

Melhoram as Previsões para o Nível de Atividade em 2013, Apesar da Previsão de um Terceiro Trimestre Fraco

Sempre sensíveis às últimas informações disponíveis, os analistas do desempenho do nível de atividade no Brasil apressaram-se em rever suas projeções para o crescimento do PIB em 2013 tão logo o IBGE divulgou os resultados relativos ao segundo trimestre do ano. Nossa equipe não fugiu à regra. De fato, com o crescimento de 1,5% no segundo trimestre e a leve revisão para cima nos resultados do primeiro trimestre, o efeito de carregamento estatístico para o segundo semestre é de 2,5%. Muito da perda de confiança para o curto prazo que estava registrada nos indicadores até então disponíveis — devido à resistência da inflação, lento crescimento da indústria, infraestrutura deficiente, juros em alta e renda do trabalho com aumentos reais cada vez menores — pareceu ter ficado momentaneamente esquecido.

Mas, passada a euforia que se seguiu à divulgação do PIB do segundo trimestre, os analistas voltaram a perceber que nada de fundamental havia mudado. A incerteza e a falta de previsibilidade, estimuladas por uma política econômica em que o ativismo é a tônica, continuam escondendo sinais mais duradouros de uma recuperação que, na visão de alguns observadores, teria começado ainda no primeiro semestre deste ano. Não é bem assim. O crescimento do nosso Indicador de Atividade Econômica (IAE), que reproduz em médias móveis o PIB trimestral, já diminuiu para 1,2% em julho — ainda assim, a taxa mais alta em dois anos, pelo menos, logo após a referida taxa de 1,5% de junho.

Ainda do ponto de vista do nível de atividade, as expressivas elevações do investimento e das exportações líquidas no segundo trimestre não alteraram nosso cenário de desaceleração neste segundo semestre do ano. As razões são várias: do ponto de vista setorial, espera-se para o terceiro trimestre desaceleração da indústria (talvez chegando a taxas negativas, *tst*) e da agropecuária — cujo crescimento nos dois primeiros trimestres do ano, aliás, foi excepcionalmente elevado. Do ponto de vista dos componentes da demanda, a indicação é de arrefecimento do investimento no terceiro trimestre, com contração de 1,0% (*tst*). Apesar disso, nossa previsão é a de que o investimento fechará o ano com desempenho bastante positivo.

A síntese desse arrazoado é uma previsão de queda do PIB (*tst*) de 0,4% neste terceiro trimestre. Para o ano fechado, nossa previsão é de crescimento de 2,5%, que representa forte aceleração frente aos 0,9% de 2012. A taxa prevista para este ano é exatamente igual ao carregamento estatístico apurado ao fim do primeiro semestre, acima mencionado. Isso significa que esperamos alguma recuperação para o quarto trimestre ([Seção 1](#)).

Mas essa recuperação não evitará um menor carregamento estatístico para 2014. E dificilmente avançará pelo próximo ano, mesmo sabendo-se que o ciclo eleitoral tende a elevar o nível de atividade acima do que normalmente ocorreria: nossa previsão para o PIB em 2014 é de alta de 1,8%. Essa previsão supõe que a política

econômica não recorra a cursos de ação excessivamente arriscados no ano eleitoral, que viriam a exigir correções especialmente dolorosas em 2015.

Retornando ao curto prazo, os indicadores de confiança do IBRE continuam baixos em termos históricos e sinalizam desaceleração da economia no terceiro trimestre. Sua análise desagregada aprofunda a percepção de desaceleração dos investimentos em capital fixo no terceiro trimestre de 2013, colocando em risco a recuperação dos investimentos e do crescimento mais adiante ([Seção 2](#)).

A taxa de desemprego em julho ficou praticamente estável na série dessazonalizada apurada pela PME (5,6%). Nossa previsão é de modesto aumento, para 5,7%, em agosto, taxa 0,4 ponto de porcentagem superior à de agosto do ano passado, na mesma métrica. No todo, os indicadores do IBRE mostram suave desaceleração do mercado de trabalho nos últimos meses. Porém, como vem ocorrendo também com outros indicadores em 2013, os dados disponíveis do mercado de trabalho registram algumas aparentes contradições entre si, aspecto explorado por nossos analistas na seção respectiva ([Seção 3](#)).

Do lado positivo, a boa notícia do curto prazo é que a desvalorização cambial não parece estar afetando substancialmente os preços ao consumidor, ou seja, há um repasse vagaroso da alta cambial aos preços. Os dados mais recentes do monitor da inflação sugerem que a taxa do IPCA de setembro, assim como a de agosto, pode ficar aquém do valor projetado pelo mercado no início do mês. Nesse quadro, nossos analistas sugerem que ainda existe espaço para que o reajuste da gasolina supere os 5%, considerados nas duas últimas atas do Copom, sem que a alta do IPCA ultrapasse o teto de 6,5%.

A má notícia é que, embora a desvalorização cambial ainda não tenha afetado os preços significativamente, é provável que isso venha a ocorrer mais à frente. De fato, a razão entre preços de *tradables* e não *tradables* segue caindo, na contramão do que se esperaria como resultado da depreciação cambial. Isso sugere que a depreciação do real ainda não impactou a economia como se esperaria, de forma a ajustar os preços relativos. Ou os agentes não acreditam que o novo patamar do câmbio veio para ficar, ou o impacto sobre os preços ainda está por vir. É importante ressaltar que a transmissão do câmbio aos preços finais pode ocorrer com defasagens nem sempre conhecidas. A essa alta de preços por conta do câmbio se somará em algum momento a elevação derivada do necessário aumento dos preços de combustíveis e das tarifas de ônibus ([Seção 4](#)).

A análise da política monetária destaca que a economia mostrou vigor no segundo trimestre, mas para o terceiro trimestre as perspectivas não são boas. Nosso novo cenário para a taxa de juros leva em conta, além disso, que as pressões inflacionárias exercidas pelo câmbio antes do fim do ano provavelmente farão com que o Banco Central evite interromper o ciclo de alta antes de efetivamente conhecer o resultado do PIB do terceiro trimestre, o que só ocorrerá em 3 de dezembro. O novo cenário básico aposta que das reuniões de outubro e novembro resultarão duas novas altas de 50 pontos cada, levando a Selic para 10% ao ano ([Seção 5](#)).

O cenário fiscal também não é otimista quanto à capacidade de o setor público atingir as metas de superávit para este ano. Nossos analistas destacam que a principal determinante do desempenho dos indicadores fiscais é a pauta de desonerações tributárias federais (que também afeta as receitas de governos subnacionais, via tributos como o IPI e a CIDE). Por isso, mesmo com a previsão de receitas excepcionais de dividendos e concessões na casa de 0,8% do PIB, a expectativa para 2013 é de crescimento modesto das receitas primárias. Desta forma, este ano a piora nos resultados fiscais está menos relacionada ao aumento dos gastos primários, que habitualmente ocorre com os reajustes reais do salário mínimo, e mais do lado das receitas, via desonerações fiscais e menor crescimento econômico. A piora nos resultados fiscais continuará no curto prazo, a menos que os estímulos fiscais concedidos sejam revertidos ([Seção 6](#)).

O setor externo continua a acumular resultados desfavoráveis. O déficit em transações correntes (TC) no acumulado do ano até julho aumentou de US\$ 23,5 bilhões (2012) para US\$ 52,4 bilhões (2013). A piora foi explicada principalmente pelo resultado da balança comercial. Isso, apesar do superávit de US\$ 1,3 bilhões em agosto, que reduziu o déficit comercial acumulado em 2013 para US\$ 3,8 bilhões. É possível fechar o ano com um saldo comercial positivo, mas pequeno, de US\$ 2 a 3 bilhões. O resultado comercial continuará sendo a principal razão para a piora no déficit em TC em 2013, o qual poderá alcançar valores entre US\$ 75 e 80 bilhões, equivalentes a cerca de 3,5% do PIB ([Seção 7](#)).

A análise da economia mundial foca na alta das taxas de juros e no fato de que, apesar de os sinais serem bons, a economia americana ainda não cresce acima do seu ritmo potencial, condição necessária para que se comece a eliminar a capacidade ociosa existente. E a economia mundial ainda não conseguiu deslanchar. Os juros de mercado, porém, já se elevaram, a começar pelos EUA. E na esteira desse movimento altista de juros, as taxas subiram de maneira quase generalizada pelo mundo. Sem muito sucesso, alguns bancos centrais tentaram impedir esse “contágio”. Curiosamente, é dos EUA que poderá vir a decisão capaz de aliviar as tensões nos mercados de juros, embora em caráter temporário, embutida na possibilidade de redução do *threshold* de 6,5% de desemprego para que o Fed comece a pensar em elevar o juro dos *Fed funds*. Na hipótese de o Fed entender que o aumento dos juros longos pode comprometer a recuperação americana, esse experiente poderá ser usado ([Seção 8](#)).

