ainda maior no caso de projeção do IBRE/FGV, que simula renúncia da desoneração da folha de até R\$ 35 bilhões em 2014 – ver <http://bit.ly/1fyCxjR>

¹² O incremento de outros R\$ 5 bilhões no caso do IR retido na fonte decorre de mudança metodológica no cálculo da renúncia relativa à caderneta de poupança.

O padrão se repete com os benefícios não-tributários, que depois de permanecerem por volta de 1% do PIB no biênio 2011/12, sofrem um acréscimo de 0,4 pp do PIB no biênio 2013/14. Chama a atenção que os subsídios implícitos (creditícios), embora superem os explícitos (financeiros), apresentem menor fôlego de crescimento. Como boa parte dos subsídios creditícios reflete a diferença entre a taxa de juros cobrada pelo governo federal e a que incide sobre suas dívidas, era de se esperar que esta conta estivesse se expandindo por causa da alta da Selic. A análise, na realidade, fica prejudicada porque o demonstrativo mencionado acima não detalha a metodologia de cálculo (ainda que a iniciativa decorra de determinação expressa do TCU em 2011).

Em conclusão, fica evidenciado que os benefícios fiscais representam um enorme e crescente volume de gasto indireto do governo federal. É louvável que órgãos federais tenham passado a divulgar tais estimativas, mas ainda falta uma apresentação que permita conhecer melhor a metodologia e a memória de cálculo e, principalmente, uma interpretação oficial mínima sobre a estrutura e a evolução desses gastos. De toda forma, o que já é público permite traçar muitas análises; esta constitui apenas um ponto de partida.

Tabela 2: Benefícios Fiscais *

R\$ Bilhões - Dezembro/2013	Valores Constantes								Diferença
	Período	2008	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E	
IPCA		5,90	4,31	5,91	6,50	5,84	5,94	6,01	
Benefícios Fiscais		219,83	228,40	273,73	304,86	85,03
Gastos Tributários e Renúncias Previdenciárias		151,40	146,95	162,76	169,34	182,85	203,76	235,60	66,26
Gastos Tributários		130,87	125,39	141,35	146,46	154,68	170,02	181,75	35,29
Imposto sobre a Renda Pessoa Jurídica (IRPJ)		27,95	26,67	32,34	31,64	32,92	36,47	36,98	5,34
Contribuição para o Financiamento da Seguridade Social (COFINS)		32,51	33,35	37,30	38,78	41,82	46,14	55,19	16,42
Imposto sobre a Renda Retido na Fonte (IRRF)		0,56	0,49	0,54	0,47	0,53	0,55	5,40	4,93
Poupança		0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	0,00	4,93	4,93
Renúncias Previdenciárias		20,53	21,56	21,41	22,88	28,17	33,74	53,86	30,97
Desoneração da Folha de Salários		0,04	0,08	0,08	0,08	3,55	5,22	22,71	22,62

*(...) = Não calculado. Renúncia Previdência de 2014: devido a uma mudança metodológica de apresentação da RFB, esse valor foi obtido pelo dado de Contribuição para a Previdência Social. Fontes: SPE e RFB. Elaboração: IBRE/FGV.

Muitas questões seguem sem respostas. Reduzir receitas seria uma forma melhor de induzir a demanda do que elevar os investimentos? Será que as enormes desonerações e o farto crédito não aumentam a rentabilidade e a liquidez de contribuintes e mutuários, em vez de fomentar os gastos privados? Enfim, por que, apesar de o governo federal oferecer um volume tão grande e crescente de benefícios fiscais, a economia brasileira não responde com aceleração do crescimento?

Érica Diniz e José Roberto Afonso

11. Em Foco IBRE: Cenário Macroeconômico — 2013 e 2014¹³

Projeções Internacionais

Os últimos resultados do desempenho da economia dos EUA confirmam que há um processo de recuperação em curso. No entanto, permanecem dúvidas sobre a solidez da retomada — ou seja, se há a necessidade e qual a magnitude dos estímulos monetários. Em outras palavras, o *tapering* está próximo, mas a política monetária deve continuar expansionista.

Nesse contexto, nossa estimativa de crescimento para os EUA é de 1,8% em 2013 e de 2,4% em 2014. A Área do euro também apresentou ligeira expansão no segundo e no terceiro trimestres, o que deve contribuir para uma contração de 0,4% em 2013, menor do que prevíamos: nossa previsão em setembro de 2013 era de 0,5%. Para o próximo ano, manteve-se a projeção de crescimento de 0,8% para a região.

