

Final do 1º Semestre Não Dá Razão Para Otimismo no Restante do Ano

Para quem esperava razão para otimismo nessa virada de semestre, é melhor não procurar apoio nos resultados dos indicadores conjunturais recém-divulgados. A semana encerrada em 19 de junho, em particular, foi cheia de notícias ruins. Começando-se pelo saldo líquido negativo registrado em maio para o emprego formal do CAGED (- 166 mil vagas), passando-se pela aceleração do IPCA-15 (que cravou 8,8% no acumulado de doze meses), até chegar aos resultados das primeiras simulações dos efeitos das normas do INSS em vias de serem implementadas com a alternativa ao fator previdenciário, cujas projeções de gasto para o médio prazo são assustadoras.

Ao mesmo tempo avolumam-se as dúvidas sobre a factibilidade da meta de superávit primário para este ano, e provavelmente o próximo, já sendo perceptível um movimento no interior do governo visando a reduzir a meta de 2015 proposta no final de 2014. De fato, poucos analistas acreditam, nessa virada de semestre, que se vá conseguir alcançar um superávit primário de 1,1% do PIB no final de 2015. A evolução da dívida bruta neste ano já faz o governo acreditar em uma redução da classificação de risco do país pela agência Moody's — embora não a ponto de chegar a perder o grau de investimento. O resultado primário do governo central foi, no primeiro quadrimestre deste ano, o pior desde 1999. As despesas foram contidas — até quando? — mas as receitas não reagem devido ao ambiente recessivo que se instalou — desde quando? —, nada indicando que o quadro vá se alterar antes do fim do ano.

Apesar do enorme esforço fiscal, o cenário para as contas públicas ainda é incerto no médio prazo, pois a queda da atividade econômica vem afetando duramente as receitas de impostos e contribuições. Isso aumenta a necessidade de contenção dos gastos e reforço das receitas não recorrentes. A expectativa em relação às receitas com concessões, aliás, é enorme. Do ponto de vista da contenção do gasto, em particular, as alterações propostas na legislação recém-aprovada ou editada implicam contenção de gastos menor do que se imaginava quando da concepção das medidas.

E ficou talvez mais claro do que antes que uma reorientação da política economia será absolutamente necessária para pavimentar a retomada do crescimento, mais à frente, com controle da inflação em taxas próximas à meta. Tudo isso coloca em cheque a ideia, amplamente disseminada até bem pouco tempo atrás, de que seria possível ter uma recuperação da atividade ainda no segundo semestre do ano em curso. Mesmo a mais médio prazo, não há indicações de com quais fontes de crescimento da demanda se poderá contar.

Essas são mudanças importantes do quadro econômico, que vêm reforçar resultados pouco otimistas já conhecidos. Entre eles: uma nova apreciação do cenário internacional, na qual se destaca a revisão do crescimento do PIB dos EUA no primeiro trimestre, com implicações para o

Brasil exploradas mais adiante nesta edição do Boletim; uma mudança na estratégia de atuação do BC que, talvez por acreditar que o esforço fiscal não será suficiente, talvez para recuperar a credibilidade arranhada em anos recentes, vem elevando a taxa SELIC sem dar sinais de até aonde irá. Essa estratégia, aliás, vem sendo alvo de críticas por parte de analistas que questionam sua eficácia no quadro atual.

Esses fatores se expressam em piora do cenário de crescimento para 2015, tendo nossa projeção para o PIB passado para - 1,8%, ante -1,5% na previsão anterior, com queda acentuada neste 2º trimestre e forte retração da FBCF em 2015 (e, menor medida, em 2016). Mesmo assim, a inflação em 2015 está mais pressionada: nossa previsão é que chegue a 8,9%, ante 8,4% na previsão anterior, podendo ser maior (a depender de aumento no preço da gasolina).

Por outro lado, os indicadores do IBRE mostram que a confiança parou de cair — mas estacionou em níveis muito baixos, tanto para empresas quanto para consumidores. No mercado de trabalho, o desemprego subirá, pelo menor crescimento do número de pessoas ocupadas (inclusive e especialmente no setor formal) e aumentos da população economicamente ativa. Nossa análise indica que o ajuste no mercado de trabalho poderá ser mais via salário real e precarização das relações de trabalho do que via emprego.

No setor externo, espera-se melhora apenas modesta na Balança Comercial (pequeno superávit). Com isso, o déficit em Transações Correntes em relação ao PIB será da mesma ordem de grandeza que no ano passado, cerca de 4,5% do PIB, resultado que deve se repetir em 2016. Isso indica a necessidade de depreciação cambial adicional.

Dito isso, os destaques das seções seguintes deste Boletim são:

No que diz respeito ao nível de atividade, nossa análise indica que tenha ocorrido contração de 1,6% do PIB no segundo trimestre, à qual se seguirá outra no terceiro (de 0,1%). Mantidas as tendências atuais, o PIB só voltará a crescer no último trimestre deste ano, e mesmo assim a taxa modesta (0,2%). A continuidade de deterioração da atividade industrial, especialmente nas indústrias de transformação e da construção civil, é parte importante da contração esperada no segundo trimestre. A indústria de transformação já se contraiu em 1,3% em abril, como medido pela Pesquisa Industrial Mensal do IBGE, e deve apresentar novo recuo em maio, estimado, por enquanto, em 0,5%. [\(Seção 1\)](#)

Depois de alívio no mês anterior, a confiança de empresas e consumidores voltou a recuar em maio. O Índice de Confiança Empresarial caiu 1,7%, depois de avançar 1,4% em abril; o Índice de Confiança do Consumidor variou -0,6%, após alta de 3,3%. O resultado consolida o diagnóstico de estabilização da confiança no segundo trimestre, após forte recuo no anterior. A queda da confiança em maio foi motivada pela combinação de piora das avaliações em relação ao momento presente e melhora das expectativas em relação aos meses seguintes. Esse modesto movimento favorável das expectativas está possivelmente relacionado à percepção de redução de risco político e de racionamento de energia e/ou água. [\(Seção 2\)](#)

O ajuste no mercado de trabalho acontecerá de forma mais acentuada pela redução do salário real e de forma mais gradual pela redução do emprego. Por outro lado, a evolução da renda do trabalho pode ser afetada pelo próprio aumento do desemprego. Esse processo teve início com a desaceleração da economia em 2014, que fez com que o crescimento da renda real do trabalho despencasse de 3,3% em 2013 para 1,1% em 2014 (dados da PNAD Contínua), ao mesmo tempo em que o desemprego apresentava redução. Apenas a partir do fim de 2014 é que se observou redução mais forte das contratações, em virtude do pífio crescimento econômico ao longo do ano; a taxa de desemprego no último trimestre de 2014 já era um pouco maior em relação à do mesmo período de 2013. [\(Seção 3\)](#)

Nosso analista da inflação prevê que a taxa do IPCA em 12 meses vai continuar subindo pelo menos até o fim do próximo trimestre. A razão é o chamado efeito base: as taxas desse período em 2014 foram muito baixas e não se repetirão em 2015. Nos meses finais do ano, no entanto, o efeito base se transforma em vento a favor. Em dezembro do ano passado, o IPCA registrou variação de 0,78%. Este ano, com a economia bem mais desaquecida, ambiente que em nada propicia repasses, seja de câmbio, seja de tarifas, os percentuais devem ser menores, permitindo uma leve desaceleração. [\(Seção 4\)](#)