A partir deste mês, nosso Boletim passará a contar bimestralmente com uma seção denominada Observatório Político, com artigos assinados pelo Prof. Octavio Amorim Neto, da EBAPE/FGV. Nesta edição o tema é o pragmatismo da Pres. Dilma em reação à situação da economia e às manifestações populares iniciadas em junho, as perdas que elas impuseram aos seus ativos políticos, e uma possibilidade de alterar esse quadro ([Seção 9](#)).

A seção Em Foco, de autoria de Sílvia Matos e Vinicius Botelho, apresenta, detalha e analisa as projeções feitas com o modelo macroeconômico do IBRE, à luz das últimas informações disponíveis ([Seção 10](#)).

Regis Bonelli, Armando Castelar Pinheiro e Sílvia Matos

1. Atividade Econômica

Com taxa de 3,3% em relação ao mesmo período do ano anterior (1,0 ponto percentual acima da nossa expectativa de 2,3%), a taxa de crescimento do PIB do segundo trimestre surpreendeu positivamente. Na margem, o PIB cresceu 1,5%, acelerando fortemente em relação ao primeiro trimestre (0,6%).

O crescimento do PIB no segundo trimestre não altera nosso cenário de desaceleração para o segundo semestre de 2013

Do lado da demanda, destaca-se o expressivo aumento do investimento (3,6% tst), acima do esperado. O consumo das famílias, os gastos do governo e o setor externo contribuíram positivamente, dentro da nossa expectativa (Tabela 1). Apesar disso, a análise dos resultados não altera nosso cenário de desaceleração neste segundo semestre de 2013.

Tabela 1: PIB no Segundo Trimestre de 2013 – Ótica da Demanda (%)

	2T13/1T13	2T13/2T12	Acum. em 4 trimestres
PIB	1,5	3,3	1,9
Consumo das famílias	0,3	2,3	2,9
Consumo do governo	0,5	1,0	2,2
FBCF	3,6	9,0	0,2
Exportações	6,9	6,3	-0,1
Importações	0,6	7,9	2,1

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

Mais de 70% do crescimento do segundo trimestre pode ser explicado pelo comportamento de 4 dos 12 setores da oferta: agropecuária (13% asa), indústria de transformação (4,6% asa), comércio (3,5% asa) e outros serviços (2,7% asa). O crescimento desses setores e o crescimento dos impostos (4,1% asa) contribuem para a explicação de mais de 75% do crescimento do PIB total.

A agropecuária apresentou a maior contribuição ao crescimento do PIB (0,8% asa), saindo de 17% (asa) no primeiro trimestre para 13% (asa) no segundo. Esse resultado se deve não só ao desempenho bastante favorável das safras cujas colheitas são contabilizadas no primeiro semestre (como a soja), mas também a uma aceleração nos dados de abate da pecuária.

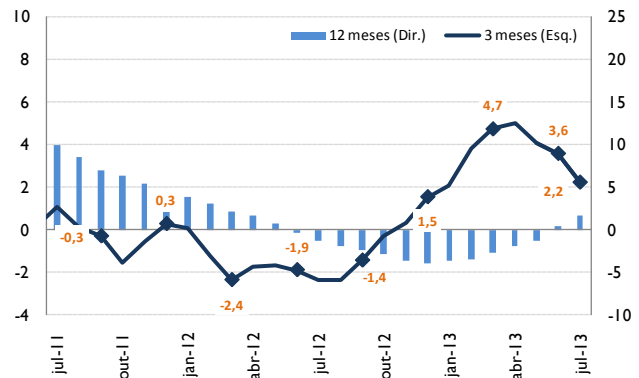
Mas vale notar que, no segundo semestre, o crescimento expressivo dessas safras passa a ter uma influência muito menor sobre o PIB do setor agropecuário. Ganham participação outros produtos (como a laranja), cujas safras estão previstas para serem menores do que as do ano passado. Com base nisso, nossa projeção é de contribuição negativa da agropecuária para o PIB do terceiro trimestre.

A indústria de transformação, que cresceu em linha com a nossa expectativa, também irá arrefecer. A queda da produção industrial de julho e nossa projeção de estagnação em agosto reforçam um cenário em que a indústria não crescerá substancialmente em relação a 2012. Afinal, o terceiro trimestre do ano passado foi bastante favorável para a indústria, ao contrário dos dois anteriores. Em outras palavras: apesar de ter crescido 4,6% (asa) em relação a 2012, a indústria de transformação encolheu 0,5% (asa) em relação ao segundo trimestre de 2011. Os últimos dados de utilização da capacidade da indústria (queda de 84,4% para 84,2% entre julho e agosto), o baixo nível do crescimento da indústria de bens intermediários e a queda generalizada das categorias de uso observada em julho reforçam nossa expectativa de uma produção industrial estagnada, ou mesmo negativa, em agosto. Portanto, nossa projeção é a de que no terceiro trimestre a indústria também apresentará desaceleração na métrica das Contas Nacionais.

Além disso, o Indicador Mensal do Investimento (IMI)¹ do IBRE mostra uma trajetória de desaceleração dessa variável: a média móvel trimestral reduziu-se para 2,2% em julho, ante 3,6% em junho (Gráfico 1). Estimativas preliminares para agosto e setembro sugerem a manutenção desse movimento. Conseqüentemente, espera-se uma contração do investimento da ordem de 1,0% (tst) no trimestre em curso.

Com essa previsão para o terceiro trimestre, o carregamento estatístico da Formação Bruta do Capital Fixo para o ano é de 6,6%. Logo, um crescimento relativamente elevado para o investimento em 2013 parece garantido. Mas se o cenário de desaceleração se confirmar, o carregamento estatístico do investimento para o ano que vem será negativo, o que deve dificultar ainda mais as perspectivas de crescimento para 2014.

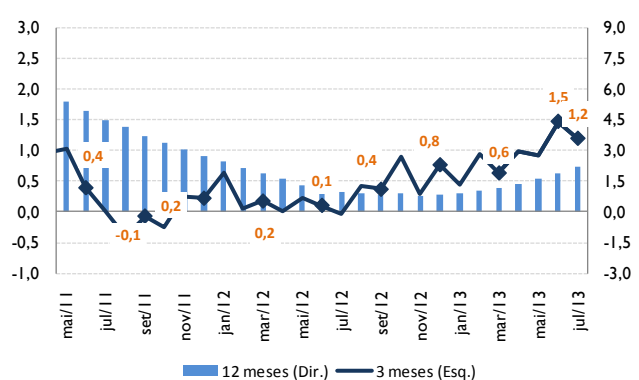
Gráfico 1: Indicador Mensal do Investimento – IMI* (%)



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

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

Gráfico 2: 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, jul. de 2011 a jul. de 2013, %. Fontes: IBGE e IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

¹ O IMI é um indicador mensal do investimento que visa reproduzir o desempenho da Formação Bruta de Capital Fixo em bases mensais. Em cada trimestre calendário, sua variação é idêntica à do índice trimestral da Formação Bruta de Capital Fixo das Contas Nacionais.

Outra indicação da desaceleração é o Indicador de Atividade Econômica (IAE),² do IBRE. Ele mostra (Gráfico 2) que a média móvel do crescimento econômico de julho caiu de 1,5% para 1,2% (tst).

Com isso, estimamos que o PIB cresça 2,3% no terceiro trimestre em relação ao mesmo período do ano anterior, o que representa uma queda de 0,4% na margem. Para o ano fechado nossa previsão é de crescimento de 2,5%, acima do previsto no Boletim de Agosto, devido ao efeito base do segundo trimestre (ver Seção Em Foco). Essa taxa é exatamente igual ao carregamento estatístico apurado ao fim do primeiro semestre, sugerindo que no quarto trimestre haverá alguma recuperação.

Regis Bonelli, Silvia Matos e Vinícius Botelho

2. Expectativas de Empresários e Consumidores³

Empresários e consumidores recuperaram em agosto parte da confiança perdida no mês anterior, confirmando que uma parcela do mau humor estava relacionada às manifestações populares, que perderam força nesse último mês. O movimento, contudo, não chega a reverter a tendência de gradual diminuição da confiança observada desde fevereiro. Os níveis de confiança de empresas e consumidores continuam baixos em termos históricos e sinalizam desaceleração da economia no terceiro trimestre.

Tabela 2: Recuperação Heterogênea - Índices de Confiança Empresarial e do Consumidor

(variação em relação ao mês anterior, com ajuste sazonal, %)

	Consumidor	Confiança Empresarial (*)	Indústria	Serviços	Comércio**	Construção**
julho-13	-4,1%	-3,9%	-4,0%	-6,4%	-0,2%	2,3%
agosto-13	4,4%	2,4%	-0,6%	4,3%	2,5%	-0,4%
Observação	Recuperação	Recuperou 60% das perdas de julho	Menor índice desde junho de 2009	Recuperou 2/3 das perdas de julho	Recuperação	Atípico

* Agregação dos índices de confiança de quatro setores: Indústria, Serviços, Comércio e Construção; ** ajuste sazonal experimental; séries iniciadas em 2010. Fonte e Elaboração: IBRE/FGV.

