

Nível de Atividade Continua Morno, mas Temperatura da Inflação Aumenta

Para onde quer que se olhe, as perspectivas para a economia brasileira neste começo de ano são preocupantes. De fato, desde a edição anterior deste Boletim, em março, não se registrou nenhum fato econômico novo positivo. Pelo contrário, se acumularam novidades negativas, como o rebaixamento do crédito soberano do país pela S&P e uma piora nas condições de suprimento de energia elétrica — com custos crescentes e incertos para consumidores finais, empresas distribuidoras de energia e contas públicas. Esse quadro fortalece a percepção de que a situação econômica do país se deteriora gradualmente e que aumenta o risco de não se poder esperar as eleições passarem para promover ajustes na política econômica.

Neste número do Boletim voltamos nossa atenção para a evolução do nível de atividade — incluindo as percepções de consumidores e empresas quanto ao futuro próximo — e para os efeitos inflacionários dos choques de oferta sobre os preços ao consumidor.

Com relação à atividade, um destaque positivo foi o desempenho da produção industrial no primeiro bimestre do ano — e, algo ironicamente, sua contrapartida, o aumento no consumo industrial de energia elétrica, em uma época em que se ouvem murmúrios quanto à necessidade de “racionalizar” o consumo de eletricidade. Não esperamos, porém, que a indústria repita esse bom resultado no resto do ano. Pelo contrário, a indústria de transformação caminha para um desempenho desfavorável no ano como um todo.

Nada do que ocorreu no último mês, no entanto, foi capaz de alterar nossa previsão de crescimento para o PIB deste ano: 1,8%. O que sofreu revisão, de forma marginal, foi a projeção para o crescimento no primeiro trimestre, que aumentou ligeiramente, para 0,4% (tst, dessazonalizado). Pelo lado da demanda, o destaque é a desaceleração esperada para a formação bruta de capital fixo. Pelo da oferta, o ponto positivo é o bom desempenho previsto para a agropecuária, a extrativa mineral, a construção e a produção de eletricidade. ([Seção 1](#))

Com relação à evolução da inflação dos preços ao consumidor, o destaque de março foi o choque dos preços de produtos alimentares, por conta da estiagem que, na expressão dos nossos analistas, “chegou aos índices”. Outro ponto negativo foi que os preços dos serviços continuaram a tendência de alta, tendo fechado o acumulado de doze meses até março em 9% — ou seja, bem acima dos 8,2% acumulados até fevereiro. O tão esperado arrefecimento na alta dos preços dos

serviços, derivado do menor reajuste do salário mínimo neste ano, relativamente a 2013, simplesmente ainda não aconteceu.

Esse resultado mostra também que, apesar de baixo, o crescimento da economia não parece estar muito descolado do seu potencial de expansão. Pelo menos com a atual estrutura de preços relativos e composição do crescimento.

Assim, aumentam as suspeitas de que o IPCA acumulado em doze meses supere o teto da faixa de dois pontos de porcentagem em torno da meta em algum momento entre o segundo e terceiro trimestres deste ano. Isso, apesar dos preços represados da energia elétrica, dos combustíveis e dos ônibus urbanos.

É inevitável que, qualquer que seja a trajetória escolhida para promover a chamada “inflação corretiva” — eufemismo utilizado para caracterizar o penoso processo de trazer preços artificialmente represados de volta ao seu ponto de equilíbrio — haverá aceleração da inflação em algum momento do próximo ano. Por que não neste? Porque é ano eleitoral.

Como se isso tudo não bastasse, o desempenho da balança comercial continua a inspirar preocupação, reforçando a percepção de que o país não cresce muito abaixo do seu potencial. Ainda que a situação atual não seja para alarme excessivo, a manutenção de déficits em conta corrente que se aproximam de 4% do PIB não é exatamente uma situação confortável. Nesse meio tempo, a (temporária) valorização da taxa de câmbio ajuda no combate à inflação, mas não na redução dos déficits, comercial e em transações correntes.

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

- Os índices de confiança de empresas e consumidores voltaram a cair no primeiro trimestre, influenciados mais pelas expectativas sobre o futuro do que pela percepção sobre a situação atual. Aqui, o cenário esperado para os próximos meses é desanimador. Na ausência de choques, a deterioração das expectativas sinaliza continuidade do ritmo lento de atividade econômica nos meses imediatamente à frente, tendendo a impactar negativamente os investimentos produtivos e, entre os consumidores, a estender o ajuste dos orçamentos familiares, o que constitui um fator de contenção do consumo. Há sinais de que a deterioração da confiança empresarial neste ano vem sendo influenciada por fatores que vão além das condicionantes macroeconômicas. Os maiores candidatos são fatores como o aumento da incerteza e o desapontamento com os rumos da economia no curto ou médio prazo. Por tudo isso, do lado empresarial, o fraco crescimento da economia deve limitar o avanço da confiança nos próximos meses. Do lado do consumidor, a recente aceleração da inflação não permite apostar na recuperação do otimismo. ([Seção 2](#))

- O mercado de trabalho emite sinais que são, para dizer o mínimo, ambíguos. Como em outras áreas da economia brasileira, trata-se também aqui de uma situação do tipo “copo meio cheio, meio vazio”, dependendo de qual aspecto se examine. Por um lado, a taxa de desemprego está estável em níveis ineditamente baixos. Por outro, os resultados revelam que essas reduzidas taxas são fruto de quedas da população economicamente ativa (PEA), e não de aumento no número de pessoas ocupadas (PO): a contribuição da PEA para a variação do desemprego é negativa desde outubro do ano passado, ao passo que a PO vem desacelerando rapidamente, o que fez com que seu impacto sobre o desemprego fosse nulo em fevereiro. Nossos analistas exploram esse último aspecto pela comparação dos desempenhos do mercado de trabalho nas regiões metropolitanas cobertas pela PME. ([Seção 3](#))
- A seção dedicada à análise da inflação foca o choque agrícola. Em particular, os aumentos de preço das matérias primas agropecuárias e dos alimentos na indústria e no varejo elevaram o IGP-M de março para 1,67%, que é a maior taxa desde junho de 2008. Do avanço de 1,3 ponto percentual em relação à taxa de fevereiro, pelo menos 1 ponto pode ser associado ao fenômeno climático. Com tudo isso, o IPCA avançou em março para 0,92%, sendo que o subgrupo alimentação no domicílio, com alta de 2,43%, foi responsável por cerca de 40% do resultado. Como corolário, nossos analistas elevaram a previsão da inflação do subgrupo alimentação no domicílio em 2014: de 5,5% para 6,5%. ([Seção 4](#))
- Nosso analista caracteriza a atual fase da política monetária como sendo a terceira sob a presidência de Alexandre Tombini. Sua análise mostra que essa terceira fase começou em abril de 2013, após ficar claro que a redução da taxa real de juro foi excessiva e acarretou elevação da inflação. Desse ponto em diante, a Selic nominal foi corrigida em 375 pontos, atingindo 11,0% na última reunião do Copom, elevando o juro real para 4,4%. A partir daí, se especula sobre se esse movimento teve como objetivo apenas retirar a acomodação monetária ou ir mais adiante, envolvendo trazer a inflação para a meta. A conclusão a que chega é que, a julgar pelos sinais até aqui emitidos, o BC pretende simplesmente retirar a acomodação monetária, buscando com isso estabilizar a inflação. A elevada inflação reprimida é indicativa, no entanto, que mesmo esse objetivo mais modesto exigirá juros ainda mais altos futuramente. ([Seção 5](#))
- O exame da política fiscal desta edição do Boletim detém-se sobre os governos subnacionais. A base é a positiva surpresa representada pela possibilidade de que essas entidades cumpram a meta de resultado primário (R\$ 18,2 bilhões) para 2014, cenário diametralmente oposto àquele que tem prevalecido no pós-crise: os últimos cinco anos foram marcados por uma profunda redução do esforço fiscal desses governos, que saiu de 1,1% do PIB em 2008 para 0,3% em 2013. A surpresa aumenta quando se leva em conta o fato de que estamos em ano eleitoral. Dois fatores são levantados para explicar esse otimismo: a revisão para baixo da meta fiscal dos

governos subnacionais e o ótimo superávit primário do primeiro bimestre do ano, influenciado por maiores transferências da União. ([Seção 6](#))