A análise da política monetária tem como sugestivo título “A Dura Tarefa do Banco Central”. Ela mostra que o afrouxamento da política monetária que vigorou até setembro de 2013, quando o juro real básico ficou abaixo de 3% por 15 meses, acarretou diversas críticas. O BC agora é criticado por atuar pesadamente na direção contrária. Nesta metade de junho, a Selic real encontra-se em 7,6% ao ano, patamar bem superior ao que se imagina ser o juro real neutro no Brasil. E embora não seja possível precisar para quanto teria caído o juro real neutro, parece certo que a atual política monetária é bastante contracionista. Além disso, a julgar pelas sinalizações recentes do BC, logo teremos juro real acima de 8,0% ao ano. Um dos resultados é uma conta de juro da ordem de mais 7,0% do PIB em 2015, e uma dívida bruta projetada para 2016 de cerca de 65% do PIB. Nesse contexto, há quem proponha que se abandone a atual fase de aperto monetário, ou pelo menos que se alivie o aperto. [\(Seção 5\)](#)

Nossos analistas da política fiscal complementam a análise da política monetária, entre outros aspectos, ao notar que no primeiro quadrimestre deste ano os juros nominais atingiram 7,8% do PIB. E embora em 1999 e 2003 os juros nominais tenham sido sensivelmente maiores que os observados no primeiro quadrimestre deste ano, o mesmo não ocorreu com o resultado nominal. Os elevados superávits primários de, respectivamente, 2,8% e 3,2% do PIB em 1999 e 2003 contribuíram para manter o déficit nominal em 5,2% em ambos os anos, diferentemente dos 6,1% do primeiro quadrimestre de 2015. Não restam dúvidas de que gerar superávit primário é de suma importância, mas esta constatação não deveria dispensar a preocupação com o volume dos juros da dívida pública. Isto não decorre apenas das elevações da Selic (cujo maior efeito ainda se fará sentir), mas do seu diferencial crescente ante a baixa remuneração de um volume expressivo de ativos, desde as reservas internacionais até os créditos para bancos estatais. [\(Seção 6\)](#)

No setor externo destaca-se que a balança comercial de maio registrou um superávit de US\$ 2,7 bilhões. Com esse resultado, o déficit acumulado no ano, de US\$ 2,3 bilhões, indica melhora em relação a igual período de 2014, quando o saldo negativo foi US\$ 4,8 bilhões. Mas, como lembra nossa analista, é preciso cautela antes de comemorar. Em termos das exportações como um todo, seria preciso aumentar as vendas das outras *commodities* – além do petróleo – e que os preços melhorem. Quanto às manufaturas, os resultados são de recuo nas quantidades. A probabilidade de aumento das exportações em relação ao ano anterior pode ser descartada. O recuo nas importações na comparação dos meses de maio de 2014 e 2015 foi de 30%, o que explica o superávit comercial. No acumulado no ano até maio, o índice de preços caiu 10% e o de quantidade, 9,9%. Logo a retração no nível de atividade econômica puxa a queda nas importações, como em bens de capital (-19%) e bens intermediários (-11%). A principal contribuição para a queda nas importações é do grupo de “não *commodities*” (65%), que engloba aqueles produtos. No caso dos combustíveis, responsáveis por 34% da queda das importações, a principal contribuição veio dos preços (-36%), pois a quantidade caiu apenas 1%. [\(Seção 7\)](#)

O panorama internacional destaca a aparente perda de gás da economia americana nesta primeira metade do ano. Mas, estaríamos realmente diante de sinais de perda de dinamismo da economia dos EUA? Alguns autores argumentam que não, alegando que o rigor do inverno teria sido a principal causa dos números fracos do início do ano. Outros lembram que os analistas podem estar subestimando o impacto negativo da queda do preço do petróleo sobre a atividade industrial e o efeito negativo do dólar forte sobre as exportações líquidas americanas. Além dessa, existem dificuldades para identificar as verdadeiras causas do enfraquecimento da demanda agregada nos últimos anos como a hipótese de estagnação secular e outras explicações relevantes devidamente analisadas nesta seção. [\(Seção 8\)](#)

Nosso analista convidado desta edição do Boletim é o professor Luiz Fernando de Paula, da UERJ, que nos brinda com interessantes comentários acerca das dificuldades macroeconômicas do momento atual e das medidas que vêm sendo adotadas para combatê-las. [\(Seção 9\)](#)

A seção Em Foco, por fim, é de autoria de Silvia Matos. Nela os autores apresentam o cenário macroeconômico do IBRE com análise e projeções para este ano e 2016 a partir dos resultados de um modelo macroeconômico desenvolvido no Instituto pelos autores. [\(Seção 10\)](#)

Boa leitura!

Regis Bonelli, Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos

1. Atividade Econômica

PIB contrairá 1,8% em 2015

Após a divulgação dos resultados do PIB do primeiro trimestre, revisamos a projeção de contração em 2015 para 1,8%, como mostra a Tabela 1.

Trimestralmente, observaremos contração de 1,6% do PIB no segundo trimestre, seguida de outra no terceiro (de 0,1%). Como mostra o Gráfico 1, mantidas as tendências atuais, o PIB só voltará a crescer no último trimestre deste ano (0,2%).

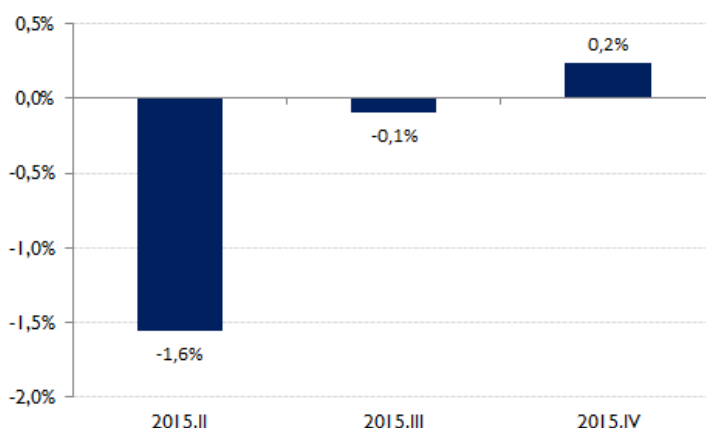
Todavia, é importante notar que essa deterioração da atividade no segundo trimestre, em relação ao primeiro, não encontra paralelo nos dados coincidentes deste período: não existe uma acentuação tão relevante da desaceleração econômica no segundo trimestre deste ano em nenhuma das outras séries da atividade econômica. Aquele resultado pode ser em parte explicado pela existência de um efeito de borda no procedimento de ajuste sazonal. Quando uma série é ajustada sazonalmente, o procedimento envolve uma previsão desta série alguns trimestres à frente. No trimestre seguinte, não sendo realizada a previsão que o ajuste sazonal havia feito, a série ajustada acaba sendo toda revisada. Isso faz com que, a cada nova divulgação do PIB, a série de taxas de crescimento ajustadas sazonalmente seja toda modificada. Neste sentido, apesar de estimarmos que a primeira divulgação do IBGE para o PIB do segundo trimestre será de contração de 1,6%, caso o nosso cenário de projeções até o final de 2015 se concretize, este recuo deve ser revisado para 1,3%. Da mesma forma, a contração de 0,2% no primeiro trimestre deve ser revisada para 0,6%. Assim, a desaceleração da atividade no