Do lado da oferta, o Comércio recuperou inteiramente as perdas de julho, com resultados mais favoráveis para os segmentos revendedores de não duráveis - mais notadamente hiper e supermercados – e aumento do pessimismo entre os comerciantes de duráveis. Os outros segmentos de Serviços cobertos pelas sondagens recuperaram 2/3 das perdas, avanço ainda insuficiente para reverter a tendência de queda da confiança no ano, com resultados relativamente mais fracos nos Serviços Prestados às Empresas e de Transporte. As perdas em segmentos ligados à atividade empresarial e à movimentação de cargas estão em linha com o aumento do pessimismo no setor industrial, que apontou acúmulo de estoques em agosto. Com

² O IAE é um indicador mensal do PIB que visa reproduzir o seu desempenho em bases mensais. Em cada trimestre calendário, sua variação é idêntica à do índice trimestral do PIB das Contas Nacionais.

³ O autor agradece a colaboração de Vitor Vidal Velho.

isso, a desaceleração do setor no terceiro trimestre parece estar contratada, podendo se converter em queda efetiva do nível de produção, tendência que poderá ser atenuada ao longo dos próximos meses pelo nível mais favorável do câmbio, caso a desvalorização seja mantida.

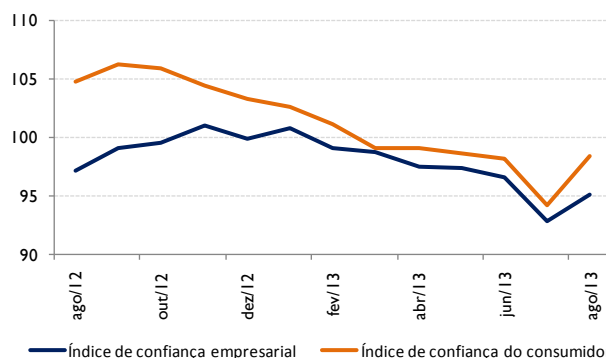
A análise desagregada dos indicadores de confiança aprofunda a percepção de desaceleração dos investimentos produtivos no terceiro trimestre de 2013. Na indústria, a confiança do segmento produtor de bens de capital – que havia se mantido em patamar relativamente elevado ao longo de todo o primeiro semestre – registrou queda de 6,8% em agosto, a maior entre as categorias de uso. Na Construção, o ICST também evoluiu de forma desfavorável no mês.

O consumidor reagiu favoravelmente à desaceleração da inflação de alimentos e ao cancelamento dos reajustes de tarifas de transportes urbanos. A média móvel trimestral do ICC registrou estabilidade após nove meses em queda.

Houve descolamento entre a tendência apontada pelos indicadores de confiança e o ritmo de atividade econômica no segundo trimestre. O Gráfico 4 mostra que desde 2008, com a criação do Índice de Confiança de Serviços, diferenças de direção nas variações do PIB⁴ e do Índice de Confiança Empresarial (ICE) haviam ocorrido apenas duas vezes, em 2010 e em 2011, em 19 observações. A queda contínua da confiança em 2013 vem sendo influenciada pela percepção de piora dos fundamentos e pelo desempenho fraco da economia nos trimestres anteriores; pelo aumento dos níveis de juros a partir de abril; e pelo aparente aumento do grau de incerteza no curto prazo (mais difícil de ser medido). Do ponto de vista do consumidor, houve aumento de preocupação com a inflação.

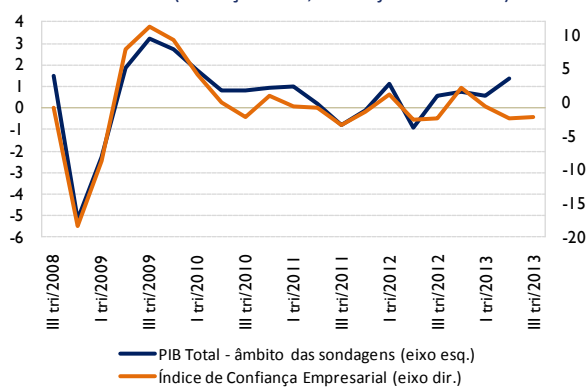
Nas outras ocasiões, esses descolamentos foram corrigidos no trimestre seguinte, impedindo a ocorrência de dois períodos consecutivos de desvios. Como no terceiro trimestre a confiança

Gráfico 3: Tendência de Queda Permanece*



* Índice de Confiança Empresarial e Índice de Confiança do Consumidor, em pontos, média dos últimos 60 meses = 100, com ajuste sazonal.
Fonte e Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 4: Índice de Confiança Empresarial e PIB
(Variação tst*, com ajuste sazonal)



* ICE = média sobre média - III Tri/2013 = média de julho e agosto.
Fonte e Elaboração: IBRE/FGV.

⁴ PIB do âmbito das sondagens, excluindo-se, portanto, a Agropecuária, Extrativa Mineral, SIUP, Intermediação Financeira e APU.

continua a registrar queda, e da mesma magnitude que a observada no segundo trimestre, a probabilidade de uma desaceleração mais forte parece aumentar.

Aloisio Campelo Jr.

3. Mercado de Trabalho

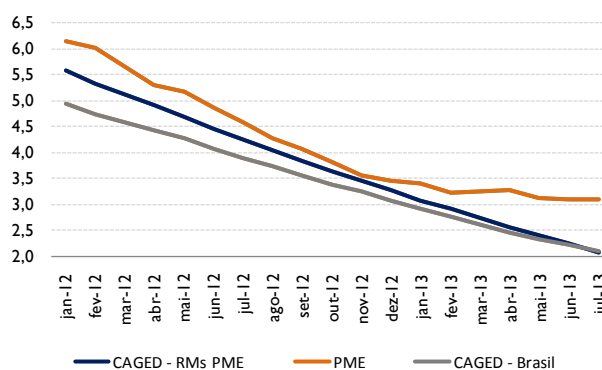
Sinais Contraditórios da PME e do CAGED

A PME de julho mostrou estabilidade da taxa de desemprego dessazonalizada, que se manteve em 5,6%. Nossa previsão para a taxa ajustada sazonalmente no mês de agosto indica leve aumento, para 5,7%. Na mesma direção, os indicadores de mercado de trabalho do IBRE, o Índice Antecedente de Emprego (IAEmp) e o Índice Coincidente da Taxa de Desemprego (ICD), mostram suave desaceleração do mercado de trabalho nos últimos meses.

No entanto, alguns dos principais indicadores do desempenho desse mercado parecem contraditórios no último mês. O CAGED apresentou a pior geração de vagas formais de trabalho para o mês de julho desde 2003, com uma criação líquida de somente 41,5 mil postos de trabalho. Com isso, a geração líquida entre janeiro e julho de 2013 foi de 907 mil novas vagas, e a estimativa do governo para este ano foi reduzida de 1,7 milhão para 1,4 milhão. A desaceleração reportada no CAGED indicaria um desaquecimento, com elevação futura da taxa de desemprego. No entanto, a PME indicou queda da taxa observada de desemprego, que caiu de 5,8% em junho para 5,6% em julho. Um resultado distinto do que se pode deduzir dos dados do CAGED.

Em tese, a menor criação de vagas formais não é incompatível com a redução da taxa de desemprego. A diferença entre as amostras das duas pesquisas, como mencionado em Boletim anterior, poderia explicar o fenômeno. O CAGED possui abrangência nacional e coleta somente dados sobre empregos formais, enquanto que a PME pesquisa somente as seis regiões metropolitanas (RMs) e inclui trabalhadores informais. Além disso, a taxa de desemprego pode ter caído em virtude de forte crescimento dos trabalhadores informais, do fraco crescimento dos formais e do baixo crescimento dos trabalhadores desocupados. Mas os dados não apoiam essas alternativas.

Gráfico 5: Crescimento (AsA, média 12 meses) do Estoque de Emprego Formal - PME x CAGED



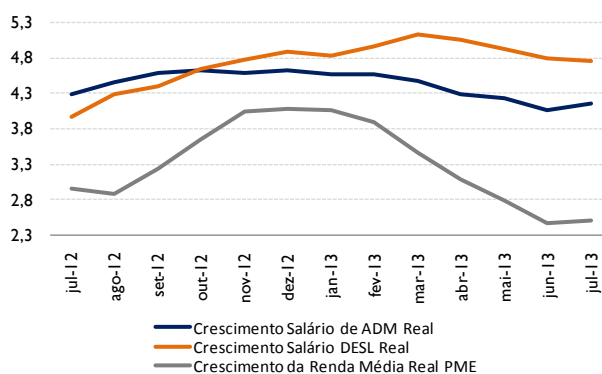
Fonte: CAGED/MTE. Elaboração: IBRE/FGV.