- Os resultados do setor externo continuam indicativos de uma área problemática. Ainda assim, existe uma visão otimista que aposta em um superávit comercial neste ano superior ao do ano passado, parte do qual apoiado na desvalorização cambial — que vem sendo (temporariamente?) revertida — e no déficit menor de petróleo e derivados. Nossa analista, no entanto, ocupa-se de desmontar esse otimismo com base no principal entrave à melhora do saldo: o desempenho exportador. Como não se espera uma forte recuperação na demanda pelas exportações brasileiras — em parte devido às perspectivas da queda do comércio com a Argentina —, o saldo até o final do ano poderá ficar próximo do de 2013. ([Seção 7](#))

- A análise da economia internacional aborda o instigante tema da opacidade em relação às perspectivas da economia dos EUA neste ano, após a passagem pelo abismo fiscal de 2013, e o quadro da inflação e evolução do mercado de trabalho. A raiz das dificuldades em desvendar o mistério sobre o futuro próximo da economia norte-americana está na dificuldade em saber qual é o estado real do mercado de trabalho. Para aqueles preocupados com uma possível aceleração da inflação ainda neste ano, os indicadores relevantes são os níveis de desemprego de curto prazo e o fato de os salários responderem muito intensamente a esse indicador. Para os mais preocupados com o desemprego, o foco é a elevada desocupação de longo prazo. Nossos analistas desenvolvem dois modelos para lançar luz sobre essa questão. Sua conclusão tentativa é que o processo de elevação dos juros curtos na economia americana pode ter início em algum momento do segundo semestre de 2015. O risco é a economia começar a crescer mais rápido e este momento ser adiantado em um ou dois trimestres. ([Seção 8](#))

- A seção sob a responsabilidade do nosso analista convidado examina as previsões para o resultado primário da União no ano em curso. A análise foca na diferença entre o que foi anunciado e o que realmente deve acontecer no orçamento federal a partir do observado em 2013 e de hipóteses sobre a evolução de algumas variáveis básicas. Os gastos são agrupados em cinco rubricas: pessoal, transferências de renda às famílias, subsídios ampliados, investimento e custeio. Dadas as hipóteses — projeções do governo federal para a receita primária, gasto com pessoal e com o INSS em 2014 e projeções próprias para os demais gastos — o crescimento do gasto com custeio dos demais ministérios foi obtido por resíduo. Ele corresponde ao gasto necessário para atingir um resultado primário de 1,6% do PIB. Entre as principais conclusões do exercício destacam-se, literalmente, as seguintes: (i) a expansão prevista do custeio não prioritário nas projeções do governo indica onde e como as autoridades planejam acomodar a provável frustração de receita este ano; caso a receita primária líquida da União fique 0,3% do PIB abaixo do esperado, o governo pode manter sua meta de resultado primário via congelamento de seus

gastos de custeio “não prioritários” (exclusive saúde e educação) no mesmo valor de 2013; (ii) caso a frustração de receita seja maior do que 0,3% do PIB, será necessário ainda diminuir a expansão de outros gastos, provavelmente pelo adiamento de despesas para 2015, a exemplo do que ocorreu na passagem de 2013 para 2014. ([Seção 9](#))

- Finalmente, a seção Em Foco, de autoria de Vinicius Botelho, traz uma interessante especulação sobre as implicações da normalização da política monetária dos EUA sobre a taxa de câmbio de equilíbrio no Brasil. ([Seção 10](#))

Boa leitura!

Regis Bonelli, Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos

1. Atividade Econômica

Com a divulgação da LSPA de fevereiro e das pesquisas trimestrais da pecuária, revisamos a nossa projeção de crescimento da atividade agropecuária em 2014 de 5,0% para 3,2%. Como mostra a Tabela 1, esse crescimento deve ocorrer quase integralmente ao longo do primeiro semestre deste ano, refletindo o fato de que as principais colheitas que apresentam crescimento em relação a 2013 são tipicamente realizadas no primeiro e segundo trimestres.

Como nossos modelos indicam estabilidade da população de bovinos nos mesmos patamares de 2012 (e, portanto, estabilidade populacional ao longo de todo o ciclo de maturação desses animais), sua engorda terá contribuição quase nula ao crescimento do PIB agropecuário neste ano. Por outro lado, a recuperação da produção de ovos durante

o último trimestre de 2013, como indicado pela Pesquisa de Ovos de Galinha divulgada em março, reforça nossa crença na continuidade do crescimento da população de galinhas poedeiras ao longo de 2014 (como mencionado nesta seção do Boletim, em fevereiro), com manutenção da sua produtividade nos níveis observados desde 2004. Por fim, os dados de resfriamento e preparação do leite e de laticínios da PIM-PF indicam a continuidade do processo de recuperação da produção de leite, que envolve uma retomada gradual da população de vacas leiteiras e o crescimento da produtividade em linha com a tendência histórica (como também mencionado nesta seção do Boletim, em fevereiro).

Por sua vez, o consumo de eletricidade em fevereiro, como apontado pela EPE, assim como o resultado positivo da indústria durante os dois primeiros meses deste ano, nos levaram a revisar a projeção de crescimento da indústria em 2014 de 0,9% para 1,2%. Os dados de produção da indústria extrativa indicam que o crescimento desta atividade no PIB, durante o primeiro trimestre deste ano, deve ter sido de 3,0% AsA (em 2014 ela deve crescer 2,5%). Entre as atividades do setor de serviços, notamos uma aceleração no crescimento da administração, saúde e educação públicas, assim como a continuidade da

Os indicadores de atividade disponíveis até o momento indicam que o PIB cresceu 0,4% no primeiro trimestre deste ano

Tabela 1: Crescimento do PIB da Agropecuária

Trimestre	TsT	AsA
1T	2,8%	0,9%
2T	1,6%	1,3%
3T	0,5%	6,3%
4T	0,1%	5,7%

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

Tabela 2: Crescimento do PIB pela Oferta

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

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

recuperação de outros serviços, cuja produção (em termos dessazonalizados) foi menor em todos os trimestres de 2013, na comparação com o quarto trimestre de 2012. Como mostra a Tabela 2, apesar dessas revisões (e de seus impactos nas margens de comércio, transportes e impostos), nossa projeção para o crescimento do PIB em 2014 se mantém em 1,8%. Todavia, essas revisões mudam a distribuição do crescimento ao longo do ano, implicando a revisão da nossa projeção para o crescimento do PIB do primeiro trimestre, de 0,3% para 0,4%.

De acordo com o Gráfico 1, o Indicador Mensal do Investimento do IBRE (IMI) indica uma retração de 3,7% no investimento (medido pela ótica das Contas Nacionais) na média móvel trimestral encerrada em fevereiro de 2014. Portanto, o cenário da atividade econômica parece confirmar a perspectiva indicada por este Boletim no início deste ano: arrefecimento da formação bruta de capital fixo, da indústria de transformação e do setor de serviços, com crescimento ditado pelo desempenho da atividade agropecuária e das indústrias extrativa, de construção e de produção de eletricidade.

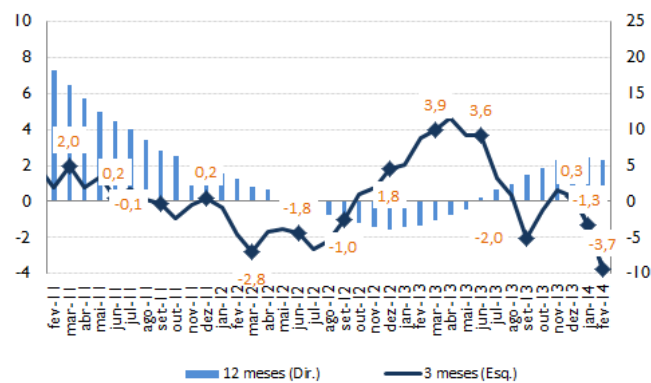
Silvia Matos e Vinícius Botelho

2. Expectativas de Empresários e Consumidores¹

A queda dos índices de confiança de empresas e consumidores no primeiro trimestre de 2014 foi influenciada mais pelas expectativas do que pela percepção sobre a situação atual do ambiente empresarial, traçando um cenário desanimador para os próximos meses. Na ausência de choques, a deterioração das expectativas sinalizaria continuidade do ritmo lento de atividade econômica ao longo dos próximos meses. O desalento de empresas tenderia a impactar negativamente os investimentos produtivos e, entre os consumidores, a cautela excessiva estenderia o período de ajuste dos orçamentos familiares, um fator de contenção do consumo.

Do lado empresarial, o grau de otimismo de março foi o menor desde junho de 2009, na saída da crise. Apesar do fraco crescimento recente da economia, há sinais de que a deterioração dos índices de confiança empresarial em 2014 esteja sendo influenciada por fatores que vão além das condicionantes macroeconômicas. Os maiores candidatos para o mau humor neste caso seriam fatores de natureza psicológica dificilmente mensuráveis, como o aumento da incerteza ou o desapontamento com os rumos da economia no curto ou médio prazos.