Tabela 1: Projeções de Crescimento do PIB em 2015

Atividades	2T2015/ 1T2015	2T2015/ 2T2014	2015
Consumo das famílias	-1,0%	-1,2%	-1,1%
Consumo do governo	0,7%	-1,0%	-1,2%
Formação bruta de capital fixo	-2,6%	-5,8%	-7,1%
Exportação	0,0%	0,5%	1,2%
Importação	-2,4%	-5,2%	-6,1%
PIB	-1,6%	-1,8%	-1,8%
Agropecuária	-1,9%	2,9%	2,8%
Indústria	-2,4%	-3,2%	-3,2%
Extrativa	0,4%	8,8%	7,4%
Transformação	-3,0%	-7,5%	-6,7%
Construção civil	-2,3%	-2,0%	-2,9%
Eleticidade	-3,5%	-7,5%	-6,7%
Serviços	-0,7%	-1,2%	-1,1%

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

Gráfico 1: Taxas de crescimento trimestral do PIB (1ª divulgação)



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

segundo trimestre, em relação ao primeiro, deve ser mais suave do que uma primeira análise sugeriria.

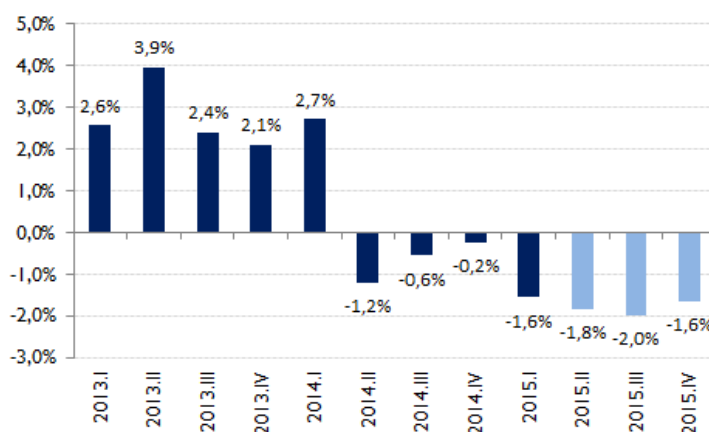
Em outras palavras, o PIB do primeiro trimestre ainda deve ser substancialmente revisado para baixo e, confirmadas as nossas projeções, a economia terá passado por um processo recessivo durante o primeiro semestre deste ano que, inclusive, pode se estender ao segundo. A contração de 0,6% no primeiro trimestre e de 1,3% no segundo também é mais compatível com a evolução dos outros indicadores econômicos da atividade no período, como a

produção industrial, a população ocupada e o faturamento do setor de serviços. Como mostra o Gráfico 2, em termos de taxas interanuais, nossos números preveem a manutenção de uma significativa desaceleração na atividade econômica ao longo de todo o ano.

A continuidade de deterioração da atividade industrial, especialmente da indústria de transformação e da construção civil, é parte importante da contração esperada no segundo trimestre. A indústria de transformação já se contraiu em 1,3% em abril, como medido pela Pesquisa Industrial Mensal do IBGE, e deve apresentar novo recuo em maio, estimado, por enquanto, em 0,5%.

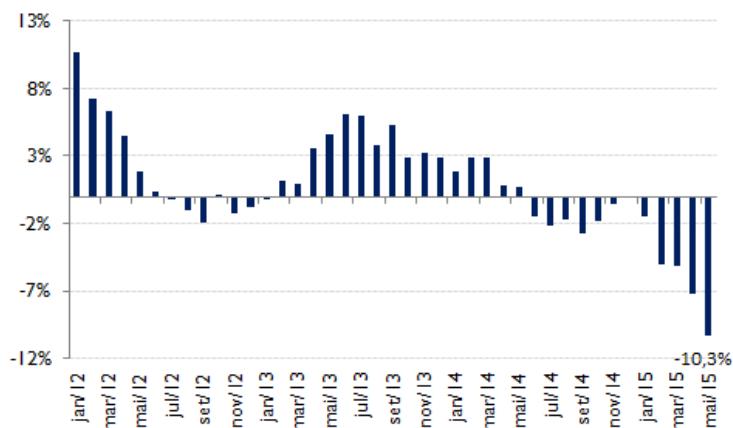
Apesar das quedas de produção verificadas consistentemente nos últimos meses, a perspectiva de recuperação da indústria de transformação para os meses vindouros permanece distante. Especialmente para a atividade de produção de bens duráveis, cuja demanda está bastante deprimida. Como mostra o Gráfico 3, o licenciamento de automóveis da Fenabreve tem caído significativamente. Nossos modelos que relacionam as vendas, o estoque e a produção do setor automobilístico só mostram alguma recuperação desta atividade no segundo semestre de 2016.

Gráfico 2: Taxas de Crescimento Interanuais do PIB



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 3: Venda de Veículos Comerciais Leves
(taxa de crescimento do acumulado em 12 meses)



Fonte: FENABRAVE. Elaboração: IBRE/FGV.

Sob a ótica de Contas Nacionais, o setor de serviços deve se contrair novamente no segundo trimestre, em linha com a evolução esperada da Pesquisa Mensal de Serviços. A melhora do faturamento desse setor em março, em relação a fevereiro, provavelmente reflete fatores episódicos, como a greve dos caminhoneiros e o calendário do Carnaval. A greve dos caminhoneiros deve ter impactado a receita do setor de serviços porque as duas atividades com maior aceleração da taxa interanual de faturamento, entre fevereiro e março, foram os transportes terrestres e os serviços de armazenagem: elas saíram de contrações interanuais de 2,5% e 2,0% para altas de 9,1% e 10,9%, respectivamente.

Contudo, levando-se em conta a atipicidade da queda da receita de serviços em fevereiro, que relativiza a expansão observada em março, é possível notar que este setor continua em desaceleração — embora em ritmo mais lento do que antecipávamos antes do dado de março. Os dados da Pesquisa Mensal de Serviços apontam que a taxa de crescimento interanual da receita do setor, no bimestre encerrado em março, é de 3,5%, muito abaixo da evolução dos índices de preços deste mesmo período. Este movimento é, inclusive, generalizado: entre os cinco setores dessa atividade, somente os serviços profissionais têm aumento interanual de receita nominal superior a 4,5% no referido bimestre (crescem 6,3%). Não só o dado de receita já mostra alguma desaceleração, como a continuidade da deterioração do mercado de trabalho esperada para os meses à frente indica um cenário ainda mais negativo para os serviços.