A China é outro vetor decisivo da economia global que dá sinais positivos, o que nos leva a manter a perspectiva de crescimento do país para 2013 e 2014 em 7,5% e 7,3%, respectivamente.

Por um lado, o melhor prognóstico de crescimento nos países desenvolvidos (como também na China) será favorável aos emergentes. Por outro, a redução da expansão monetária nos EUA enfraquecerá as moedas destes países em relação ao dólar, tornando o cenário para 2014 ainda muito desafiador.

O crescimento do *quantum* do comércio mundial permanecerá modesto, segundo nossa previsão. Adicionalmente, a perspectiva para os preços tanto das *commodities* agrícolas como das metálicas é de recuo no próximo ano.

Cenário Doméstico

Diante do resultado do PIB do terceiro trimestre, as perspectivas de crescimento da economia brasileira em 2013 foram ligeiramente revisadas, de 2,5% (desde setembro deste ano) para 2,4%. Pela ótica da oferta, prevê-se um crescimento menor da agropecuária (8,0% ante 10,0%) e uma expansão um pouco maior da indústria (1,3% para 1,4%), devido ao melhor resultado da indústria extrativa. Já o setor serviços deve crescer um pouco menos que o estimado em setembro (2,0% ante 2,1%). Os impostos devem ter forte alta este ano, de 3,2%.

Pela ótica da demanda, espera-se uma boa retomada dos investimentos em 2013, com expansão de 6,4%, mas mais modesta que os 7,1% previstos em setembro. Já os consumos das famílias e do governo manterão taxas de crescimento ainda relativamente elevadas: 2,5% e 1,8%, respectivamente. Por sua vez, a contribuição negativa do setor externo para o PIB continuará expressiva, com crescimento das exportações e das importações de, respectivamente, 2,0% e 8,0%.

¹³ O cenário macroeconômico do IBRE foi atualizado a partir da divulgação das Contas Nacionais do terceiro trimestre de 2013. Os resultados são baseados no modelo macroeconômico do Instituto. As projeções das variáveis exógenas e endógenas estão nas Tabelas A.1 e A.2 do anexo.

Para 2014, mantemos nossa previsão anterior de crescimento de 1,8%. É importante destacar que todos os setores devem desacelerar em 2014 em relação a este ano: agropecuária, para 4,5%; indústria, 1,2% e serviços, 1,7%. Mesmo com a recuperação esperada da indústria extrativa, um dos setores que deverá limitar um crescimento mais elevado da indústria no PIB é o de bens duráveis, principalmente o automobilístico. Após uma expansão expressiva em 2013 em função das políticas de desonerações, esperam-se resultados muito fracos dessa atividade no próximo ano.

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, o anúncio do reajuste da gasolina de apenas 4% deve levar o IPCA para um valor abaixo do registrado no ano passado, quando ficou em 5,84%. Nossa previsão é que a inflação recue para 5,7%. Sem dúvida, este resultado é explicado, em grande medida, pela inflação de preços administrados de apenas 1,2%. Além disso, houve ao longo deste ano pressão menor dos preços da alimentação domiciliar, que deve atingir 7,5% em 2013, ante 10% em 2012. No entanto, quando se analisam os outros componentes, o grande destaque é a inflação de serviços, que se mantém ainda muito elevada, embora apresentando pequeno recuo em relação ao ano passado: 8,2% projetados para 2013, ante 8,7% de 2012. Na contramão, a inflação dos bens industriais, excluindo alimentação, permanece alta e fechará o ano em 5%, ante 1,8% em 2012 (Tabela 3).

Mesmo com a economia menos aquecida, e com menor pressão dos alimentos no próximo ano, nossa projeção para a inflação em 2014 é de 5,9%, por conta da aceleração dos preços administrados, de 1,2% (2013) para 4,3%. Espera-se também que a inflação de serviços continue desacelerando lentamente para 7,4%, em função do menor reajuste do salário mínimo e do menor crescimento da renda em 2014.