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.

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

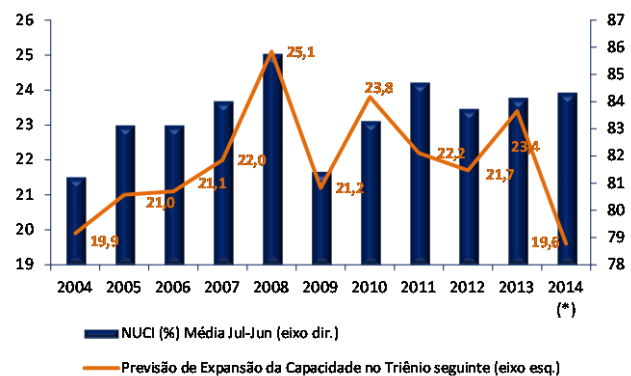
¹ O autor agradece a colaboração de Vitor Vidal Velho.

Tabela 3: Confiança e Expectativas em Queda

	CONFIANÇA		EXPECTATIVAS	
	Empresarial	Consumidor	Empresarial	Consumidor
Variação percentual do indicador de médias móveis trimestrais				
fevereiro	0,0	-1,6	-0,5	-1,3
março	-0,7	-1,2	-1,2	-1,4
Distância em relação à média (em desvios padrão)				
fevereiro	-1,0	-1,6	-1,2	-1,4
março	-1,1	-1,6	-1,4	-1,6

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

Essa tendência é sinalizada, por exemplo, em estatísticas que captam expectativas para horizontes de tempo um pouco mais longos que as sondagens conjunturais. O Gráfico 2 mostra a relação entre o Nível de Utilização da Capacidade (NUCI) da Indústria de Transformação e projeções de expansão da capacidade de produção para o triênio seguinte por empresas do mesmo segmento.² Na maioria dos anos, observa-se uma relação positiva entre o nível corrente de utilização das plantas industriais e o volume de investimentos em capital fixo previsto para os anos seguintes. Em 2014, embora o NUCI tenha ficado relativamente estável em relação ao período anterior, as previsões de investimento foram as mais fracas dos últimos 11 anos, provocando o maior descolamento da série histórica.

Gráfico 2: NUCI e Previsões de Investimento

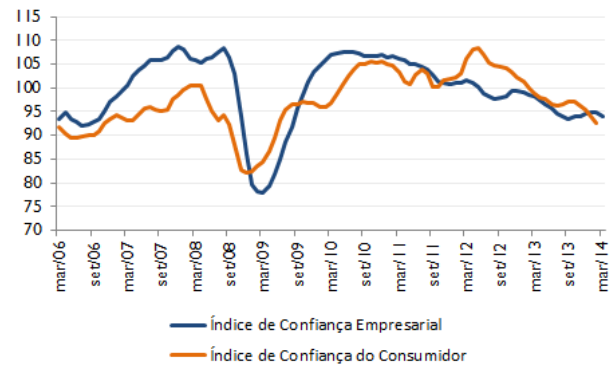
* Nível de Utilização da Capacidade da Indústria de Transformação e previsões de expansão da capacidade produtiva para o triênio seguinte (foi prevista estabilidade do NUCI entre abril e junho). Fonte: IBRE/FGV (Sondagens da Indústria e de Investimentos). Elaboração: IBRE/FGV.

O que esperar para os próximos meses? Do lado empresarial, o fraco crescimento da economia deve limitar o avanço da confiança nos próximos meses. O governo sinaliza sobriedade na condução das políticas fiscal e monetária, reduzindo a chance de novas medidas contracíclicas. Desta forma, as notícias que poderiam elevar o ânimo empresarial tendem a ter impacto limitado, como a movimentação relacionada à Copa ou a aceleração das obras de infraestrutura.

² Extraídas da Sondagem de Investimentos da FGV/IBRE.

O período conturbado no *front* inflacionário previsto para os próximos meses deverá limitar também uma eventual recuperação do otimismo por parte do consumidor. Por outro lado, o movimento recente no sentido do ajuste das finanças domiciliares - sinalizado, por exemplo, pela queda da inadimplência medida pelo Banco Central -, associado ao momento favorável do mercado de trabalho, pode ajudar a conter uma piora adicional. O fiel da balança, portanto, continuará sendo a percepção do consumidor em relação ao estado da economia, uma variável que costuma estar atrelada ao noticiário econômico e político, fator de risco em ano de crescimento fraco e com as incertezas associadas ao processo eleitoral.

Gráfico 3: Confiança Baixa em Termos Históricos



* Índices de Confiança Empresarial (agregação, por pesos econômicos, dos índices de confiança dos setores Indústria, Serviços, Comércio e Construção previamente ajustados por sazonalidade) e do Consumidor, média dos últimos cinco anos = 100, com ajuste sazonal média móvel trimestral.

Fonte e Elaboração: IBRE/FGV.

Aloísio Campelo Jr.

3. Mercado de Trabalho

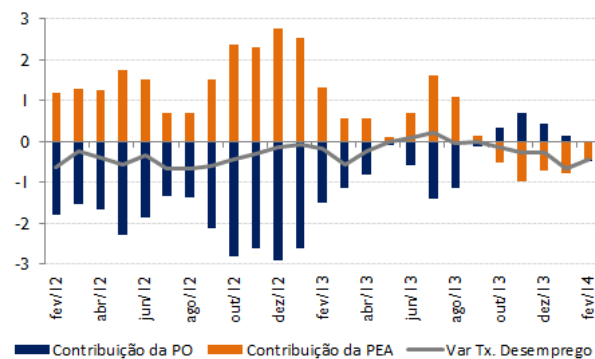
A Queda da PEA e as Regiões Metropolitanas

A taxa de desemprego no Brasil bateu novo recorde de baixa em fevereiro, atingindo 5,1%, sem ajuste sazonal e 5,0%, com ajuste. Nossa previsão para março, sem ajuste sazonal, é de 5,2%, 0,5 p.p. abaixo da taxa do mesmo mês de 2013, e de 5,0% com ajuste sazonal. A redução do desemprego foi, mais uma vez, fruto da queda da população economicamente ativa (PEA), e não do aumento do pessoal ocupado (PO).

O Gráfico 4 confirma esse resultado, mostrando que a contribuição da PEA para a variação do desemprego é negativa desde outubro do ano passado, ao passo que a PO vem desacelerando rapidamente, o que fez com que seu impacto sobre o desemprego fosse nulo em fevereiro.

Os movimentos do mercado de trabalho são distintos entre as seis regiões analisadas pela PME. Esta seção visa abrir os dados regionais e avaliar se a tendência de queda no desemprego puxada

Gráfico 4: Contribuição da Variação da PO e da PEA para a Variação da Taxa de Desemprego (mês x mês ano anterior)



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

pela redução da PEA é a mesma (ou não) em todo o país, além de comparar a evolução do rendimento real nas diferentes regiões e seu possível impacto na PEA.

A redução da PEA teve início a partir de novembro, quando atingiu 24,42 milhões de pessoas, ante 24,55 milhões em outubro. Desde então, ela caiu seguidamente, chegando a 24,22 milhões em fevereiro. A Tabela 4 mostra como essa redução ocorreu nas diferentes regiões analisadas.

Tabela 4: Variação da PEA entre Outubro de 2013 e Fevereiro de 2014 (em milhares de pessoas)

	Total RMs	Recife	Salvador	BH	RJ	SP	POA
Varição	-330	-14	-20	-66	-108	-84	-39
Peso Relativo na redução da PEA (%)	100	4,1	6	20	32,7	25,3	11,8
Redução na região (%)	-1,3	-0,8	-1,0	-2,5	-1,9	-0,8	-1,9

Fonte: PME/IBGE. Elaboração IBRE/FGV.

Os resultados da Tabela 4 mostram que a PEA caiu 1,3% entre outubro de 2013 e fevereiro de 2014. A maior redução em números absolutos foi registrada no Rio de Janeiro (108 mil), seguido por São Paulo (84 mil). No entanto, as regiões que apresentaram as quedas relativas da PEA mais fortes foram Belo Horizonte (2,5%), Rio de Janeiro (1,9%) e Porto Alegre (1,9%).

Buscando uma análise sem influência sazonal, avaliamos o comportamento da PEA em 12 meses entre os mesmos meses. Esta análise reforça o que foi observado na tabela anterior, mostrando que a desaceleração foi mais forte em Belo Horizonte, Rio de Janeiro e São Paulo.