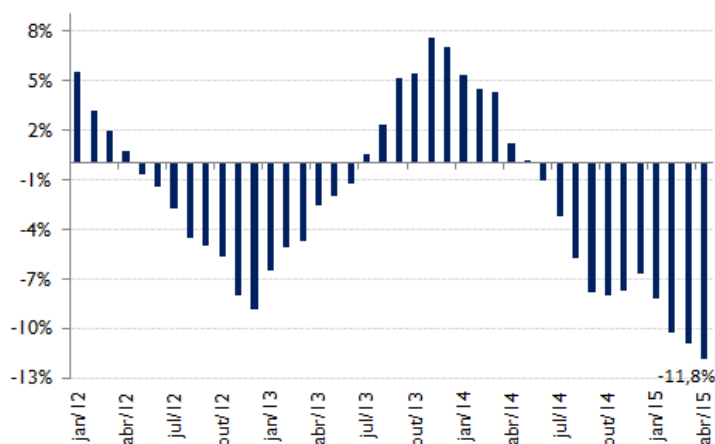
Pelo lado da demanda, esperamos nova contração do consumo das famílias e da formação bruta de capital fixo. A contração do consumo das famílias está em linha com os dados mais recentes da Sondagem do Consumidor, que apontam para um recuo da medida ampliada da Pesquisa Mensal do Comércio superior a 5,0% este ano. O patamar atual da Sondagem do Consumidor sugere inclusive que a medida ampliada da Pesquisa Mensal do Comércio deve permanecer em terreno negativo mesmo em 2016.

Em linha com a redução esperada de demanda, a absorção de máquinas e equipamentos deve permanecer em significativa contração: a evolução da taxa de crescimento acumulada em 12 meses desse índice até abril está no Gráfico 4.

Esse cenário, junto à esperada contração da construção civil durante o ano, mantém a perspectiva de contração da Formação Bruta de Capital Fixo em 7,1% este ano.

Com a dinâmica de atividade

Gráfico 4: Absorção de Máquinas e Equipamentos
(taxa de crescimento do acumulado em 12 meses)



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

econômica esperada para 2015, o carregamento estatístico de crescimento para 2016 será negativo, diminuindo a probabilidade de uma vigorosa retomada da atividade econômica no próximo ano.

Silvia Matos e Vinícius Botelho

2. Expectativas de Empresários e Consumidores

Fragilidade da Demanda

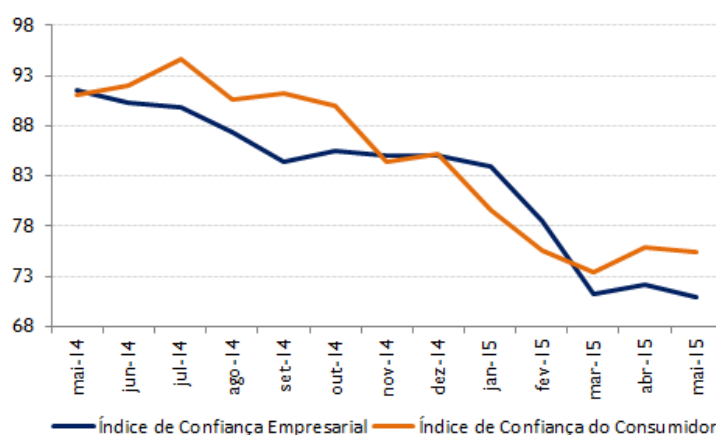
Depois de alívio no mês anterior, a confiança de empresas e consumidores voltou a recuar em maio de 2015. O Índice de Confiança Empresarial caiu 1,7%, depois de avançar 1,4% em abril; o Índice de Confiança do Consumidor variou -0,6%, após alta de 3,3%. O resultado consolida o diagnóstico de estabilização da confiança no segundo trimestre, após forte recuo no trimestre anterior.

A queda da confiança em maio foi motivada pela combinação de piora das avaliações em relação ao momento presente e melhora das expectativas em relação aos meses seguintes. Há dois fatores a justificar nosso diagnóstico de que esse movimento favorável das expectativas esteja relacionado à percepção de redução de risco político e de racionamento de energia e/ou água. Em primeiro lugar, os quesitos das sondagens que monitoram temas operacionais das empresas ou do dia a dia financeiro do consumidor continuaram evoluindo de forma desfavorável. Em adição, assinalações espontâneas de empresas no âmbito das sondagens vêm apontando tendências de arrefecimento das reclamações em relação a questões políticas e de aumento de queixas relacionadas aos fatores econômicos.

Em condições normais, a estabilização da confiança em patamar muito baixo sinalizaria manutenção da taxa de crescimento observada nos meses anteriores. A diminuição da interferência de fatores não econômicos no segundo trimestre, contudo, associada à piora da percepção sobre a situação atual, tornam o resultado das sondagens compatível com o cenário de crescimento ainda mais fraco neste trimestre que no anterior.

Uma ilustração dessa contínua piora do sentimento em relação ao estado geral da economia são as avaliações das empresas sobre o nível atual de demanda.

Gráfico 5: Índices de Confiança Empresarial * e do Consumidor
(base: média dos últimos 5 anos =100, com ajuste sazonal)

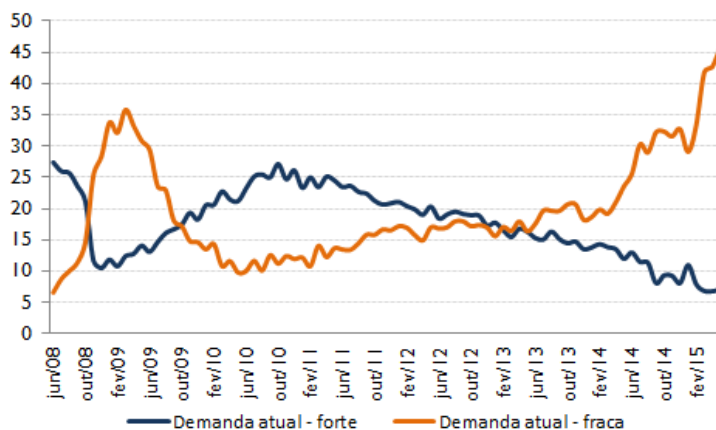


*Agregação, por pesos econômicos, dos índices de confiança da Indústria, Serviços, Comércio e Construção, previamente ajustados sazonalmente.

Fonte e elaboração: IBRE/FGV

Entre os fatores considerados limitativos à expansão dos negócios, reclamações em relação à insuficiência de demanda sofreram forte aumento recentemente, atingindo níveis recordes em maio. Nos setores da Construção e do Comércio,¹ 52% e 44% das empresas, respectivamente, se queixam de debilidade da demanda. Na Indústria² e nos Serviços, essas proporções atingiram 39% e 38% das citações, respectivamente, níveis superiores aos observados durante a crise financeira internacional de 2008-09.

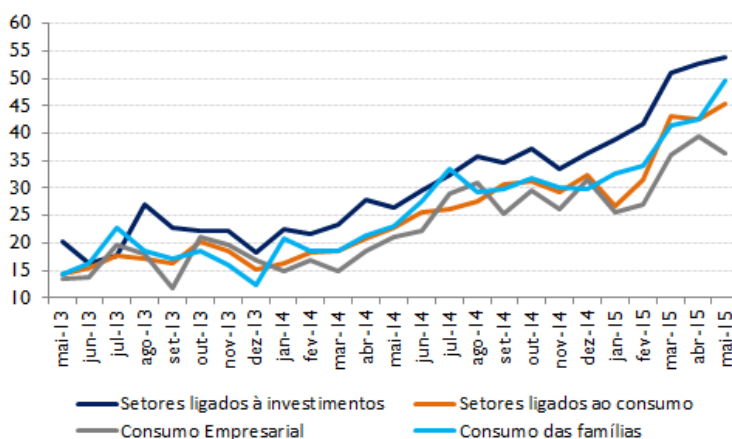
Gráfico 6: Avaliação da Demanda pelas Empresas Brasileiras*



* Proporção de empresas que assinalaram "demanda fraca" ou "demanda forte" nas sondagens empresariais, agregação por pesos econômicos da Indústria, Serviços, Comércio e Construção. Fonte e elaboração: IBRE/FGV

Analogamente, o questionamento mensal das sondagens empresariais que mede o grau de satisfação das empresas em relação à demanda vem piorando expressivamente desde o ano passado. Entre janeiro de 2014 e maio de 2015, houve alta de 26 pontos percentuais (pp) na frequência de empresas reportando demanda fraca, passando de 18% para 46% do total. Na crise financeira de 2008-2009, ocorreu um surto de nove meses que provocou salto de 7% para 36% na incidência de respostas desfavoráveis naquele quesito, uma alta de 29 pp, que seria inteiramente revertida nos 12 meses seguintes.