Para esclarecer as razões das dúvidas, comparamos o CAGED restrito às RMs da PME com os dados de empregos com carteira da PME. Surpreendentemente, os resultados ficam ainda mais diferentes. Os dados do CAGED indicam, na margem, redução de 12 mil vagas enquanto que os dados da PME indicam a criação de 111 mil postos de trabalho no último mês. As taxas de

crescimento das vagas criadas nos últimos doze meses das duas pesquisas também mostram diferenças importantes, como pode ser visto no Gráfico 5. A redução na geração das vagas formais, que apresentava tendência parecida nas duas pesquisas até 2012, passou a apresentar estabilidade em torno de 3% na PME. Por sua vez, os dados do CAGED (Brasil e RMs da PME) mostram uma queda contínua na geração de novos postos de trabalho, atingindo uma taxa de crescimento de 2% em julho deste ano com tendência de queda. As implicações dessas tendências são inversas: caso a PME esteja correta, a taxa de desemprego permanecerá nos padrões atuais. Caso o CAGED esteja correto, observaremos elevação da taxa de desemprego no futuro próximo.

Os dados sobre rendimentos reais, por sua vez, parecem apontar para a mesma direção. No Gráfico 6 vê-se que o crescimento dos rendimentos do trabalho do CAGED e da PME apresenta tendência de queda nos últimos meses. O crescimento da renda real média do trabalho da PME acumulado em 12 meses foi de 4,0% em janeiro para 2,5% em julho deste ano. Por sua vez, os dados do CAGED mostram que o salário real médio de admissão que crescia 4,6% em janeiro desacelerou para 4,2% em julho enquanto o de desligamento

Gráfico 6: Crescimento (AsA, média 12 meses) dos Rendimentos do Trabalho do CAGED e da PME



Fontes: PME/IBGE e CAGED/MTE. Elaboração: IBRE/FGV.

desacelerou apenas a partir de março, com a expansão desse caindo de 5,1% para 4,8% em julho de 2013. Assim, a razão do salário de desligamento em relação ao de admissão caiu, o que significa que as empresas estão reajustando o salário de entrada do trabalhador a uma taxa cada vez menor.

Ou seja, o mercado de trabalho emitiu sinais consistentes de redução do ritmo de crescimento do rendimento real e sinais dúbios acerca da taxa de crescimento do emprego formal. Nossos modelos, por sua vez, apontam para uma moderação nas contratações.

Rodrigo Leandro de Moura e Fernando de Holanda Barbosa Filho

4. Inflação

O Repasse Cambial Avança com Lentidão

O IPCA de agosto, de 0,24%, comprovou a percepção da diretoria do Banco Central de que o resultado de julho, de 0,03%, foi um ponto fora da curva. Embora a elevação da taxa mensal estivesse prevista, cabe perguntar se já retornamos à trajetória original do índice inflacionário. A pergunta se justifica porque, ao longo de agosto, a expectativa para o mês recuou de 0,30% para 0,25%, segundo o Boletim Focus. Se o recuo ficar restrito a agosto, por conta de um comportamento momentaneamente mais favorável do que o previsto para alimentos *in natura*,

isso significa que a trajetória não mudou e o retorno das taxas ao curso anterior deve se concluir em setembro.

Os dados mais recentes do monitor da inflação, todavia, sugerem que a taxa do IPCA de setembro, assim como a de agosto, pode ficar aquém do valor projetado pelo mercado no início do mês. O indicador “ponta”, com dados até o dia 5 de setembro, registrou variação de 0,06%. A mediana da taxa esperada para setembro, pelo Focus de 30 de agosto, era de 0,46%. Caso se confirme em setembro uma segunda superestimativa, que o monitor parece antecipar, é legítimo inferir que a trajetória inflacionária sofreu um desvio para baixo, ainda que de pequena magnitude. Como teria se originado esta diminuição?

Uma hipótese plausível é atribuir a diminuição ao repasse vagaroso da alta do câmbio aos preços. Primeiramente, apontemos evidências desta moderação. A série de preços “porta de fábrica” de materiais para a manufatura – exceto alimentares – formada por itens do IPA que representam custos industriais, mostrou uma elevação de 2,63% nos quatro meses seguintes ao início da desvalorização cambial deste ano. Em igual intervalo após a desvalorização cambial iniciada em março de 2012, o indicador havia subido 4,71%, sugerindo uma pressão de custos maior que a atual. Nas duas situações, a depreciação da moeda estrangeira alcançou algo ao redor de 15% e o comportamento dos preços industriais nos mercados internacionais foi o mesmo, sem tendência definida de alta ou de baixa.

Se no estágio dos bens intermediários a transmissão do câmbio tem evoluído lentamente, o impacto nos bens finais é ainda mais brando. Excluindo-se os alimentos *in natura* e os combustíveis, os preços dos bens finais no IPA subiram 4,06%, nos 12 meses terminados em agosto. Até abril, antes da desvalorização cambial, a taxa acumulada era de 4,05%.

Busquemos agora a lógica do baixo grau de transmissão. A Sondagem da Indústria de agosto nos dá uma pista promissora, mostrando que a acumulação de estoques de produtos ultrapassou o volume pretendido pelos fabricantes. Nessas circunstâncias, as empresas adiam ou cancelam pedidos a fornecedores e, desse modo, estreitam os canais por onde fluem os repasses.

É conveniente ressaltar que a transmissão do câmbio aos preços finais pode ocorrer com defasagens nem sempre conhecidas e se alterar em face de modificações na conjuntura. Isso quer dizer que a transmissão, que hoje se mostra contida, pode aumentar no futuro. Vale lembrar também que o ciclo de alta do câmbio talvez não esteja concluído. Tudo indica, porém, que as consequências inflacionárias desse eventual repasse tardio não devem ser sentidas antes de 2014.

Abre-se, assim, ainda em 2013, uma janela para que o reajuste da gasolina supere os 5%, considerados nas duas últimas atas do Copom. Um aumento de 10% na refinaria chegaria aos postos com intensidade inferior a 8%. O impacto na IPCA seria de cerca de 0,3 ponto percentual, impulsionando a taxa anual para 6,0%-6,1%. Com esta decisão, não só o teto da meta ficaria preservado como cresceria a chance de se conseguir, em 2014, algo que já parece fora de cogitação em 2013: uma taxa de inflação menor do que a do ano anterior.

5. Política Monetária

Taxa de Câmbio e Política Monetária no Brasil

Bens e serviços têm seus preços definidos pela interação dos fluxos de demanda e oferta. Preços de ativos, porém, não se formam dessa maneira. Ativo é toda forma de manter riqueza. A aquisição de determinado ativo no momento presente permite que se transfira poder de compra de hoje para o futuro. Justamente por isso, decisões de compra ou venda baseiam-se sempre em expectativas sobre as cotações futuras. O processo é *forward looking*. Ações e imóveis são exemplos de bens cujos preços se formam desse modo. Moeda estrangeira também.

Aceitas essas premissas, o preço do dólar depende das expectativas em relação a essa moeda. Mas não é só isso. Nos mercados de câmbio os investidores procuram manter equilibradas as taxas de retorno de títulos comparáveis, expressas numa mesma moeda. Tal equilíbrio é dado pela chamada equação de paridade. No nosso caso, as variáveis envolvidas são os juros no Brasil, os juros nos Estados Unidos, o prêmio de risco e a variação cambial esperada no período relevante, ou seja, a diferença percentual entre o preço estimado do dólar no futuro e a taxa *spot*. Alterações significativas dos juros nos EUA, da percepção de risco país, e do nível esperado do câmbio tendem a afetar o real no mercado à vista. Recentemente, a perspectiva de fortalecimento da economia americana produziu elevação dos juros naquele país e expectativa de um dólar mais forte no futuro. Tais movimentos explicam a recente onda de depreciação cambial. O atual ciclo de alta dos juros no Brasil opera em sentido contrário, mas sem força suficiente para compensar os efeitos mencionados.

Taxas de câmbio nos mercado futuro e à vista flutuam em sintonia. O que se disse acima acerca da expectativa de um dólar mais forte no futuro não é um fenômeno observável. Em outras palavras, não é possível assegurar que a relação causal tenha sido do dólar futuro para o dólar à vista. O que temos aqui é apenas um arcabouço teórico supostamente válido para analisar situações como a atual.

Na medida em que prossiga a recuperação americana, as forças que atuaram até agora ganharão ímpeto novo. E a tendência será de depreciação adicional do real. De que modo reagirá o Banco Central caso esse quadro se confirme?

No Boletim de agosto, argumentamos que a fraqueza da economia brasileira funcionaria como restrição para uma alta agregada da taxa Selic superior a 200 pontos. O comportamento recente do câmbio fez com que tal estimativa perdesse validade antes mesmo dos 50 pontos de alta promovidos em 28 de agosto. Nosso novo cenário de juro baseia-se nas seguintes considerações.

Primeiro, a economia mostrou vigor no segundo trimestre, mas a perspectiva para o terceiro permanece ruim. Em princípio, teremos taxa negativa de crescimento, tanto do PIB quanto dos investimentos. Dificilmente as autoridades ficarão indiferentes a isso.

Segundo, as pressões inflacionárias exercidas pelo câmbio provavelmente farão com que o Banco Central evite interromper o ciclo de alta antes de efetivamente conhecer o resultado do terceiro

trimestre, o que só ocorrerá em 3 de dezembro. Sendo assim, em nosso cenário básico, nas reuniões de outubro e novembro haveria duas novas altas de 50 pontos, levando a Selic para 10% ao ano.