Tabela 5: Variação da PEA entre Outubro de 2013 e Fevereiro de 2014 em 12 Meses (em milhares de pessoas)

	Total RMs	Recife	Salvador	BH	RJ	SP	POA
Varição	-72	2	34	-20	-30	-52	-5
Peso Relativo na redução da PEA	100	-2,1	-47,4	27,6	41,9	72,5	7,5
Redução na região	-0,3	0,1	1,7	-0,7	-0,5	-0,5	-0,3

Fonte: PME/IBGE. Elaboração IBRE/FGV.

É interessante notar o movimento oposto da PEA no Nordeste, com grande destaque para Salvador, que apresentou crescimento de 34 mil pessoas no período assinalado.

Estariam as mudanças da PEA relacionadas à atratividade dos salários em trazer novas pessoas para o mercado de trabalho?

No caso de Rio de Janeiro e Porto Alegre, fortes elevações dos rendimentos reais em 12 meses, de 4,7% e 5,4%, respectivamente, não impediram queda da PEA. Já em Salvador, a PEA cresceu mesmo com redução salarial. Isso mostra que a evolução da PEA em todas essas regiões não confirma a hipótese acima, e não está relacionada ao crescimento contemporâneo dos rendimentos reais. Por outro lado, não se pode descartar a possibilidade de defasagem entre mudanças de renda e alterações na PEA.

No caso de São Paulo e Recife, entretanto, altas modestas de renda, de respectivamente, 1,8% e 0,6%, ocorreram concomitantemente à queda da PEA. Nesse caso, o crescimento decepcionante da renda pode ter afetado a atratividade do mercado de trabalho.

Tabela 6: Variação do Rendimento Real (acumulado em 12 meses, em %)

	Total RMs	Recife	Salvador	BH	RJ	SP	POA
dez/13	1,8	0,7	-6,8	0,8	3,9	2,0	5,2
jan/14	1,9	1,0	-6,5	0,6	4,2	1,9	5,6
fev/14	2,0	0,6	-5,4	0,1	4,7	1,8	5,4

Fonte: PME/IBGE. Elaboração IBRE/FGV.

Rodrigo Leandro de Moura e Fernando de Holanda Barbosa Filho

4. Inflação

A Estiagem Chegou aos Índices

Na segunda quinzena de março, o foco do noticiário econômico não foi mais a energia elétrica a 822 reais, nem a fórmula secreta de reajuste da gasolina, nem tampouco as passagens aéreas que, ao subirem 27%, recolocaram os serviços livres no patamar de 8,5%, a média de 2013. Essas pressões inflacionárias de difícil enfrentamento já estavam irremediavelmente incorporadas às expectativas quando os efeitos da estiagem que entre janeiro e fevereiro assolou boa parte das regiões produtoras de grãos começaram a aparecer nos índices de preços.

O choque agrícola ganhou o primeiro plano do debate sobre a política econômica com o depoimento do presidente do Banco Central, na Comissão de Assuntos Econômicos do Senado. Alexandre Tombini se deteve na questão e o mercado enxergou ali o anúncio cifrado de um alongamento do ciclo de elevação da taxa selic.

Os aumentos de preço das matérias primas agropecuárias e dos alimentos na indústria e no varejo elevaram o IGP-M de março para 1,67%, a maior taxa desde junho de 2008. Do avanço de 1,3 ponto percentual em relação à taxa de fevereiro, pelo menos 1 pode ser associado ao fenômeno climático.

O IPCA também avançou, em movimento pouco usual para o mês de março, alcançando 0,92%. O subgrupo alimentação no domicílio, com alta de 2,43%, foi responsável por cerca de 40% do resultado. Ao fim do primeiro trimestre, a taxa em 12 meses do índice que norteia a política de metas de inflação era de 6,15%.

Com esta elevação, o subgrupo alimentação no domicílio encerrou o trimestre com taxa de 5,6% em 12 meses. Embora ainda conserve a condição de único componente³ do IPCA com capacidade de oferecer algum alívio em relação ao resultado de 2013, o que dizer da taxa esperada para 2014, estimada até agora pelo IBRE em 5,5%? Ainda é viável ou deve ser revista?

Em abril, os produtos *in natura*, como tomate, ovos e batata, que lideraram a alta de março, vão ceder terreno a laticínios, carnes e óleos e gorduras, itens processados que repassarão aumentos

³ Admitindo-se que o IPCA seja segmentado em: alimentação no domicílio, demais bens de consumo, serviços livres e preços administrados.

de matérias primas registrados pelo IPA. O efeito líquido deste rodízio de pressões deve ser uma desaceleração do subgrupo alimentação no domicílio para algo próximo de 2%. Em 12 meses, a alta ficará ao redor de 6,5%. Serão requeridas, no período subsequente, elevações muito tênues e em alguns meses quedas de preços para que a taxa acumulada retorne aos 5,5% até dezembro.

Novas desacelerações devem ocorrer entre maio e junho. Tomate e companhia, depois de aumentos acentuados, costumam apresentar recuos em seus preços capazes de fazê-los retornar aos níveis anteriores à subida. É a chamada devolução.

Quanto às matérias-primas, as reações diferem de produto para produto. Das cotações da soja e do café, alavancadas pela incerteza sobre os estragos da estiagem, uma parcela da alta já está sendo devolvida. De acordo com a primeira prévia do IGP-M de abril, o café registrou variação de -3,06% e a soja, de -1,18%. Menos provável é isto se verificar com bovinos e carne, impulsionados, além da estiagem, pela demanda externa.

Como não se pode inferir deste quadro que vá ocorrer um ciclo de retrações generalizadas, o mais recomendável é se fazer uma primeira revisão da estimativa para 2014 da taxa do subgrupo alimentação no domicílio, dos atuais 5,5% para 6,5%.

Mais adiante, em face das decisões de plantio dos agricultores americanos, das intercorrências meteorológicas mundo afora, da demanda chinesa por grãos, dos desdobramentos da crise na Ucrânia, grande produtora de trigo, e também, no plano doméstico, da safra de inverno e, não menos importante, da taxa de câmbio, valorizada agora, mas crescentemente volátil à medida que se aproximarem as eleições, talvez seja necessária uma segunda revisão.

Salomão Quadros e André Braz

5. Política Monetária

A Terceira Fase da Política Monetária Recente

A política monetária conduzida pelo presidente Tombini encontra-se em sua terceira fase. Na primeira, deu-se continuidade ao aperto monetário iniciado em 2010 e interrompido em meados do mesmo ano, alguns meses antes das eleições.

A segunda começou em agosto de 2011, em reação a novas turbulências no cenário internacional. Na ocasião, imaginava-se que a fraqueza de certas economias, principalmente na zona do euro, representava força desinflacionária com importante reflexo no Brasil. Entendeu-se que chegara o momento de reduzir as taxas de juro, testando-se patamares cada vez mais baixos. Supostamente, isto seria facilitado pela queda do juro neutro, provocada não apenas por fatores externos, mas também domésticos. Nessa etapa, o juro real (Selic corrigida pela inflação esperada de doze meses) chegou a menos de 2,0% ao ano.

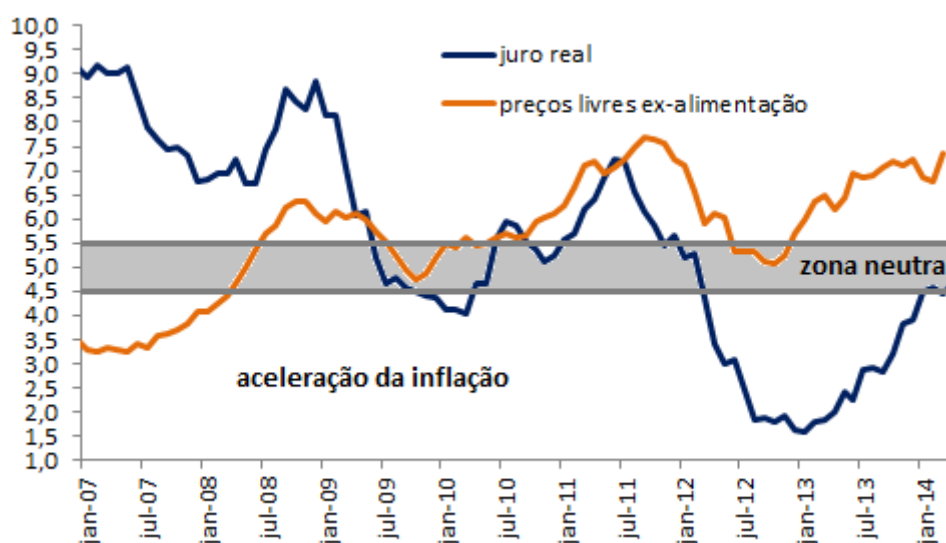
A terceira fase começou em abril de 2013, após ficar claro que a redução da taxa real fora excessiva, acarretando alta da inflação. Como mostra o Gráfico 5, o ritmo de crescimento dos preços livres, excluindo-se alimentação, que atingira 5,0% em outubro de 2012, subiu para 6,2% em abril do ano seguinte. Desse ponto em diante, a Selic nominal foi corrigida em 375 pontos,

atingindo 11,0% na última reunião do Copom. O juro real subiu para 4,4%. Teria esse movimento objetivado apenas retirar a acomodação monetária, ou a ideia é ir mais adiante, envolvendo trazer a inflação para a meta? Examinemos os sinais emitidos pelo BC.