Gráfico 7: Demanda por Consumo Empresarial, das Famílias e Investimento*



* Proporção de empresas reportando "demanda fraca" na pesquisa, agregação por pesos econômicos de empresas de diversos setores. Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Desagregando-se os segmentos sob a ótica do destino da produção, verifica-se, em 2015, piora generalizada, que vem se mostrando um pouco mais intensa nos segmentos relacionados ao consumo das famílias.

A ligeira melhora das expectativas no segundo trimestre, possivelmente relacionada a fatores extra econômicos, deve ser limitada nos próximos meses, em função de previsíveis dificuldades nos embates entre Executivo e Legislativo. A perspectiva de avanço mais consistente da confiança

¹ Sondagens iniciadas em 2010.

² Dados de abril, no caso da indústria.

continuará, portanto, a depender de um conjunto abrangente de notícias favoráveis sobre a economia, o que provavelmente não ocorrerá antes do quarto trimestre deste ano ou do início de 2016.

Aloísio Campelo Jr. e Viviane Seda Bittencourt

3. Mercado de Trabalho

O Aumento do Desemprego Afeta a Renda do Trabalho?

Como abordado no último Boletim, espera-se que o ajuste no mercado de trabalho aconteça de forma mais acentuada pela redução do salário real e de forma mais gradual pela redução do emprego. Por outro lado, a evolução da renda do trabalho pode ser afetada pelo próprio aumento do desemprego. Mas é importante ressaltar que não se impõe aqui uma relação rígida entre esses dois indicadores, uma vez que a renda é determinada também pela atividade econômica.

Todo esse processo iniciou-se com a desaceleração da economia no ano passado, fazendo o crescimento da renda real do trabalho despencar de 3,3% em 2013 para 1,1% em 2014 – segundo dados da PNAD Contínua –, ao mesmo tempo em que o desemprego apresentou redução. Apenas a partir do fim de 2014, observou-se uma redução mais forte das contratações, em virtude do pífio crescimento econômico ao longo do ano – a taxa de desemprego no último trimestre de 2014 já era um pouco maior em relação à do mesmo período de 2013.

Com a virada do ano e a continuidade do aprofundamento da crise econômica, aliada à crise da Petrobrás, verificou-se uma desaceleração do emprego, o que pressionou mais o desemprego. Este aumento do desemprego passou também a afetar a renda, junto com o desaquecimento econômico. A alta da desocupação – além da percepção de trabalhadores e empresas de que a deterioração do mercado de trabalho deve continuar – reduz o poder de barganha dos trabalhadores nas negociações salariais, comprimindo o reajuste nominal concedido pelas empresas. Adicionalmente, o fato de o desemprego aumentar em ritmo aquém do esperado para uma economia muito desaquecida tende a não ter o efeito esperado em termos de redução da inflação, o que, aliado ao aumento dos preços administrados – antes represados –, corrói o salário dos trabalhadores.

Dessa forma, estimamos quanto diminui a renda real do trabalho para cada aumento de 1 ponto percentual (pp) da taxa de desemprego, mantido tudo mais constante. Considerando-se que o desemprego pode ter efeito defasado de até três meses sobre os rendimentos, um aumento de 1 pp na desocupação hoje reduz a renda real do trabalho em até 1,5% após três meses. Como nossa previsão da taxa média de desemprego para 2015 é de 8,1%, o que representa um aumento de 1,3 pp em relação a 2014, a renda real do trabalho deve se contrair em até 2,0% até o início de 2016, somente por causa deste aumento do desemprego.

Somada à própria desaceleração da economia, a tendência é que a compressão dos salários seja ainda maior ao longo deste ano; nossa previsão é que a renda real caia 3,0% em 2015. Este processo deve se retroalimentar, visto que a compressão salarial induz a entrada de mais pessoas

no mercado de trabalho (PEA), pressionando o desemprego, levando a mais compressão. A única forma de quebrar esse círculo vicioso é a inflação diminuir e a economia voltar a crescer, o que estancaria a compressão salarial e geraria empregos, contribuindo para reduzir o desemprego. Infelizmente, é um cenário que deve demorar a ocorrer.

Rodrigo Leandro de Moura

4. Inflação

Inflação Ainda Sobe

Embora o ritmo esteja mais lento do que no primeiro trimestre, período em que avançou 1,72 ponto percentual (pp), a taxa de inflação acumulada em 12 meses segue em sentido ascendente. De junho de 2014 a maio deste ano o IPCA acumulou alta de 8,47%, ante 8,13% nos 12 meses até março. A vigilância ativa do Banco Central, que já elevou a taxa Selic em 2,5 pp desde outubro passado, quando os juros foram postos novamente em marcha, ainda não inverteu a trajetória inflacionária.

Em maio, a taxa mensal ficou em 0,74%, superando em 0,28 pp a do mesmo mês de 2014. Além de repasses do câmbio, principalmente para preços de alimentos, uma nova rodada de aumentos de preços administrados – desta vez subiram os jogos lotéricos – impediu um resultado mais favorável. Em junho, os reajustes autorizados para os planos de saúde, de 13,55%, bem acima dos 9,65% de 2014, e para a tarifa de água em São Paulo, de 15,24%, irão trazer impulsos adicionais à inflação de 2015.

Contabilizando-se as contribuições desses três itens, a taxa da variação do conjunto de preços administrados deve chegar a 13,9% no fim de 2015. Mas esta pode não ser a versão final da estimativa. Isso porque já se pode cogitar de um novo reajuste da gasolina. Senão vejamos.

Tomando-se por base o preço no Golfo do México, a gasolina nas refinarias brasileiras já tem uma defasagem de aproximadamente 10%. Se este for o percentual de ajuste, e o repasse ao consumidor chegar a 6%, o que é plausível dada a composição do preço do combustível, os preços administrados encerrariam 2015 com taxa de 14,8%. A inflação prevista para este ano alcançaria 8,9%. Na ausência desse reajuste, ainda não anunciado, estimamos que o IPCA termine o ano em 8,76%.

O IPCA de maio mostrou também que a inflação de serviços está distante de uma inflexão mais pronunciada. Os aumentos de preços administrados, notadamente a energia elétrica, geram para os produtores de serviços pressões de custos cujo repasse, ainda que incompleto, é praticamente inevitável.