Tabela 3: Inflação e Seus Componentes Desagregados (%)

INFLAÇÃO E POLÍTICA MONETÁRIA	2012	2013E	2014E
IPCA - IBGE (%)	5,8	5,7	5,9
IPCA - Livres	6,6	7,0	6,2
IPCA - Serviços	8,7	8,2	7,4
IPCA - Bens Ex. Alimentação	1,8	5,0	5,0
IPCA- Alimentação Domiciliar	10,0	7,5	5,6
IPCA - Administrados	3,7	1,2	4,3
IPCA Ex-Alimentação Domiciliar	5,1	5,3	5,8
Taxa Selic (final de período - %)	7,25	10,00	10,50

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

Nesse contexto, o Banco Central deve dar prosseguimento à alta da taxa básica de juros até 10,50% ao ano, para evitar uma deterioração inflacionária em 2014. Eventualmente, se a inflação mostrar arrefecimento nos próximos meses, o BC poderá encerrar o ciclo de elevação da taxa básica em 10,25%.

Quanto ao setor externo, as exportações continuarão decepcionando e provavelmente recuarão em relação a 2012. Já as importações mantêm ritmo mais forte, o que levará a uma redução expressiva do saldo comercial, para US\$ 1 bi. Com isso, o déficit em transações correntes como proporção do PIB aumentará para 3,7% em 2013, pouco acima do esperado em setembro, quando prevíamos 3,5%. Para 2014, a projeção é de pequena melhora nas exportações e de importações estagnadas, devido ao crescimento econômico mais lento e ao câmbio mais desvalorizado. Nossa projeção é de saldo comercial de apenas US\$ 5 bilhões em 2014 (Tabela 4).

Tabela 4: Setor Externo – Balança Comercial e Transações Correntes

SETOR EXTERNO	2011	2012	2013E	2014E
Balança Comercial (US\$ bi)	30	19	1	5
Exportações (US\$ bi)	256	243	241	246
Importações (US\$ bi)	226	223	240	240
Saldo em conta-corrente (US\$ bi)	-52	-54	-80	-74
Saldo em conta-corrente (% PIB)	-2,1	-2,4	-3,7	-3,4

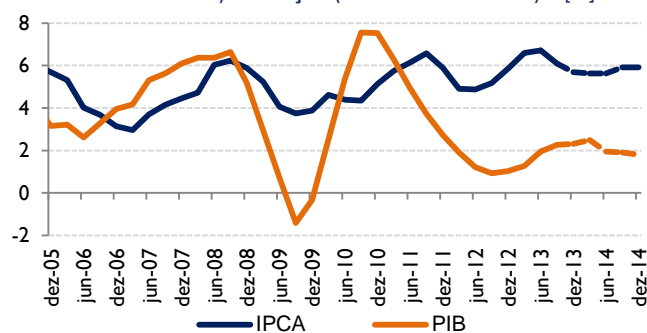
Fontes: Bacen, SECEX/MDIC, IBGE. Elaboração IBRE/FGV.

Quais são os riscos para o cenário atual?

Não é exagero afirmar que a economia brasileira passa por uma fase de grandes desafios. Na nossa percepção, importantes problemas estruturais deixaram de ser enfrentados nos últimos anos, limitando o potencial de crescimento do país.

O *trade-off* entre inflação e crescimento continua expressivo (ver Gráfico 12). Há um ano, esperávamos uma taxa de crescimento de 2,9% para 2013 com inflação em 5,7%, mas sem preços represados (a inflação de administrados projetada era de 4,0%). O ano termina com uma taxa de crescimento menor e uma inflação ainda muito pressionada. Por isso foi necessária a elevação da taxa básica de juros de 7,25% para 10,00% ao longo de 2013. E nesse cenário, evidentemente, o crescimento econômico em 2014 será penalizado.

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



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

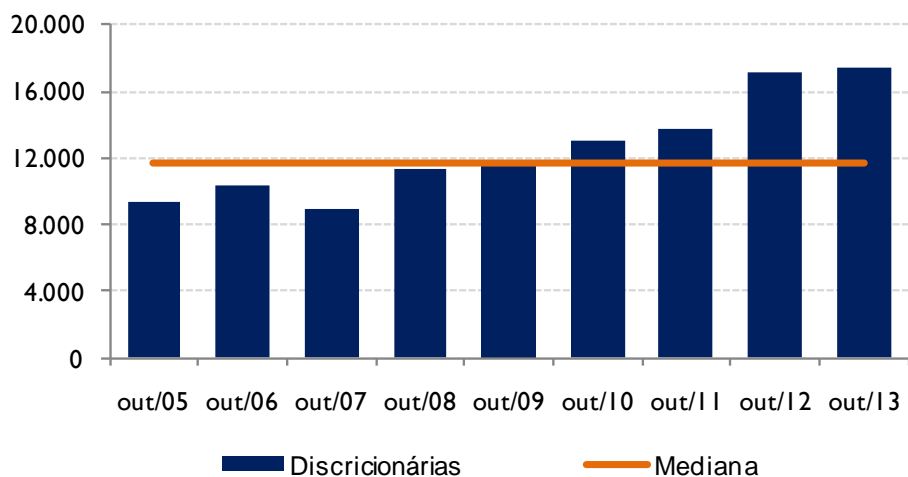
Os desafios já são elevados, mesmo sem considerar a possibilidade de uma situação internacional mais adversa no próximo ano. Se o cenário externo permitir, os ajustes de política econômica necessários para reverter mesmo que em parte esse quadro só devem ocorrer em 2015.