Terceiro, o raciocínio acima indica elevada probabilidade de depreciação cambial adicional mais adiante. Se isso de fato acontecer, o teto da banda da inflação estará ameaçado. Nesse caso, o cenário básico perderá validade novamente, e o BC terá de elevar ainda mais a taxa Selic no começo de 2014.

José Júlio Senna

6. Política Fiscal

Cenário Fiscal: Projetando o Pouco Crível

A deterioração da credibilidade das contas públicas no Brasil torna o exercício de fazer projeções bastante árduo e a análise de resultados e tendências coberta de incertezas. As previsões rapidamente “envelhecem” na medida em que o governo federal lança mão de novas práticas para gerar receitas artificialmente, mudar a natureza, postergar e/ou esconder gastos, e ainda para camuflar o montante total devido.

Entre as variáveis que condicionam o desempenho dos indicadores fiscais (inflação, câmbio, *commodities*, nível de atividade econômica), a que atualmente nos parece ser a principal determinante é a pauta de desonerações tributárias federais.

A principal resposta da política fiscal brasileira à crise global foi a concessão de incentivos, que chegou ao pico de 0,8% do PIB em 2009. Quando o dinamismo econômico foi retomado, a prática foi mantida e ampliada: avançou-se para 1,1% em 2011 e se projeta 1,6% do PIB no próximo ano. No longo prazo, essa foi a grande mudança na equação orçamentária do governo federal, e que contribuiu para desequilibrar o resultado primário. A despeito de continuar ostentando uma das maiores cargas tributárias no mundo, acima de 35% do PIB, as receitas têm sido insuficientes para abarcar todos os compromissos assumidos e se fez necessário recorrer de forma crescente a receitas extraordinárias para fechar suas contas – no fundo, oriundas do endividamento mobiliário federal.

Neste cenário, mesmo com a previsão de receitas excepcionais de dividendos (R\$ 19 bilhões) e concessões (R\$ 18 bilhões), na casa de 0,8% do PIB, a expectativa para 2013 é de receitas primárias com crescimento modesto. A moderação para esse crescimento ocorre também por conta do péssimo desempenho dos impostos, que representam aproximadamente 35% das receitas primárias. Por outro lado, a redução das transferências a estados e municípios apoia a expansão da receita líquida para 20,3% do PIB, que deverá situar-se em patamar semelhante em 2014 (Tabela 3).

Além desse fato novo, pelo lado dos gastos são inevitáveis no cenário para 2013 e 2014 os efeitos inerciais – em particular, reflexo da regra de reajuste do salário mínimo. Os benefícios da

previdência, assistenciais e abono e seguro desemprego, deverão elevar-se em R\$ 16,4 bilhões em 2013 e R\$ 13,5 bilhões em 2014.

Tabela 3: Cenário Fiscal para 2013 e 2014 (em bilhões de reais e % do PIB)

R\$ Bilhões - Em termos reais	2012		2013E		2014E	
	R\$	% PIB	R\$	% PIB	R\$	% PIB
A. Superávit Primário do Setor Público Consolidado (1+2+3)	105,0	2,4	82,7	1,7	49,7	0,9
1. Superávit Primário - Governo Central ¹	86,1	2,0	58,7	1,2	28,7	0,5
1.1 Esforço Fiscal Federal (1.1.1 - 1.1.2)	75,9	1,7	60,5	1,3	31,1	0,6
1.1.1 Receita Líquida	880,8	20,0	977,6	20,3	1.067,6	20,4
Receita Total	1.062,2	24,1	1.165,0	24,2	1.277,1	24,4
Transferência a Governos Regionais	181,4	4,1	187,5	3,9	209,6	4,0
1.1.2 Despesa Total	805,0	18,3	917,0	19,1	1.036,4	19,8
Pessoal e Encargos	186,1	4,2	205,4	4,3	222,0	4,2
Despesas Indexadas ao Mínimo	384,7	8,7	429,2	8,9	472,8	9,0
Benefícios Previdenciários	316,6	7,2	351,0	7,3	384,9	7,3
Abono e Seguro Desemprego	38,9	0,9	44,8	0,9	50,5	1,0
Benefícios Assistenciais	29,2	0,7	33,4	0,7	37,4	0,7
Demais Despesas Obrigatórias	17,8	0,4	31,6	0,7	57,3	1,1
Outras Despesas de Custeio e Capital	216,4	4,9	250,9	5,2	284,3	5,4
Outras Despesas de Custeio	168,2	3,8	197,9	4,1	222,3	4,2
Outras Despesas de Capital	48,1	1,1	53,0	1,1	62,0	1,2
2. Superávit Primário - Governos Regionais	21,5	0,5	24,0	0,5	21,0	0,4
3. Superávit Primário - Empresas Estatais	-2,6	-0,1	0,0	0,0	0,0	0,0
B. Déficit Nominal do Setor Público Consolidado	-108,9	-2,5	-157,7	-3,3	-201,8	-3,9

Memorando	2012		2013E		2014E	
	R\$	% PIB	R\$	% PIB	R\$	% PIB
Dívida Líquida do Setor Público Consolidado (DLSP)	1.441	35,2	1.685	35,0	1.907	36,4
Receitas Cíclicas (RC) ²	42,7	1,0	37,0	0,8	31,0	0,6
Esforço Fiscal Primário Consolidado ex- RC	62,3	1,4	45,7	1,0	18,7	0,4
Desconto da Meta Cheia	39,3	0,9	48,1	1,0	57,6	1,1
Superávit Primário Consolidado com Desconto	144,3	3,3	130,8	2,7	107,3	2,0

Fontes: IBGE e IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV. ¹ Superávit Primário após Ajuste Metodológico, Discrepância Estatística. Considera Superávit/ Déficit do Banco Central do Brasil; ² Considera Receitas com Dividendos, Concessões, Outorgas e Fundo Soberano. Fontes: Secretaria do Tesouro Nacional e Banco Central. Elaboração: IBRE/FGV.

O calendário eleitoral tende a acelerar outros gastos sociais, como o programa Minha Casa Minha (R\$ 12 e R\$ 15 bilhões em 2013 e 2014), e os investimentos no âmbito do Programa de Aceleração do Crescimento (R\$ 47 e R\$ 55 bilhões) — embora os realmente fixos devam subir, na margem, de 1,1% para 1,2% do PIB em 2014. Ambos os gastos produzem descontos da meta fiscal “cheia”.⁵ Em nosso cenário, esperamos descontos de 1,0% e 1,1% do PIB nos dois anos citados, de forma a projetar o superávit primário consolidado em 2,7% em 2013 e 2,0% em 2014, na metodologia oficial.

Do ponto de vista de solvência da dívida, a redução do esforço primário ainda não se mostrou suficiente para cotejar maiores riscos nesse sentido. Para 2013, estimamos que a dívida líquida

⁵ A LDO permite o abatimento de até R\$ 65,2 e R\$ 67 bilhões da meta de resultado primário relativo aos investimentos do PAC e desonerações tributárias para os anos de 2013 e 2014, respectivamente. Disponível em <http://bit.ly/186t6UI> e <http://bit.ly/15f1vhw>.

fique em 35% do PIB, apoiada pela desvalorização cambial, e aumente para 36,4% em 2014 à luz do magro resultado fiscal projetado. Destaca-se que a debilidade para produzir resultados primários consistentes aumenta quando excluídas receitas cíclicas, de forma que o esforço fiscal reduz-se aos níveis mínimos de 1,0% e 0,4% do PIB em 2013 e 2014.

A contínua piora nos resultados fiscais — que, em verdade, ocorrem desde 2009 (Anexo, Gráfico A.2) —, estão menos relacionadas a alterações drásticas na composição dos gastos primários, que habitualmente elevam-se pela inércia derivada dos reajustes do salário mínimo, mas mais às desonerações fiscais e ao menor crescimento econômico. A piora nos resultados fiscais continuará a ocorrer a curto prazo, a menos que os estímulos fiscais concedidos sejam revertidos. Para o médio prazo, e na ausência da adoção de uma nova métrica para o resultado fiscal (como o estrutural), não é possível vislumbrar novo e melhor equilíbrio.

José Roberto Afonso e Gabriel Leal de Barros

7. Setor Externo

O déficit em transações correntes (TC) da balança de pagamentos aumentou de US\$ 23,5 bilhões (2012) para US\$ 52,4 bilhões (2013) no acumulado do ano até julho, um valor próximo ao registrado para 2012 como um todo (US\$ 54,2 bilhões). A piora foi explicada principalmente pelo resultado da balança comercial, que contribuiu para um aumento de US\$ 14,9 no déficit de TC.