A questão que se coloca é: em que momento a retração da atividade no setor de serviços, identificada pelo IBGE na pesquisa específica do setor e nos levantamentos sobre o mercado de trabalho, provocará a diminuição no ritmo de aumento dos preços? Pelo comportamento da série histórica, que evidencia o forte componente inercial da inflação de serviços, a desaceleração terá

início em meados do segundo semestre, mas de maneira discreta, intensificando-se somente em 2016.

Enquanto isso, os IGPs continuam em desaceleração, depois de terem ultrapassado a marca de 1% em abril, mostrando que os efeitos inflacionários do câmbio estão se dissipando. O IPA-M, o componente do IGP-M que possui maior sensibilidade ao câmbio, recuou de 1,41%, em abril, para 0,30% em maio. O freio se fez notar em quase todas as categorias do índice: insumos industriais, matérias-primas agropecuárias e bens de consumo. Desta maneira, abre-se espaço para algum esfriamento dos preços de alimentos no varejo, já em junho, e de outros bens de consumo, ao longo dos próximos dois ou três meses.

Ainda assim, a taxa do IPCA em 12 meses vai continuar subindo pelo menos até o fim do terceiro trimestre. A razão é o chamado efeito base: as taxas desse período em 2014 foram muito baixas e não se repetirão em 2015. Nos meses finais do ano, o efeito base se transforma em vento a favor. Em dezembro do ano passado, o IPCA registrou variação de 0,78%. Este ano, com a economia bem mais desaquecida, ambiente que em nada propicia repasses, seja de câmbio, seja de tarifas, os percentuais devem ser menores, permitindo uma leve desaceleração.

Salomão Quadros e André Braz

5. Política Monetária

A Dura Tarefa do Banco Central

Agosto de 2011 marcou importante reviravolta na condução da política monetária. Um longo ciclo de alta de juro, envolvendo aumento acumulado de 375 pontos da taxa Selic, sofreu abrupta interrupção. Tendo subido para 12,5% a.a. na reunião do Copom de julho, a taxa básica foi reduzida para 12,0% no encontro seguinte.

Dificuldades então enfrentadas pela economia mundial seguramente justificavam certo afrouxamento da política monetária. Não havia justificativa, porém, para os desdobramentos que se seguiram, ou seja, afrouxamento agressivo de política, que levou a taxa Selic a 1,6%, em termos reais, em janeiro de 2013. Na época, o juro real básico (correção feita pela inflação projetada 12 meses adiante) permaneceu abaixo de 3,0% ao ano por 15 meses (de julho de 2012 a setembro de 2013). A inflação subiu, mas não chegou a “explodir”, como previram alguns analistas, pois o regime de metas continuou ancorando o sistema de preços, embora a uma taxa superior à meta. Ao mesmo tempo, controle administrativo de preços mascarou a intensidade da alta da inflação, semeando problemas para mais adiante.

Criticado por ter agido dessa maneira lá atrás, o Banco Central é agora criticado por atuar pesadamente na direção contrária. Nesta metade de junho, a Selic real encontra-se em 7,6% ao ano, patamar bem superior ao que se imagina ser o juro real neutro no Brasil. A média de 5,0% em termos reais estimada há alguns anos por diferentes analistas dificilmente se mostra válida atualmente, devido à hipótese (altamente provável) de queda do crescimento potencial da nossa economia, de lá para cá. Não é possível precisar para quanto teria caído o juro real neutro, mas

parece certo que a atual política monetária é bastante contracionista. A julgar pelas sinalizações recentes do BCB, logo teremos juro real acima de 8,0% ao ano.

Por certo, não é de surpreender que tenhamos passado de um extremo ao outro. O que vivemos hoje é consequência do que experimentamos lá atrás. Controle artificial de preços e excesso de ativismo e ousadia acarretam custos, que cedo ou tarde acabam aparecendo. Apesar de não ser conveniente esquecer totalmente o passado, a vida prossegue, e é preciso pensar no que fazer daqui por diante. Nesse sentido, cabe a pergunta: justificam-se as críticas ao que se faz hoje?

A conta de juro representará neste ano mais de 7,0% do PIB. A taxa de juro implícita provavelmente ficará perto de 22,0% em 2015 e 2016. A dívida bruta chegará a 65,0% do PIB no próximo ano. Preocupados com a solvência do país, há quem proponha que se abandone a atual fase de aperto monetário, ou pelo menos que se alivie a dose do aperto. Há quem sugira postergação formal do cumprimento da meta de inflação, do final de 2016 (como promete o BCB) para o ano seguinte.

Impossível negar o enorme custo social da estratégia atual – como já dissemos, em larga medida decorrente do que se fez antes. Mas eventual alívio que o BCB dê neste momento poderá custar ainda mais caro. Provavelmente assim pensam os dirigentes do BCB. É preciso aproveitar o embalo da mudança de rumo da política econômica para trazer a inflação para a meta, em 2016. Lamenta-se apenas que a mudança de rumo seja apenas parcial, insuficiente para cuidar da retomada do crescimento econômico.

José Júlio Senna

6. Política Fiscal

Muito além do Primário: Resultado Nominal em Níveis Recordes

Muito se tem falado do superávit primário. Discute-se se será cumprida a meta de 2015 e se as medidas do ajuste fiscal são críveis. Pouca atenção tem sido dada, porém, aos outros fatores que afetam o nível da dívida, que teriam que ser levados em conta numa estratégia visando sua estabilização. Isso porque os juros nominais há muito tempo não eram tão elevados e, por tabela, somando-se ao superávit primário ainda fraco, o déficit nominal.

No primeiro quadrimestre deste ano, os juros nominais apropriados atingiram 7,8% do PIB, maior volume desde 2004. Embora em 1999 e 2003 – anos de consolidação fiscal e com maior taxa de inflação e de juros reais – os juros nominais tenham sido sensivelmente maiores que os observados no primeiro quadrimestre deste ano, o mesmo não ocorreu com o resultado nominal. Os elevados superávits primários de, respectivamente, 2,8% e 3,2% do PIB em 1999 e 2003 contribuíram para manter o déficit nominal em 5,2% em ambos os anos, diferentemente dos 6,1% do primeiro quadrimestre de 2015.

Não resta a menor dúvida de que gerar superávit primário é de suma importância, mas esta constatação não deveria dispensar a preocupação com o volume cada vez mais impactante dos

juros da dívida pública. Isto não decorre apenas das elevações da Selic (cujo maior efeito ainda se fará sentir), mas do seu diferencial crescente ante a baixa remuneração de um volume expressivo de ativos, desde as reservas internacionais até os créditos para bancos estatais. É impressionante que a taxa implícita de juros da dívida líquida tenha chegado ao nível de 22,9% e deva subir ainda mais.

O déficit nominal alcançará nível recorde, superior ao verificado em 2014, não só devido ao baixo primário, mas também ao aumento expressivo dos juros nominais. Assim, projetamos um resultado nominal da ordem de -6,7% do PIB para 2015 (Gráfico 8).