Silvia Matos e Vinícius Botelho

Revisão Técnica do Boletim Macro IBRE: Fernando Dantas

Anexo

Gráfico A.1: Discricionárias em Termos Reais – Valor Mensal



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (STN). Elaboração: IBRE/FGV.

Tabela A.1: Cenário Consolidado para 2013 e 2014 – Variáveis Exógenas

Cenário Exógenas Internacionais	2011	2012	2013E	2014E
Crescimento - PIB (%)				
EUA	1,7	2,2	1,8	2,4
Zona do Euro	1,5	-0,6	-0,4	0,8
China	9,2	7,8	7,5	7,3
<i>Quantum</i> do Comércio Mundial	5,9	1,9	1,8	2,0
Cenário Exógenas Domésticas				
Taxa de Juros (final do período)	11,00	7,25	10,00	10,50
Taxa de Câmbio Nominal (média de período)	1,7	2,0	2,2	2,4
Superávit Primário como % PIB *	2,4	1,6	0,8	0,5
Inflação de Preços Administrados (%)	6,2	3,7	1,2	4,3
Inflação Alimentação Domiciliar (%)	6,8	10,0	7,5	5,6

* Exclui receitas com Dividendos, Concessões e Outorga; Sem abatimentos do PAC.

Fontes: BEA, Eurostat, CEIC, CPB, BCB e IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

Tabela A.2: Cenário Consolidado para 2013 e 2014 – Variáveis Endógenas

	2011	2012	2013E	2014E
PIB (%)	2,7	1,0	2,4	1,8
Agropecuária	3,9	-2,1	8,0	4,5
Indústria	1,6	-0,8	1,4	1,2
Serviços	2,7	1,9	2,0	1,7
Consumo Privado	4,1	3,2	2,5	1,6
Consumo da Adm. Pública	1,9	3,3	1,7	2,3
Investimento (FBCF)	4,7	-4,0	6,4	2,8
Exportações	4,5	0,5	2,0	1,4
Importações	9,7	0,2	8,0	-0,9
Produção Industrial - IBGE (%)	0,4	-2,6	1,6	1,8
INFLAÇÃO E POLÍTICA MONETÁRIA				
IPCA - IBGE (%)	6,5	5,8	5,7	5,9
IPCA - Livres	6,9	6,6	7,0	6,2
IPCA - Serviços	9,8	8,7	8,2	7,4
IPCA - Bens Ex. Alimentação	3,5	1,8	5,0	5,0
IPCA- Alimentação Domiciliar	5,4	10,0	7,5	5,6
IPCA - Administrados	5,6	3,7	1,2	4,3
IPCA Ex-Alimentação Domiciliar	6,7	5,1	5,3	5,8
Taxa Selic (final de período - %)	11,00	7,25	10,00	10,50
SETOR EXTERNO				
Balança Comercial (US\$ bi)	30	19	1	5
Exportações (US\$ bi)	256	243	241	246
Importações (US\$ bi)	226	223	240	240
Corrente de Comércio (% PIB)	19	21	22	23
Saldo em conta-corrente (US\$ bi)	-52	-54	-80	-74
Saldo em conta-corrente (% PIB)	-2,1	-2,4	-3,7	-3,4

Fontes: 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

Érica Diniz

Fernando Augusto Adeodato Veloso

Fernando de Holanda Barbosa Filho

Gabriel Leal de Barros

Ignez Guatimosim Vidigal Lopes

Joana Monteiro

José Júlio Senna

José Roberto Afonso

Lia Valls Pereira

Luiza Niemeyer

Mauricio Canêdo Pinheiro

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 dezembro de 2013. 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.