Na reunião de novembro de 2013, o BC mostrou desejo de reduzir o ritmo de alta do juro. No encontro seguinte (janeiro de 2014), a surpresa da inflação mensal (0,92% em dezembro) o fez manter o passo anterior, de 50 pontos de alta. A decisão foi acompanhada de sinalização de que a ideia de diminuir o ritmo continuava de pé. Isto se confirmou em fevereiro, com alta de 25 pontos, movimento que se repetiu na reunião mais recente (abril).

É elevada a probabilidade de essa última alteração ter encerrado o ciclo de alta iniciado há um ano. É o que se desprende das modificações introduzidas no último comunicado pós-Copom. Foram três ao todo. Primeiro, eliminou-se a expressão “dando prosseguimento”. De acordo com os “códigos” usados pelo BC, manutenção da expressão sinaliza mais um movimento na direção prevalecente. Sua retirada, porém, não constitui sinal firme. Por conseguinte, ao remover o “dando prosseguimento” o BC mantém aberta a possibilidade de nova alta.

Gráfico 5: Juro Real* e Inflação de Preços Livres (ex-alimentação) - %



* Juro real = selic nominal – expectativa de inflação (FOCUS 12 meses).
Fontes: IBGE e Banco Central. Elaboração: IBRE/FGV

A segunda modificação refere-se à inclusão das palavras “neste momento”, expediente sinalizador de que não se pretende repetir o movimento na reunião seguinte. Isto diminui a probabilidade de outra alta. A terceira mudança deixa claro o espaço para nova elevação da Selic, em maio. A razão é que “monitorar atentamente” é outra expressão frequentemente usada pelo BC para indicar alteração de rumo. Como o comunicado fala apenas de “monitorar”, pode-se imaginar que a ideia foi manter uma brecha para mais uma alta em maio, de 25 pontos. Eventuais novidades no terreno inflacionário provavelmente farão com que o BC se utilize dessa brecha.

De qualquer modo, a julgar pelo conjunto dos sinais já emitidos, o BC pretende simplesmente retirar a acomodação monetária, buscando com isso estabilizar a inflação. O alto grau de inflação reprimida sugere, porém, que mesmo esse objetivo mais modesto exigirá juros ainda mais altos, mais adiante.

José Júlio Senna

6. Política Fiscal⁴

Resultado Fiscal Subnacional: Dos Males o Menor

O cenário de risco para o cumprimento integral da meta fiscal primária, de 1,9% do PIB (R\$ 99 bilhões) para os governos central e subnacionais, não é nenhuma novidade para quem acompanha as estatísticas fiscais.⁵ A grande surpresa, e positiva, para este ano é a possibilidade de Estados e Municípios cumprirem sua meta de resultado primário, de R\$ 18,2 bilhões, cenário diametralmente oposto àquele que tem prevalecido desde o pós-crise.

A reversão das expectativas e o otimismo em torno desse resultado - mesmo no fim do ciclo político e tendo como pano de fundo o ano anterior, que registrou o pior resultado desde os anos 2000 - podem ser explicados por dois fatores: o primeiro é a revisão para baixo de sua meta fiscal, de 0,90% para 0,35% do PIB; e o segundo deriva do ótimo superávit primário apurado no primeiro bimestre, de R\$ 13,5 bilhões, influenciado por maiores transferências da União.

Dentre as transferências que contribuíram para o melhor resultado, destacam-se a reabertura do parcelamento tributário no final de 2013, cujos tributos compartilhados⁶ foram transferidos no princípio deste ano; o auxílio financeiro para apoio às exportações - sem contrapartida em igual período do ano anterior -; e as transferências ao Fundeb. Juntas, elas adicionaram liquidamente R\$ 7 bilhões em recursos no caixa dos governos subnacionais.

Sob esse panorama, e levando-se em conta a previsão para abril de mais R\$ 1,5 bilhão de transferência aos municípios a título de auxílio financeiro,⁷ além da própria sazonalidade na geração de saldos fiscais desses governos (concentrados no primeiro e segundo trimestres), os próximos oito meses abrem uma janela de oportunidade importante para o atingimento da meta de resultado primário.

Assim, um resultado de apenas R\$ 1,7 bilhão em março, baixo para os padrões sazonais, acompanhado de R\$ 4,9 bilhões e R\$ 1,1 bilhões de superávit e déficit, respectivamente, nos próximos dois trimestres, seria suficiente para que os R\$ 18,2 bilhões fossem atingidos. Ou seja,

⁴ O autor agradece a colaboração de Vilma Pinto.

⁵ Para um exercício sobre possíveis resultados primários, ver esta seção do BM do mês anterior e seção 9 desta edição.

⁶ O imposto sobre produtos industrializados (IPI) e o imposto de renda (IR), tanto das pessoas físicas quanto jurídicas, compõem a base de cálculo das transferências para os fundos constitucionais.

⁷ Em resposta as manifestações populares do ano passado, a União estabeleceu dois tranches de transferências aos municípios para apoiar a melhoria na prestação de serviços públicos através da Lei 12.859/13. Ambas de R\$ 1,5 bilhão, sendo a primeira entregue em Setembro de 2013 e a segunda prevista para Abril de 2014.

haverá contribuição este ano da esfera subnacional para a tentativa de cumprimento da meta primária de R\$ 99 bilhões do setor público como um todo.

A despeito da boa notícia, os últimos cinco anos foram marcados por uma profunda redução do esforço fiscal desses governos, que saiu de 1,1% do PIB em 2008 para 0,3% em 2013. Apesar da queda generalizada nos Estados e principais municípios, os juros sobre a dívida pública também cederam e garantiram certa acomodação do déficit nominal no patamar de 0,7% na média de 2009 a 2013.

Em última instância, é inegável que a situação fiscal desses governos apresentou melhora substancial no médio prazo e, mesmo na margem, apresenta relativa estabilidade. Contudo, apesar da redução média da alavancagem financeira dos Estados, medida pela razão dívida consolidada sobre receita corrente líquida, a preocupação com o baixo nível de superávit primário é legítima. Há elevada concentração de dívidas em poucos Estados, e ela ocorre nos mesmos que tiveram importante redução de superávit no pós-crise. Dessa forma, o fôlego para absorção de choques está no limite.

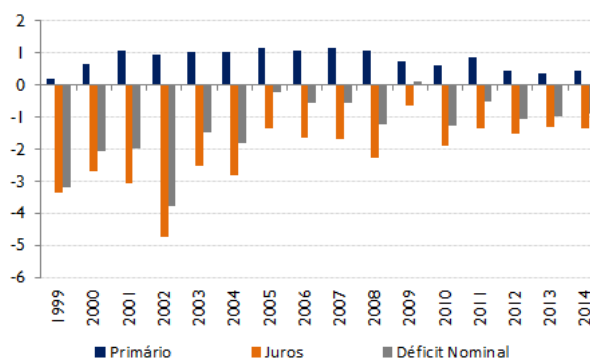
Gabriel Leal de Barros

7. Setor Externo

Desde o início do ano, o saldo previsto para a balança comercial sofre nova redução a cada divulgação do Relatório Focus do Banco Central. Em 3 de janeiro, o superávit estimado para 2014 era de US\$ 8 bilhões e no relatório de 28 de março caiu para US\$ 4,5 bilhões. Consideramos que esta última previsão ainda pode ser revista para baixo. Inicialmente, porém, é relevante analisar por que existem apostas de que o superávit em 2014 possa ser superior ao de 2013 (US\$ 2,5 bilhões).