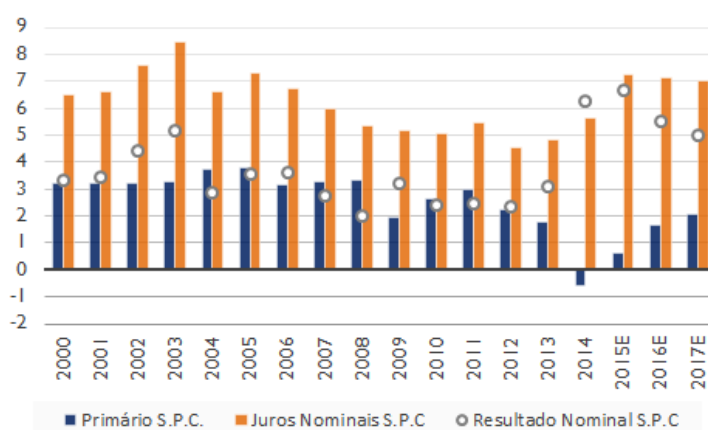
Nossas projeções atuais são de que as despesas nominais com juros saltem de 5,6% do PIB em 2014 para 7,3% em 2015, levando a dívida a subir de 34,1% para 36,1%, no conceito líquido, e de 58,9% para

62,7%, no conceito bruto. Essa previsão também reflete uma nova projeção de superávit primário de 0,6% do PIB, diante da piora do quadro macro e da frustração da arrecadação. Decompondo-se nossa estimativa, tem-se 0,61% do PIB de superávit não recorrente, 0,2% de déficit recorrente do governo central e 0,2% de superávit primário dos governos regionais. Ainda que longe da meta, não é desprezível o esforço fiscal em curso, pois representa uma melhora de 1,2 ponto do produto ante o déficit primário oficial de 0,6% do PIB no ano passado. Eliminadas rubricas atípicas, projeta-se que, a partir de um déficit primário em 2014 de 1,3% do PIB, atinja-se este ano déficit de apenas 0,2%, o que significa relevante (e mais concreto) esforço de 1,1 ponto do produto.

A expectativa de receitas não recorrentes é de R\$ 18 bilhões (0,31% do PIB) de concessões, R\$ 10,2 bilhões (+0,2pp do PIB) a mais do que em 2014; e R\$ 17 bilhões (0,31% do PIB) de fluxo de pagamento de REFIS, correspondentes a uma queda de R\$ 21,3 bilhões (-0,4 pp do PIB) ante 2014.

Nesse contexto fiscal e com um cenário macroeconômico de recessão, agora inegável, não há como evitar novos aumentos da dívida, líquida e bruta. Não há dúvida de que a política fiscal não deveria ficar limitada a lidar com o passado, sem desmerecer avaliações e denúncias sobre medidas atípicas e responsabilizações. Já passa da hora de se olhar mais para o futuro e de se discutir novas possibilidades de ajuste. Eventualmente, podem-se copiar as práticas das economias mais avançadas e endividadas, que adotaram programas de consolidação, com mudanças estruturais que assegurem entregar no longo prazo o que não se consegue no curto.

Gráfico 8: Necessidade de Financiamento do Setor Público
(% do PIB)



Fontes: Banco Central; IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

7. Setor Externo

A Balança Comercial Melhora Pela Queda da Renda na Economia

A balança comercial de maio registrou um superávit de US\$ 2,7 bilhões. Com esse resultado, o déficit acumulado no ano, de US\$ 2,3 bilhões, indica melhora em relação a igual período de 2014, quando o saldo negativo foi US\$ 4,8 bilhões. Mas é preciso cautela antes de comemorar.

As exportações continuam caindo em relação a 2014 e acumulam queda de 17% até maio. Dividimos as exportações em três grupos: petróleo e derivados; demais *commodities*; e não *commodities*. Como mostra a Tabela 2, os dois primeiros grupos apresentam reduções ao redor de 23% em relação ao período de janeiro a maio de 2014, sendo que as “demais *commodities*” contribuíram com 68% para a queda das exportações no período destacado. Observa-se que, para o total das *commodities*, a queda de preços foi

Tabela 2: Exportações

Variação jan-maio 2014/jan-maio 2015 (%)		
	Exportações	Importações
Petróleo e derivados	-23,3	-37,1
Demais <i>commodities</i>	-22,8	-1,2
Não <i>commodities</i>	-7,9	-18,9
Total	-17,1	-18,9

Contribuição para a variação absoluta (%)		
	Exportações	Importações
Petróleo e derivados	13,7	34,4
Demais <i>commodities</i>	68,3	0,1
Não <i>commodities</i>	18,0	65,4
Total	100,0	100,0

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

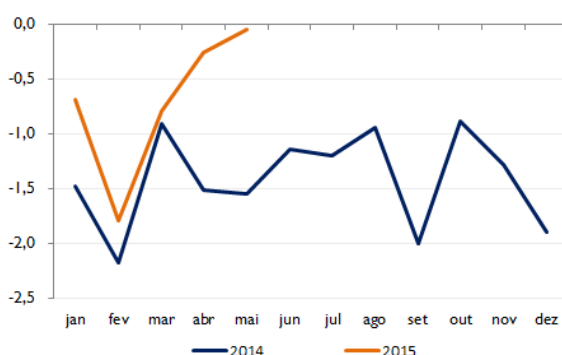
de 28% na comparação do acumulado do ano e há aumento de 9% no volume exportado. No caso do petróleo e derivados, o recuo no preço foi de 50%, com alta da quantidade de 45%. Para o minério de ferro, essas variações foram de 52% (preços) e 8% (quantidade). A competitividade das exportações brasileiras de *commodities* é, portanto, compensada pela queda nos seus preços.

Há perspectivas de melhora nas exportações? No caso das principais *commodities*, a China tem um papel crucial. Além da soja e do minério de ferro, o país passou a ser o principal mercado de vendas de petróleo do Brasil. Embora as exportações totais brasileiras para a China tenham recuado, as de petróleo aumentaram 80% em valor na comparação do acumulado no ano até maio. Como os preços caem, o resultado mostra que a melhora depende de um esforço contínuo de aumento da produção, se mantida a demanda chinesa.

Em termos das exportações como um todo, seria preciso avanço nas vendas das outras *commodities* – além do petróleo – e que haja sinais de melhora nos preços. Quanto às manufaturas, os índices da FUNCEX mostram recuo na quantidade. A probabilidade de aumento das exportações em relação ao ano anterior pode ser descartada.

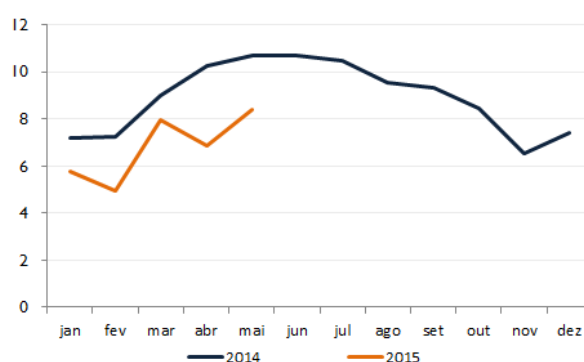
O recuo nas importações na comparação dos meses de maio de 2014 e 2015 foi de 30%, o que explica o superávit comercial. No acumulado no ano até maio, o índice de preços da FUNCEX caiu 10% e o de quantidade, 9,9%. Logo a retração no nível de atividade econômica puxa a queda nas importações, como em bens de capital (-19%) e bens intermediários (-11%). Como mostra a Tabela 1, a principal contribuição para a queda nas importações é do grupo de “não *commodities*” (65%), que engloba aqueles produtos. No caso dos combustíveis, responsáveis por 34% da queda das importações, a principal contribuição foi o preço (-36%), pois a quantidade caiu apenas 1%.