A balança comercial registrou um superávit de US\$ 1,3 bilhões em agosto, o que reduziu o déficit acumulado em 2013 para US\$ 3,8 bilhões. Note-se que o saldo da balança comercial tem sido influenciado pela conta petróleo e derivados. O déficit dessa conta passou de US\$ 2,5 bilhões para US\$ 16,4 bilhões entre os acumulados no ano até agosto de 2012 e 2013. O governo aponta a mudança de regras contábeis e questões associadas à manutenção/atraso nas plataformas de exploração do petróleo como as principais razões para a piora. No entanto, mesmo repetindo o resultado da conta petróleo do ano de 2012 (jan/ago), a balança registraria um déficit de US\$ 1,2 bilhões. Para esse resultado contribuiu o desempenho da cesta de exportações das *commodities* brasileiras (queda de 3% na comparação dos acumulados do ano até agosto) que, excetuando os produtos agrícolas, registraram variações negativas para todos os grupos. Em adição, a decomposição da variação do valor mostra que no acumulado do ano todos os preços caíram (Tabela 4).

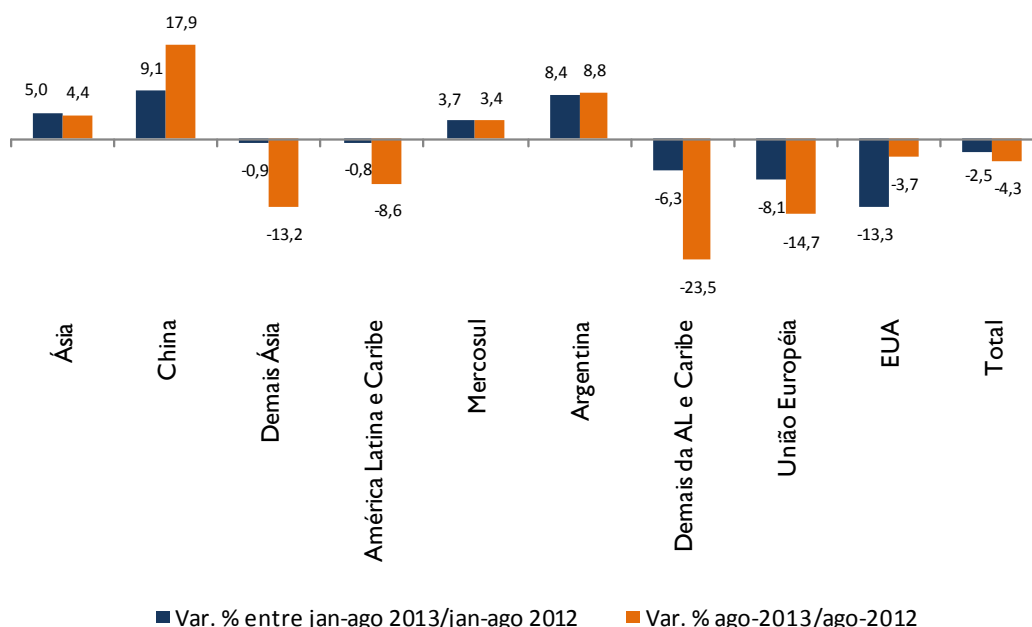
Vale salientar que entre os principais mercados de exportação do Brasil, somente a China e a Argentina registraram aumento (Gráfico 7), sendo que as vendas de soja explicam o resultado para a China e as de automóveis o da Argentina. A desvalorização cambial poderá ajudar no aumento das exportações de alguns produtos nos próximos meses, mas não deverá mudar os resultados negativos para o mercado dos Estados Unidos (que depende das exportações de petróleo) e da União Europeia (*commodities*). Assim, a projeção é de queda nas exportações para este ano em relação ao ano passado.

Tabela 4: Variação nos Índices de Commodities

Índices	Mês contra mesmo mês do ano anterior - yoy			
	Total	Agrícola	Minerais	Combustíveis
Preços	-7,5	-7,3	-4,5	-10,6
Quantidade	11	34,7	-38,5	4,9
Índices	Acumulado no ano			
	Total	Agrícola	Minerais	Combustíveis
Preços	-4,1	-2,5	-10,3	-2,8
Quantidade	4,7	20,1	-33,4	0,6

Fonte e Elaboração: IBRE/FGV.

Até agosto, as importações cresceram 8,8% em relação ao mesmo período do ano anterior, sendo que as principais contribuições para esse resultado foram das matérias primas (38%) e dos combustíveis (37%). A substituição de matérias primas importadas por domésticas não é um processo de curtíssimo prazo e, na conta combustíveis, a previsão dos impactos não é clara (mudanças nas regras contábeis). Logo, mesmo que as importações se desacelerem devido à desvalorização cambial, espera-se ainda algum aumento em relação ao ano passado.

Gráfico 7: Variação nas Exportações nos Principais Mercados (%)


Fonte: MDIC. Elaboração: IBRE/FGV.

Conclui-se que a balança comercial continuará sendo a principal razão para a piora no déficit em TC em 2013, que poderá alcançar valores de US\$ 75/80 bilhões. É possível fechar o ano com um saldo positivo, mas pequeno, da balança comercial: de US\$ 2/3 bilhões. Mas podem ocorrer surpresas com as correções contábeis do petróleo.

A conta capital vai garantir o financiamento do déficit em TC? Os dados disponíveis até julho mostram um aumento no saldo positivo da conta capital, de US\$ 51 bilhões para US\$ 59,6 bilhões. No entanto, alguns pontos sugerem cautela. Os investimentos em carteira aumentaram de US\$ 3,7 bilhões para US\$ 17,9 bilhões, mas as expectativas de mudança na política monetária dos Estados Unidos poderão alterar esse resultado. O saldo do investimento estrangeiro direto (IDE) caiu cerca de US\$ 3 bilhões puxado pela queda no ingresso do IDE, de US\$ 35 bilhões para US\$ 26 bilhões. O saldo do fluxo das reservas internacionais recuou de US\$ S\$ 22,4 bilhões para US\$ 6,7 bilhões entre jan/julho de 2012 e 2013. Sem aumento nos preços das *commodities* e com queda dos investimentos, o sinal de alerta continua aceso no *front* das contas externas.

Lia Valls Pereira

8. Panorama Internacional

A Economia Mundial e a Alta das Taxas de Juro

Para o ano corrente, as projeções do FMI indicam que o crescimento econômico dos países avançados será praticamente igual ao de 2012, ou seja, cerca de 1,2%. A média histórica desse grupo de economias é de 2,5% ao ano. Os emergentes, por seu turno, crescerão 5,0% (média histórica de 4,6%), mas esse número poderá cair devido à desaceleração recente de alguns países.

Dentre os desenvolvidos, a zona do euro apresentou expansão de 1,2% ao ano no segundo trimestre, depois de seis trimestres de taxas negativas. A situação da região, porém, ainda se mostra precária, com desemprego de 12,1% e um sistema bancário sem fôlego para voltar a emprestar. No grupo mencionado, a economia cuja perspectiva se mostra mais promissora é a americana. Há sinais de que o ajuste patrimonial das famílias esteja concluído (a relação *debt/equity* já retornou à tendência histórica) e a política fiscal provavelmente deixará de exercer força contracionista relevante a partir de 2014.

Contudo, a despeito de os sinais serem bons, a economia americana ainda não cresce acima do seu ritmo potencial, condição necessária para que se comece a eliminar a capacidade ociosa existente. Possivelmente isso acontecerá apenas em 2014.

Por conseguinte, o quadro internacional está longe de animador. A economia mundial ainda patina em meio a essa fase crônica da crise. Os juros de mercado, porém, já se elevaram, a começar pelos Estados Unidos. A taxa real das TIPS de 10 anos, por exemplo, que se mostraram negativas de dezembro de 2011 até o começo de junho último, tornaram-se positivas e chegaram a 0,9% ao ano. Os juros prefixados de mesmo prazo estavam em 1,5% no início de junho e já se aproximaram de 3,0%.

Há cerca de 40 anos, quando o mundo migrou de um sistema de câmbio fixo para o regime de flutuação, acreditava-se que tal mudança daria a muitos países a oportunidade de gerir a política monetária de maneira autônoma. O alto grau de integração financeira do mundo de hoje tem dificultado o exercício dessa suposta independência. De fato, na esteira do movimento altista de juros nos EUA, as taxas subiram de maneira quase generalizada. Sem muito sucesso, alguns

bancos centrais tentaram impedir (ou neutralizar) o mencionado “contágio”. O Banco da Inglaterra e o Banco Central Europeu, por exemplo, que sempre se recusaram a dar indicações sobre movimentos futuros de taxa de juro, acabaram recorrendo a alguma forma de *forward guidance*. Por certo, quanto mais branda for a abertura dos juros de mercado, melhor para a economia mundial, para que não se prejudique a retomada do crescimento econômico. Note-se que pressões inflacionárias relevantes constituem problema localizado, restrito a alguns países.

Curiosamente, se o problema aqui levantado tem início nos EUA, de lá mesmo poderá vir decisão capaz de aliviar as tensões nos mercados de juros, embora em caráter temporário. Referimo-nos à possibilidade de redução do *threshold* de 6,5% de desemprego para que o Fed comece a pensar em elevar o juro dos *fed funds*. Na hipótese de aumentar a pressão sobre os juros americanos, esse experiente poderá ser usado.