Apesar de o primeiro trimestre ter registrado um déficit da balança comercial (US\$ 6 bilhões) superior ao de igual período no ano passado (US\$ 5,1 bilhões), as exportações de petróleo e derivados aumentaram 5% e as importações caíram 9,6%. Como o grande vilão da piora da balança em 2013 foi o déficit de petróleo e derivados, a perspectiva para o saldo seria melhor. Assim, a redução deste déficit, de US\$ 5,8 bilhões para US\$ 4,5 bilhões entre o primeiro trimestre de 2013 e de 2014, auxiliou o resultado da balança. A desvalorização cambial, por sua vez, daria um impulso às exportações e conteria as importações, com os preços das *commodities* permanecendo estáveis. Quais são os argumentos que contrariam essa visão “otimista”?

Gráfico 6: Necessidade de Financiamento dos Governos Regionais – Estados e principais Municípios (% do PIB)



* 2014 acumulado em 12 meses até fevereiro.

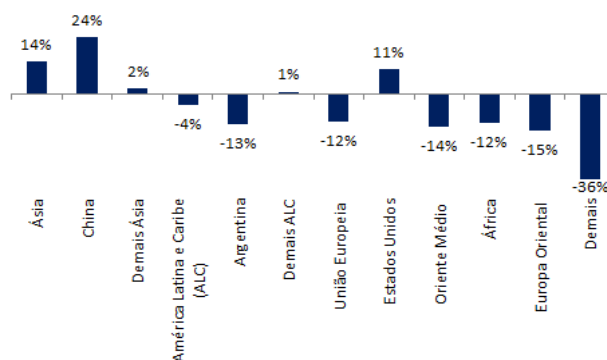
Fonte: Banco Central. Elaboração: IBRE/FGV.

O primeiro se refere a uma questão contábil. O déficit do primeiro trimestre de 2013 teria sido afetado pelo registro de importações de petróleo que não foram contabilizadas em 2012. Logo, pode estar ocorrendo “uma ilusão” de redução do déficit de petróleo entre os três primeiros meses de 2014 e de 2013, em especial da queda das importações. As importações totais caíram 0,6%, as de petróleo e derivados tiveram queda de 9,6% e as dos demais produtos aumentaram 1,5%. Eliminado o efeito contábil, as importações teriam registrado menor redução. É fato que as exportações de petróleo e derivados aumentaram, mas representam 10% do total das vendas externas do país. Logo, sem o crescimento da exportação dos 90% restantes, que tiveram queda de 3,2% na comparação dos trimestres de 2013 e 2014, é pouco provável que a balança melhore em relação ao ano passado.

Os dados acumulados até março mostram que as exportações totais caíram 2,5% entre 2013 e 2014. A queda só não foi maior porque aumentaram as vendas para a China (24%) e os Estados Unidos (11%), mercados responsáveis por 31% do total das exportações brasileiras. Para as demais regiões principais, as exportações sofreram redução, conforme mostra o Gráfico 7. Observa-se, portanto, que não é apenas a Argentina que leva a uma piora do desempenho das vendas externas brasileiras. Deve ser ressaltado o desempenho no mercado da União Europeia, em que foi registrada uma queda de 12%. Este mercado explica 18% das exportações brasileiras, e a Argentina, 7,2%.

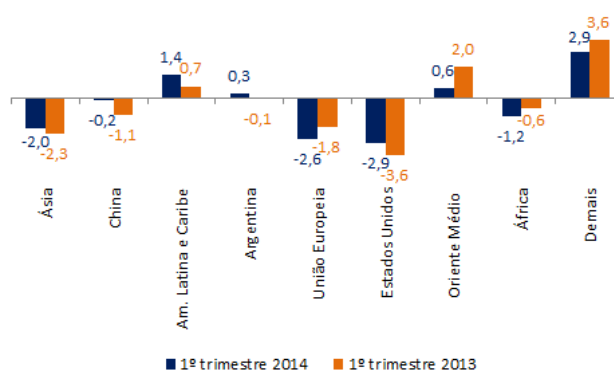
As vendas para a China estão concentradas em minério de ferro, soja em grão e petróleo bruto e provavelmente devem continuar crescendo, com a intensificação dos embarques de soja nos próximos meses. Posteriormente, porém, devem diminuir. Para os Estados Unidos, a melhora nas vendas também se explica pelas vendas de petróleo, além de óleos combustíveis e peças para aviões, entre outros. Mesmo supondo que não haja piora nas vendas para os Estados Unidos, a probabilidade é de uma redução na demanda total das exportações brasileiras. Tampouco se espera um novo “choque de preços” positivo de *commodities*.

Gráfico 7: Exportações Totais
(variação jan-março 2013/jan-março 2014)



Fonte: MDIC. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 8: Saldos Comerciais Bilaterais Brasil e Principais Parceiros (US\$ bilhões)



Fonte: MDIC. Elaboração: IBRE/FGV.

O Brasil reduziu seus déficits comerciais com a Ásia, China e Estados Unidos na comparação do acumulado até março de 2013 e 2014, e melhorou o superávit com a América Latina, inclusive Argentina (Gráfico 8). Por outro lado, o país aumentou o déficit com a União Europeia e a África e reduziu o superávit com o Oriente Médio e demais mercados. Em todas as regiões em que houve piora no déficit, foram registradas quedas nas exportações acima de 10% e 15%, e quedas nas importações acima de 6%, exceto para a África (+5,7%). O principal entrave para a melhora do saldo, portanto, é o desempenho exportador, pois as importações brasileiras só aumentaram na comparação dos acumulados até março no mercado asiático e na África. Como não esperamos uma forte recuperação na demanda pelas exportações brasileiras, o saldo poderá ficar bem próximo do de 2013.

Lia Valls Pereira

8. Panorama Internacional

Economia Americana em Compasso de Espera

O grande tema na economia americana atualmente é a velocidade da recuperação da atividade em 2014, tendo como pano de fundo a passagem pelo abismo fiscal de 2013, a evolução do mercado de trabalho e a inflação.

No momento, há enorme dificuldade em saber qual é o grau de aperto do mercado de trabalho. O motivo é que, dependendo de quem os leia, os indicadores podem contar diferentes histórias.

Aqueles muito preocupados com a possível aceleração da inflação ainda em 2014, o que colocaria o Fed muito “atrás da curva”, enfatizam os baixíssimos níveis de desemprego de curto prazo, já nos valores do período pré-crise, e o fato de os salários responderem muito mais intensamente a esse indicador.

Os mais preocupados com o desemprego alegam que a desocupação de longo prazo está em nível elevadíssimo e que a taxa de atividade, a razão entre a população economicamente ativa e a população em idade ativa, continua muito baixa, em parte em função do desalento: as pessoas desistiram de procurar emprego. Finalmente, o número de trabalhadores involuntariamente empregados em tempo parcial — isto é, que, apesar de procurarem um trabalho em tempo integral, não o encontraram —, também está em nível muito elevado. As pessoas que pensam desta forma avaliam que não há risco inflacionário iminente, pois o elevado desemprego nessas outras medidas exercerá força deflacionária nos salários, contribuindo para que a inflação não se acelere, ou o faça bem lentamente.

Para estudar a relação entre essas variáveis estimamos diversos modelos simples que descrevem a evolução da inflação — medida pelo núcleo do deflator do consumo (PCE) — em função dos vários indicadores de desemprego.

Após diversos testes, dois modelos pareceram descrever melhor os dados. Em ambos são incorporadas a inflação dos bens importados e a dinâmica inercial dos preços. A diferença entre os

dois é que, no primeiro, o impacto do mercado de trabalho na inflação é medido por meio do desemprego de curto prazo e da parcela de trabalhadores involuntariamente ocupados em empregos temporários; no segundo, isso é feito usando-se a taxa de desemprego de longo prazo.

Ambos os modelos podem contar histórias muito diferentes para a inflação. Tomemos aquele em que foram usadas as taxas de desemprego de curto prazo e de pessoas involuntariamente ocupadas em empregos temporários. De acordo com esse modelo, se as condições monetárias muito frouxas induzirem redução adicional dessas taxas de desemprego, é possível haver forte aceleração da inflação.

Por outro lado, no segundo modelo, dado que ainda há elevada folga no indicador de desemprego de longo prazo, as simulações que fizemos sugerem que a inflação medida pelo núcleo do PCE cruza os 2% somente no final de 2015. Para não ficar atrás da curva, o Fed deveria iniciar o processo de elevação de juros em algum momento na virada do segundo para o terceiro trimestre de 2015.

Finalmente, pode ocorrer nos próximos meses o que observamos em março: apesar da criação de 192 mil novos empregos, a taxa de desemprego de curto prazo não caiu, pois pessoas que estavam fora da força de trabalho decidiram iniciar a procura de emprego. Se esta dinâmica persistir ao longo do primeiro semestre, veremos a economia crescer e gerar empregos na casa de 200 a 250 mil empregos por mês, mas a taxa de desemprego de curto prazo ficará relativamente estável. Nesse caso, as simulações com o primeiro modelo sugerem que a inflação também cruzará o limite de 2% somente no final de 2015.

Tudo caminha para que o processo de elevação dos juros curtos na economia americana tenha início em algum momento do segundo semestre de 2015. O risco é a economia começar a crescer mais rápido e este momento ser adiantado em um ou dois trimestres.

Samuel Pessôa e Vinícius Botelho

9. Analista Convidado

Observações Sobre o Resultado Primário da União em 2014

Com base nos dados do primeiro bimestre deste ano é possível analisar a diferença entre o que foi anunciado e o que realmente deve acontecer no orçamento federal em 2014. Para organizar a exposição, a Tabela 6 apresenta dados de 2013 e projeções para 2014. Os gastos são organizados em cinco funções econômicas: pessoal, transferências de renda às famílias,⁸ subsídios ampliados,⁹ investimento e custeio.

⁸ Benefícios previdenciários, benefícios assistenciais (LOAS e RMV), abono salarial, seguro desemprego e bolsa família.

⁹ Subsídios agrícola, subsídios financeiros, Minha Casa Minha Vida, compensação pela desoneração da folha e subsídios à energia elétrica (repasses à CDE).

Tabela 6: Cenário de Resultado Primário da União em 2014 (R\$ bilhões)

	Comparação Anual				Comparação 1o bimestre				Comparação restante do ano			
	Resultado	Projeção	Varição	Taxa de	Resultado	Resultado	Varição	Taxa de	Resultado	Resultado	Varição	Taxa de
	2013	2014	Absoluta	variação	Jan-Fev	Jan-Fev	Absoluta	variação	Mar-Dez	Mar-Dez	Absoluta	variação
Receita Total	1181	1307	126	11%	194	212	19	10%	988	1094	107	11%
Impostos e contribuições (líquido)	730	783	53	7%	132	140	8	6%	598	643	45	8%
Previdência	307	347	40	13%	43	50	7	15%	264	297	33	13%
Demais receitas líquidas	144	177	33	23%	18	23	5	25%	126	154	29	23%
Compensações financeiras	37	48	12	32%	8	8	0	4%	29	40	11	39%
Concessões	22	14	[8,6]	-39%	0	1	1	158%	22	13	[9,1]	-42%
Dividendos	17	24	7	40%	0	3	3	NA	17	21	4	23%
Demais	68	91	23	34%	10	11	1	8%	58	81	22	38%
Transferências a E&M	190	214	24	13%	37	44	7	19%	153	170	17	11%
Receita Líquida	991	1093	102	10%	157	168	12	7%	834	924	90	11%
Despesa Total	914	1012	98	11%	137	159	21	16%	777	853	76	10%
Pessoal	203	222	19	10%	31	36	4	14%	171	186	15	9%
Transferência de renda	466	505	39	8%	70	75	5	8%	396	430	34	9%
INSS	357	387	30	8%	53	57	4	8%	304	330	26	9%
Demais	109	118	9	8%	17	18	1	7%	92	100	8	9%
Subsídios ampliados	41	46	4	10%	7	8	2	24%	35	37	3	7%
Investimentos sem MCMV	49	53	4	8%	8	12	4	53%	42	41	[0,2]	0%
Custeio	155	187	31	20%	22	28	6	29%	133	158	25	19%
Saúde e educação	108	124	17	15%	11	19	7	64%	96	105	9	10%
Demais	48	62	15	31%	11	10	[1,1]	-10%	37	53	16	43%
Resultado Primário acima da linha	77	81	4	5%	20	10	[9,8]	-50%	57	71	14	24%
Ajustes e discrepâncias	[2]	-	2	NA	[1]	[1]	0	NA	[1]	1	2	NA
Resultado primário abaixo da linha	75	81	6	7%	19	9	[9,8]	-52%	56	72	15	27%
PIB	4838	5211	373	8%	744	806	62	8%	4094	4405	311	8%

Fonte: MF/STN, Decreto 8.216/04 e cenários do autor. Elaboração: IBRE/FGV.

A Tabela 6 utiliza as projeções do governo federal para a receita primária, gasto com pessoal e gasto com o INSS em 2014.¹⁰ Para os demais gastos as hipóteses são as seguintes:

- 1) Transferências de renda exceto INSS: mesmo crescimento projetado para o INSS.
- 2) Subsídios ampliados: expansão de 10%, devido ao maior repasse à CDE
- 3) Investimento exclusive MCMV: crescimento do PIB nominal
- 4) Custeio da saúde e educação: crescimento equivalente a duas vezes o crescimento do PIB, devido à prioridade de expansão destes gastos.

Com base nas hipóteses acima, o crescimento do gasto com custeio dos demais ministérios foi obtido por resíduo, ou seja, corresponde ao gasto necessário para atingir um resultado primário de 1,6% do PIB em 2014 (R\$ 81 bilhões).

Começando pela receita primária, a tabela indica que:

- 1) A arrecadação de impostos e contribuições subiu 5,7% no primeiro bimestre de 2014. Para atingir o valor esperado pelo governo será necessário um crescimento de 7,6% no restante do ano.
- 2) A arrecadação do INSS cresceu 15,1% no primeiro bimestre de 2014, o que está acima do esperado para todo o ano (12,9%).
- 3) As demais receitas do governo cresceram 24,7% no primeiro bimestre de 2014, ligeiramente acima do esperado para todo o ano (22,9%), devido à antecipação de dividendos.
- 4) As transferências a estados e municípios tiveram um crescimento excepcional no primeiro bimestre de 2014, comentado neste boletim.¹¹

Provavelmente a receita primária líquida da União ficará abaixo do valor projetado pelo governo em 2014. Num cenário mais conservador, no qual essa receita fique estável em proporção do PIB, a frustração de receita seria de R\$ 25 bilhões (0,5% do PIB).

Passando à despesa primária, a Tabela 6 indica que:

- 1) O gasto com pessoal cresceu 13,5% no primeiro bimestre de 2014, o que está bem acima do esperado para todo o ano (9,5%). Esta diferença ocorreu porque a maior parte do aumento salarial de 2013 ocorreu a partir de março daquele ano, com efeitos retroativos a janeiro.
- 2) As transferências de renda cresceram 7,6% no primeiro bimestre, o que está ligeiramente abaixo da previsão para o ano (8,4%).

¹⁰ Com base no Decreto 8.216/04.

¹¹ Ver seção de política fiscal.

- 3) Os subsídios ampliados aumentaram 23,6% no primeiro bimestre, puxados pelo repasse de R\$ 1,0 bi à CDE, que não ocorreu no início de 2013.
- 4) O investimento do governo (sem MCMV) aumentou 52,8% no primeiro bimestre. Este forte crescimento é provavelmente resultado do adiamento de despesas do final de 2013 para o início de 2014.
- 5) O custeio com saúde e educação aumentou 64,4% no primeiro bimestre, provavelmente devido ao adiamento de despesas de 2013 para 2014.
- 6) As demais despesas de custeio caíram 10,2% no primeiro bimestre deste ano, evidenciando a severidade do contingenciamento em curso. Caso o cenário otimista de receita e despesa apresentado na Tabela 6 se concretize, esses gastos poderiam crescer 43,1% no restante do ano.

O espaço excessivo para expansão do custeio não prioritário nas projeções do governo é um indicador de onde e como as autoridades planejam acomodar a provável frustração de receita este ano.

Mais especificamente, caso a receita primária líquida da União fique abaixo do esperado em 0,3% do PIB, o governo pode manter sua meta de resultado primário via congelamento de seus gastos de custeio “não prioritários” (exclusive saúde e educação) no mesmo valor de 2013.

E caso a frustração de receita seja maior do que 0,3% do PIB, será necessário ainda diminuir a expansão de outros gastos, provavelmente pelo adiamento de despesas para 2015, a exemplo do que ocorreu na passagem de 2013 para 2014.

Nelson Barbosa

10. Em Foco IBRE: A Normalização da Política Monetária dos Estados Unidos e a Taxa de Câmbio de Equilíbrio

Em maio do ano passado, um discurso do então presidente do Fed, Ben Bernanke, mencionou a possibilidade de o banco central americano vir a iniciar uma gradual redução (*tapering*) no volume de compras do seu programa de aquisição de ativos.