A possibilidade acima mencionada e o fato de que não teremos apenas dados bons acerca do desempenho econômico dos Estados Unidos significam que a trajetória de alta das taxas de juro não será linear. A direção, porém, parece dada, devido às boas perspectivas da economia americana.

José Júlio Senna

9. Observatório Político

Dilma e o Pragmatismo de Curto Prazo

A queda aguda de popularidade foi a pior consequência das jornadas de junho para a Pres. Dilma. Há, porém, um aspecto nesse processo que tem recebido pouca atenção: a opinião do grande público passou, finalmente, a convergir com a da elite empresarial e política, tanto à esquerda quanto à direita, ambas há algum tempo desgostosas com a presidente. De fato, a principal resposta que o Palácio do Planalto deu aos protestos – a atabalhoada e, depois, derrotada convocação do plebiscito sobre a reforma política, sem consulta prévia aos aliados – viria consolidar um consenso em torno da ideia segundo a qual a chefe de governo não é nem boa política nem boa gestora.

Conquanto a popularidade possa se recuperada, como já está acontecendo, aquele consenso é indício de uma séria degradação dos ativos políticos de Dilma. Não à toa, uma matéria do Valor, publicada no dia 16 de agosto, afirma que, doravante, a presidente vai procurar ter mais diálogo com políticos e empresários. Mas até quando?

A pergunta se justifica porque uma das marcas indeléveis do estilo decisório de Dilma tem sido o pragmatismo de curto prazo. Sem dúvida, ela sabe recuar quando a situação começa a mostrar-se desastrosa – sinal de pragmatismo. Os melhores exemplos são a aceitação das concessões em 2012 e a devolução da autonomia operacional ao Banco Central em 2013 para que este pudesse frear a aceleração dos preços por meio de aumentos da taxa de juros.

O pragmatismo da presidente, todavia, tende a ter curta duração. Logo que as expectativas ruins começam a arrefecer, Dilma retorna ao seu curso natural. Assim, duras medidas foram tomadas logo depois de anunciar as concessões visando reduzir a margem de lucro dos possíveis concessionários, desencorajando os investidores. E no tocante ao combate à inflação, os recentes aumentos da taxa de juros pelo Banco Central não têm sido acompanhados por ações na mesma direção na área fiscal.

O padrão decisório da Pres. Dilma reflete, em parte, o incrementalismo típico de um regime democrático, decorrente de múltiplas instâncias de veto e da necessidade de negociar com interesses díspares representados tanto no Executivo quanto no Legislativo. Mas o incrementalismo supõe consulta frequente aos porta-vozes desses interesses, coisa que o próprio Palácio do Planalto reconhece estar faltando à chefe do Executivo. E a falta de consulta leva à alienação política. Dados do CEBRAP reportados pelo Valor em 24 de julho (p. A6) são eloquentes nesse sentido: o apoio do PMDB ao governo é o mais baixo desde que o partido aliou-se oficialmente ao PT em 2007, situando-se em 56%.

A falta de consulta gera também erros no desenho das políticas governamentais. O reconhecimento destes, ainda que tardio, é um dos elementos do pragmatismo. Mas tem durado pouco, levando a novos erros. E, assim, vem sendo consolidada a noção de que a presidente não é nem boa política nem boa gestora.

Ainda há tempo para mudar. Uma das primeiras coisas que a presidente poderia fazer é ser mais frugal no uso de medidas provisórias (MPs) e passar a usar mais os projetos de lei (PLs). As MPs, uma vez assinadas, tornam-se lei imediatamente, ainda que tenham que ser posteriormente apreciadas pelo Congresso. Isto é, são uma prerrogativa que permite a elaboração de leis por fiat presidencial, o que cria fatos consumados que forcem o Legislativo a acatar as decisões do Executivo. Já os PLs são os instrumentos ordinários de legislação, implicando extensa consulta aos parlamentares e uma tramitação mais lenta. Dados extraídos do portal da Câmara dos Deputados mostram que Dilma, até 4 de setembro de 2013, emitiu 104 MPs e propôs apenas 69 PLs (1,5 MPs para cada PL). Esta razão é de 0,42 para Collor; 0,92 para Itamar; 0,78 para FHC I; 0,87 para FHC II; 1,35 para Lula I; e 0,88 para Lula II. Dilma é, portanto, a presidente que, proporcionalmente, mais fez uso de MPs desde a promulgação da Constituição de 1988. Ainda que tendam a aprová-las, os congressistas repudiam o uso indiscriminado dessa prerrogativa. Quanto mais a presidente usa MPs em detrimento dos PLs, mais irrita o Congresso. Uma redução considerável na edição de MPs poderá sinalizar – de maneira digna de crédito – que Dilma deseja não apenas ter mais diálogo, mas também conferir um caráter menos imediatista ao seu pragmatismo.

Octavio Amorim Neto

10. Em Foco IBRE: Cenário Macroeconômico — 2013 e 2014⁶

Projeções Internacionais

Os últimos meses foram marcados pela elevação expressiva da taxa de juros de longo prazo dos EUA, diante da perspectiva de normalização das condições monetária a partir deste mês. No entanto, ainda há dúvidas a respeito da solidez do ritmo de crescimento da economia americana, o que deve gerar certa cautela na condução da política monetária.

Neste contexto não alteramos nossa perspectiva de crescimento dos EUA de 1,8% para 2013 e de 2,4% para 2014. Já a Área do Euro, após uma longa recessão, deu sinais de estabilização e deve registrar contração em 2013 um pouco menor que a prevista em junho, -0,5% ante -0,7%. Para o ano que vem, as perspectivas também são ligeiramente melhores, de crescimento de 0,8%. Ou seja, os países desenvolvidos estão se recuperando gradualmente.

Com relação aos emergentes a trajetória é oposta. Já há fortes indícios de desaceleração em diversos países, inclusive nos latino-americanos que estavam passando por um período de elevado crescimento, como Chile, Peru e Colômbia. A boa notícia é que a China dá sinais de que o processo de desaceleração se atenuou. Dessa forma, não houve alteração nas suas perspectivas de crescimento para 2013 e 2014, de 7,5% e 7,3%, respectivamente.

Nesse cenário de menor crescimento dos países emergentes espera-se também um menor crescimento do *quantum* do comércio. Adicionalmente a perspectiva para os preços tanto das *commodities* agrícolas como as metálicas é de recuo neste ano.

Cenário Doméstico

Diante do resultado do PIB do segundo trimestre, as perspectivas de crescimento da economia brasileira em 2013 foram revisadas de 2,3% (junho de 2013) para 2,5%. Pela ótica da oferta, prevê-se expressivo crescimento da agropecuária (10,0%) e crescimento um pouco mais modesto da indústria de 1,3% para 1,1%. Já o setor serviços deve manter o mesmo crescimento estimado em junho de 2013, de 2,1%.

Pela ótica da demanda, espera-se uma retomada forte dos investimentos, de 7,1%, conforme discutido na Seção de Atividade Econômica. Já os consumos das famílias e do governo continuarão mantendo taxas de crescimento ainda elevadas, porém mais modestas do que anteriormente previsto. Nossa previsão é que ambos cresçam 1,7% em 2013. Por sua vez, a contribuição negativa do setor externo deverá ser bem maior: as exportações e as importações crescerão 1,0% e 7,7%, respectivamente.

⁶ O cenário macroeconômico do IBRE foi atualizado a partir da divulgação das Contas Nacionais do segundo 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.

Porém, para o ano que vem a previsão é de um crescimento menor, de 1,8%, ante previsão anterior de 2,6%. É importante destacar que entre os setores, projeta-se que a indústria mantenha um crescimento similar ao do ano passado, de 1,2%, e os serviços desacelerem um pouco, para 1,7%. Ou seja, um crescimento de 1,8% para 2014 é ainda um resultado favorável. Com isso, a taxa média de crescimento do governo Dilma ficaria em 2,0%.

Com relação à inflação, o cenário ainda é mais preocupante. Mesmo sem um reajuste adicional da gasolina, a inflação ficaria em 5,9% em 2013. Neste caso, a inflação de preços administrados alcançará apenas 1,7%, valor bem inferior ao do ano passado (5,1%). Nossos modelos apontam para uma inflação de serviços de 8,4%, com pequeno recuo em relação aos 8,7% de 2012. Além disso, deveremos ter uma pressão menor dos preços da alimentação domiciliar: de 10% em 2012 para 8,2% em 2013. Porém, uma taxa de câmbio mais desvalorizada pressiona os preços dos outros bens manufaturados: estimamos uma inflação deste grupo de 5,4% ante 1,8% (Tabela 5).

Tabela 5: Inflação e Seus Componentes Desagregados (%)

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

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

Mas, se houver um reajuste adicional de 7% da gasolina neste ano, a inflação iria para 6,2%, ou seja, um valor muito próximo do topo da meta. Então, avaliamos que esse reajuste deverá ocorrer no ano que vem. Mesmo a economia estando menos aquecida, com uma menor pressão dos alimentos no ano que vem, a inflação deverá atingir 6,1% em 2014 por conta da aceleração dos preços administrados de 1,7% para 4,3%.