A simples menção dessa possibilidade gerou um grande realinhamento de preços nos mercados financeiros: a taxa de câmbio do real em relação ao dólar sofreu uma desvalorização de 20% (de R\$2,05/US\$ em 22/05/2013 para R\$2,45/US\$ em 21/08/2013); as taxas de juros dos títulos americanos de dez anos subiram de 2,0% para 2,9% ao ano (entre as mesmas duas datas); e as taxas de câmbio de vários outros países emergentes sofreram fortes desvalorizações.

O episódio também levou vários analistas a acreditarem que, quando a redução no volume de compras de ativos realmente começasse, seus efeitos sobre os mercados emergentes seriam catastróficos. Não foram.

Não foram porque o principal canal financeiro de transmissão dos choques da política monetária americana para o resto do mundo é a sua taxa de juros de longo prazo, que desde julho de 2013 tem sido negociada em um intervalo bem comportado: entre 2,5% e 3,0% ao ano. Na maior parte desse período ela foi negociada a valores muito próximos de 2,7%, mesmo após o início do *tapering*.

Há dois fatores principais na determinação das taxas de juros dos títulos de longo prazo de uma economia: a expectativa para os juros de curto prazo que vigorarão no futuro e o prêmio de risco. Embora não tenhamos variáveis que permitam mensurar o prêmio de risco diretamente, existem algumas fontes para identificar as expectativas dos agentes para as taxas curtas futuras: por exemplo, as projeções dos membros do FOMC para essa variável, divulgadas trimestralmente, e as taxas de juros esperadas pelos agentes pesquisados na *Primary Dealers Survey* (PDS).¹²

Ambas essas sinalizações apontavam, antes do discurso de Bernanke, que a taxa de juros de dez anos estava em um patamar artificialmente baixo: ela era negociada a aproximadamente 1,8% ao ano, enquanto as expectativas dadas pela evolução dos juros curtos indicavam 2,5% ao ano como valor fundamental.¹³ Após o discurso, a taxa de juros convergiu para o valor indicado por essas expectativas, que praticamente não se alteraram. Ou seja, a maior parte do aumento observado na taxa americana de dez anos ocorreu por causa da normalização dos prêmios de risco, que estavam em nível negativo por causa do excesso de liquidez.

Desde então, a taxa de juros de dez anos voltou a refletir de forma bem mais precisa as expectativas dos agentes e níveis normais de prêmio de risco. Por isso, quando o *tapering* começou, não houve outro grande realinhamento de preços nos mercados financeiros.

Ao longo dos próximos anos, a taxa de juros americana de dez anos tende a subir até atingir seu valor de equilíbrio (5,0% ao ano), quando as taxas curtas de juros atingirem os níveis do período pré-crise. Portanto, sendo essa a variável de maior relevância para a mensuração dos impactos financeiros internacionais na economia doméstica, fica a pergunta: qual será o efeito desta normalização nos Estados Unidos na taxa de câmbio brasileira e quais outras variáveis serão afetadas quando ela ocorrer?

Para responder a essa pergunta, um estudo do IBRE¹⁴ estimou um modelo de câmbio de equilíbrio usando dados em painel para 60 países, durante 11 anos. O estudo estima um modelo de pequeno porte para o setor externo de cada um dos países analisados: o saldo em transações correntes é determinado pela produtividade relativa de cada país, pelo hiato do produto, pela taxa de câmbio real, pelos termos de troca e pelo ativo externo líquido; o câmbio real, por sua vez, é afetado pelo diferencial entre os juros domésticos e estrangeiros, pelo saldo em transações correntes, pelo

¹² A PDS é uma pesquisa do Fed de New York sobre expectativas de um segmento do mercado financeiro para diversas variáveis, inclusive a taxa de juros de curto prazo.

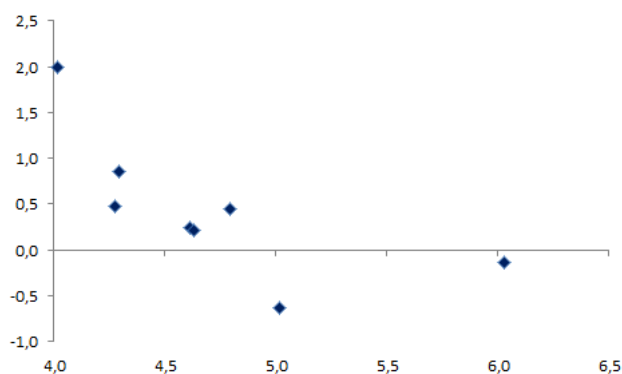
¹³ Tomando por valor fundamental aquele construído somente pelas expectativas de juros futuros, desconsiderando a existência de prêmios de risco.

¹⁴ BOTELHO, Vinícius de Oliveira. **Câmbio de Equilíbrio para a Economia Brasileira**. Disponível em: <http://goo.gl/T9oy7h>

risco-país (medido pelo CDS de cinco anos) e pelo diferencial entre a inflação doméstica e a inflação americana.

No cenário analisado, o Brasil cresce 2,0% a partir de 2014, com inflação de 6,0% ao ano, juros nominais de 11% ao ano e produtividade relativa e CDS constantes. A taxa de juros norte-americana converge para 5,0% ao ano ao longo de três anos. Nessas circunstâncias, o saldo em transações correntes de equilíbrio do Brasil é de 1,8% do PIB e a taxa de câmbio necessária para atingir o equilíbrio é de R\$ 2,80/US\$. Caso a taxa de juros de dez anos dos Estados Unidos convirja para 4,0% ao ano, o câmbio de equilíbrio é R\$ 2,60/US\$. Esses resultados são robustos a diversas especificações do modelo.

Gráfico 9: Crescimento Anual do Fluxo de Capitais para Países Emergentes (eixo vertical) e Taxa Americana de Juros de 10 anos (eixo horizontal)



Fonte: FMI. Elaboração: IBRE/FGV.

Qual seria a dinâmica dessa normalização? Com juros americanos mais altos, será muito mais difícil financiar um déficit em conta corrente da ordem de 3,7% do PIB, como ocorreu em 2013. Afinal, como mostra o Gráfico 9, as evidências do período pré-crise mostram que os fluxos de capitais para países emergentes¹⁵ são inversamente proporcionais às taxas de juros americanas de dez anos.

Além desse fator, essa análise não considera os efeitos deletérios do represamento do preço dos combustíveis sobre o saldo em conta corrente. Com o preço da gasolina artificialmente baixo, estimula-se o seu consumo (principalmente por impedir a sua substituição por etanol hidratado) e torna-se necessário, com isso, importar um alto volume desse produto. Dessa forma, obtém-se artificialmente um saldo em transações correntes mais deficitário do que aquele que seria determinado pelas condições normais de mercado. Com a diminuição dos fluxos de capital, a manutenção dessa política pode gerar uma taxa de câmbio ainda mais depreciada do que a estimada pelo modelo.

Vinicius Botelho

Revisão Técnica do Boletim Macro IBRE: Fernando Dantas

¹⁵ Brasil, Chile, Colômbia, Hungria, Indonésia, Índia, México, Peru, Polônia, Rússia, África do Sul, Tailândia e Turquia.

Instituto Brasileiro de Economia

Diretor: Luiz Guilherme Schymura de Oliveira

Vice-Diretor: Vagner Laerte Ardeo

Superintendente de Estudos Econômicos: Marcio Lago Couto

Coordenador de Economia Aplicada: Armando Castelar Pinheiro

Pesquisadores

Daniela de Paula Rocha

Fernando Augusto Adeodato Veloso

Fernando de Holanda Barbosa Filho

Gabriel Leal de Barros

Ignez Guatimosim Vidigal Lopes

Joana Monteiro

José Júlio Senna

José Roberto Afonso

Lia Valls Pereira

Lívio Santos Leite Ribeiro

Luiza Niemeyer

Maurício Canêdo Pinheiro

Nelson Henrique Barbosa Filho

Mauro de Rezende Lopes

Regis Bonelli

Rodrigo Leandro de Moura

Samuel Pessôa

Silvia Matos

Vinícius Botelho

Boletim Macro IBRE

Coordenação Geral: Regis Bonelli

Coordenação Técnica: Silvia Matos

Advertência

Este Boletim foi elaborado com base em estudos internos e utilizando dados e análises produzidos pelo IBRE e outros de conhecimento público com informações atualizadas até 11 de abril de 2014. O Boletim é direcionado para clientes e investidores profissionais, não podendo o IBRE ser responsabilizado por qualquer perda direta ou indiretamente derivada do seu uso ou do seu conteúdo. Não pode ser reproduzido, distribuído ou publicado por qualquer pessoa, para quaisquer fins.