Nesse contexto o Banco Central deve continuar elevando a taxa de juros a 10,0% ao ano para evitar uma deterioração adicional da inflação em 2014.

Quanto ao setor externo, as exportações continuam decepcionando e devem recuar em relação ao ano anterior. Já as importações continuam em ritmo mais forte, o que levará a uma redução expressiva do saldo comercial para US\$ 2 bilhões. Com isso, o déficit em transações correntes como proporção do PIB aumentará para 3,5% em 2013. Para 2014, a projeção é que haverá uma pequena melhora nas exportações e um menor crescimento das importações com relação a este ano, por conta do menor crescimento econômico e do câmbio mais desvalorizado. Projetamos que o saldo comercial atingirá US\$ 8 bilhões (Gráfico 8).

Quais são os riscos para o cenário atual?

A economia brasileira está passando por um período de grandes desafios. A taxa de câmbio tem se depreciado substancialmente nos últimos meses, dificultando ainda mais o combate à inflação. A necessidade de reajuste dos combustíveis dificulta ainda mais o cenário inflacionário. Se a política fiscal não ajuda, será necessário um aumento maior de taxa de juros, penalizando o crescimento econômico do ano que vem. Os desafios são elevados.

Sem dúvida, a maioria dos países emergentes está passando por um processo de desaceleração. No entanto, para aqueles países que estão com os fundamentos econômicos ajustados, há espaço para políticas que atenuem os efeitos da desvalorização de suas moedas. Mas, para os países que optaram por manter políticas fiscais mais expansivas e inflação acima da meta, o custo do ajustamento será mais elevado. Este é o caso brasileiro.

Silvia Matos e Vinícius Botelho

Revisão Técnica do Boletim Macro IBRE: Luiza Niemeyer

Anexo

Gráfico 8: Saldos Anuais em Transações Correntes
(US\$ bi e % do PIB)

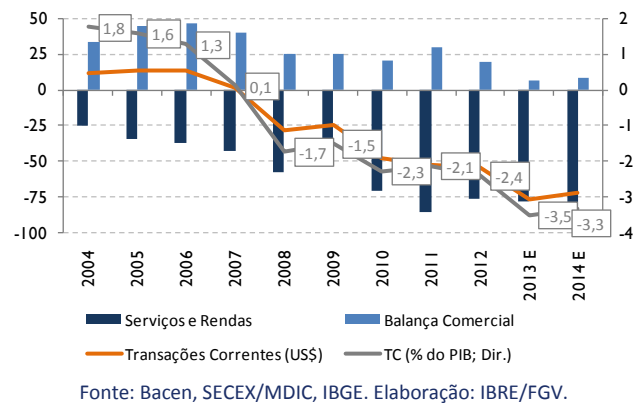
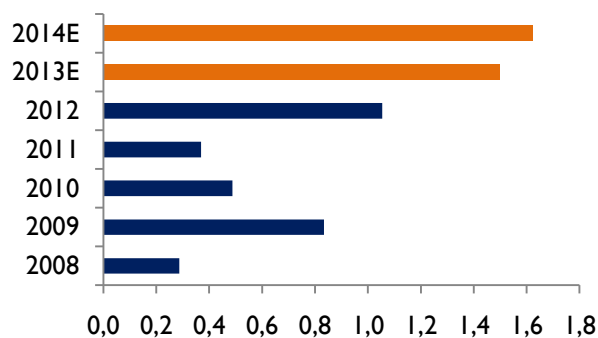
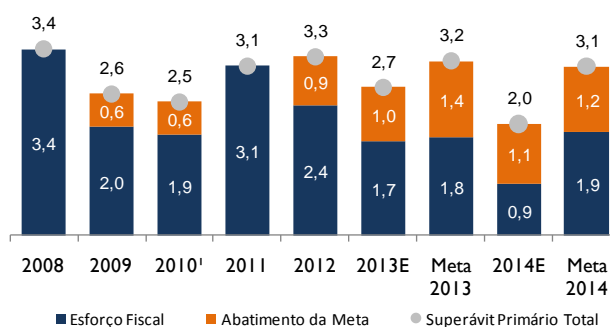


Gráfico A.1: Evolução das Desonerações de 2008 a 2014
(em % do PIB)



Fonte: Ministério da Fazenda através do jornal O Globo.
Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico A.2: Superávit Primário do Setor Público Consolidado Pós-Crise (%)



¹ Desconsidera processo de capitalização da Petrobrás. Fontes: Banco Central e Leis de Diretrizes Orçamentárias. Elaboração: IBRE/FGV.

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

CENÁRIO EXÓGENAS INTERNACIONAIS	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
CRESCIMENTO - PIB (%)						
EUA	-3,5	3,0	1,7	2,2	1,8	2,4
Zona do Euro	-4,3	1,8	1,5	-0,6	-0,5	0,8
China	9,2	10,4	9,2	7,8	7,5	7,3
COMÉRCIO E PREÇOS DE COMMODITIES (%)						
Quantum do Comércio Mundial	-12,3	14,4	5,9	1,9	1,5	1,8
CENÁRIO EXÓGENAS DOMÉSTICAS	2009	2010	2011	2012	2013E	2014E
Taxa de Juros (final do período)	8,75	10,75	11,00	7,25	10,00	10,00
Taxa de Câmbio Nominal (média de período)	2,0	1,8	1,7	2,0	2,2	2,4
Preço das Exportações (%)	-13,4	20,5	23,2	-4,9	-2,5	1,0
Preço das Importações (%)	-11,1	3,9	14,3	0,9	-0,7	1,1
Superávit Primário como % PIB*	1,1	1,2	2,5	1,7	1,0	0,4
Inflação de Preços Administrados (%)	4,7	3,1	6,2	3,7	1,7	4,3
Inflação Alimentação Domiciliar (%)	3,2	10,4	6,8	10,0	8,2	5,6

* Exclui receitas com Dividendos, Concessões e Outorga. Fontes: BEA, Eurostat, CEIC, CPB World Trade Monitor, IBGE, Banco Central, FUNCEX. Elaboração: IBRE/FGV.

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

	2010	2011	2012	2013E	2014E
PIB (%)	7,5	2,7	0,9	2,5	1,8
Agropecuária	6,3	3,9	-2,3	10,0	4,5
Indústria	10,4	1,6	-0,8	1,1	1,2
Serviços	5,5	2,7	1,7	2,1	1,7
Consumo Privado	6,9	4,1	3,1	1,7	1,6
Consumo da Adm. Pública	4,2	1,9	3,2	1,7	2,3
Investimento (FBCF)	21,3	4,7	-4,0	7,1	2,8
Exportações	11,5	4,5	0,5	1,0	1,4
Importações	35,8	9,7	0,2	7,7	-0,9
Produção Industrial - IBGE (%)	10,5	0,4	-2,6	1,6	1,8
INFLAÇÃO E POLÍTICA MONETÁRIA					
IPCA - IBGE (%)	5,9	6,5	5,8	5,9	6,1
IPCA - Livres	7,1	6,9	6,6	7,2	6,7
IPCA - Serviços	8,1	9,8	8,7	8,4	8,2
IPCA - Bens Ex. Alimentação	3,4	3,5	1,8	5,4	4,9
IPCA- Alimentação Domiciliar	10,7	5,4	10,0	8,2	5,6
IPCA - Administrados	3,1	5,6	3,7	1,7	4,3
IPCA Ex-Alimentação Domiciliar	5,1	6,7	5,1	5,5	6,2
Taxa Selic (final de período - %)	10,75	11,00	7,25	10,00	10,00
SETOR EXTERNO					
Balança Comercial (US\$ bi)	20	30	19,5	2,0	7,9
Exportações (US\$ bi)	202	256	243	241	242
Importações (US\$ bi)	182	226	223	239	234
Corrente de Comércio (% PIB)	18	19	21	22	22
Déficit em serviços e rendas (US\$ bi)	70	85	76	78	86
Saldo em conta-corrente (US\$ bi)	-47	-52	-54	-76	-72
Saldo em conta-corrente (% PIB)	-2,3	-2,1	-2,4	-3,5	-3,3

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

Instituto Brasileiro de Economia

Diretor: Luiz Guilherme Schymura de Oliveira

Vice-Diretor: Vagner Laerte Ardeo

Superintendente de Estudos Econômicos: Marcio Lago Couto

Coordenador de Economia Aplicada: Armando Castelar Pinheiro

Pesquisadores

Daniela de Paula Rocha

Fernando Augusto Adeodato Veloso

Fernando de Holanda Barbosa Filho

Gabriel Leal de Barros

Ignez Guatimosim Vidigal Lopes

Joana Monteiro

José Júlio Senna

José Roberto Afonso

Julia Cavalcante Fontes

Lia Valls Pereira

Luiza Niemeyer

Mauricio Canêdo Pinheiro

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 setembro 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.