Gráfico 9: Petróleo e Derivados (em US\$ bilhões)



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

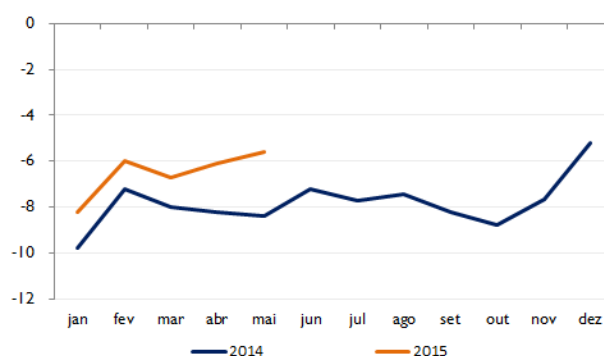
Gráfico 10: Demais *Commodities* (em US\$ bilhões)



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

Diante desse quadro, o superávit das “demais *commodities*” cai de US\$ 44 bilhões para US\$ 34 bilhões (acumulados no ano até maio), o déficit de petróleo recua de US\$ 7,6 bilhões para US\$ 3,6 bilhões e o das “não *commodities*” de US\$ 42 bilhões para US\$ 33 bilhões (Gráficos 9, 10 e 11). A balança comercial melhora pela queda nos déficits associados ao nível de atividade e não por uma melhora nas exportações. Uma retomada do crescimento econômico poderá voltar a elevar os déficits de petróleo e “não *commodities*”. Além disso, não se devem repetir os resultados de 2010 e 2011 no saldo das “demais *commodities*”, mesmo com melhora nos preços.

Gráfico 11: Saldo Não *Commodities* (em US\$ bilhões)



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

A previsão do modelo IBRE é de déficit em transações correntes em 2015 acima de 4%, com o PIB caindo. A nossa análise sugere que, se a economia voltar a crescer, é provável que o déficit comercial aumente. Logo reduzir o grau de vulnerabilidade externa remete a questões estruturais

sobre os determinantes da produtividade da indústria nacional, o que foge ao escopo desse Boletim. Fica, porém, a mensagem sobre a importância da fragilidade da balança comercial brasileira.

Lia Valls Pereira

8. Panorama Internacional

Incerteza e Política Monetária

Estimativa ainda preliminar acerca do crescimento da economia americana no primeiro trimestre indica queda de 0,7%, em termos anualizados. Números igualmente provisórios mostram que a renda real disponível das famílias expandiu-se a um ritmo anual de 5,3% e o consumo em apenas 1,8%, no mesmo período. Dados referentes a abril revelam 4,2% de crescimento da renda e retração do consumo (-0,6%).

Essas e outras informações levantaram a suspeita de perda de gás da economia americana nesta primeira metade do ano. Note-se que tais estatísticas tornaram-se conhecidas depois de os membros do Fomc terem sinalizado (em 18 de março) juro básico mais baixo (nos próximos anos) que o anteriormente previsto e crescimento do PIB mais modesto. Tais eventos concorreram para interromper a alta do dólar e mexeram com preços de ativos de maneira generalizada.

Estaríamos diante de sinais concretos de perda de dinamismo da economia dos EUA? Alguns argumentam que não, alegando que o rigor do inverno teria sido a principal causa de números fracos no início do ano. Outros lembram que os analistas podem estar subestimando o impacto negativo da queda do preço do petróleo sobre a atividade industrial e o efeito negativo do dólar forte sobre as exportações líquidas americanas.

Além de dúvidas como essas, existem dificuldades para identificar as verdadeiras causas do enfraquecimento da demanda agregada nos últimos anos. Teríamos uma deficiência crônica, como sustenta Summers, defensor da tese da estagnação secular? Ou o problema tem a ver com excesso de poupança no mundo (*savings glut*), como sustenta Bernanke? Ou será que o quadro dos últimos anos constitui apenas mais um episódio de recessão prolongada produzida por excesso de endividamento e crise financeira, desta vez sob a forma de um *debt supercycle*, como quer Rogoff? Existe ainda a possibilidade de o mundo desenvolvido ter experimentado uma recessão de balanço, da qual só agora começa a se recuperar. A expressão é de Richard Koo, para quem, após o estouro de uma bolha, famílias e empresas alteram seu comportamento, passando a privilegiar a quitação de dívida, razão do encolhimento da demanda.

No lado da oferta também existe muita dúvida. Segundo Gordon, a chamada Segunda Revolução Industrial (eletricidade, motores de combustão interna, encanamento interno) foi bem mais importante que a Terceira (computadores e Internet), tendo produzido efeitos mais abrangentes e duradouros sobre os ganhos de produtividade. Brynjolfsson e McAfee, autores de *The Second Machine Age*, discordam. Resultados da nova era ainda não teriam aparecido porque grandes inovações exigem sempre investimentos complementares (que ainda não se materializaram) e

porque as medidas convencionais de PIB e produtividade têm deixado de registrar atividades que adicionam valor, embora nada acrescentem a tais medidas (Skype, p. ex.).

Essas questões deixam claro o desafio enfrentado pelo Fed, em particular, e pelos bancos centrais do mundo desenvolvido, de modo geral. Que fazer diante de tanta incerteza? O melhor caminho seria seguir o chamado princípio de Brainard, ou seja, na dúvida, vá devagar. Neste caso, a recomendação diz respeito não apenas ao *timing* do primeiro movimento de juro, mas também à velocidade e à intensidade do ajuste na política monetária. A nosso ver, a visão *dovish* prevalecerá no Fed, ainda por um bom tempo.

José Júlio Senna

9. Analista Convidado

Um Freio de Arrumação?

A economia brasileira está em um momento crítico, combinando forte desaceleração econômica com inflação elevada. Em que pesem as dificuldades de realização do ajuste fiscal, face ao legado de desordem fiscal e das dificuldades políticas de aprovação de medidas no Congresso Nacional, argumenta-se que a realização de um “freio de arrumação” criará condições para a retomada de crescimento a médio e longo prazo. Será que isto realmente irá acontecer?

Não está em discussão a necessidade de realização de ajuste fiscal, mas sim a natureza do ajuste, sua articulação com outras políticas, e se pode-se esperar uma retomada sustentada do crescimento. Obviamente há um pragmatismo na necessidade do ajuste fiscal face às condições de forte deterioração fiscal (déficit nominal de 7,5% do PIB e dívida pública bruta de 66,5% em abril) e perda de credibilidade das autoridades por conta de uma política fiscal que se revelou problemática e pouco eficaz. O ajuste fiscal está sendo realizado em uma situação de “tempestade perfeita” (combinação de estagflação com problemas políticos).

A estratégia mais imediata é evitar a perda do grau de investimento do país. Mas isto certamente é pouco para sustentar o crescimento. Subjacente está a tese da “contração fiscal expansionista”. Argumenta-se que a realização de um ajuste fiscal sustentado aumenta a confiança dos agentes (consumidores e firmas), os estimulando a aumentar seus gastos. De quebra, o ajuste fiscal, ao pressionar para baixo os preços no setor não-comercializável, pode contribuir para uma desvalorização real na taxa de câmbio, estimulando exportações líquidas.

O suporte empírico para esta tese é fraco. Em particular há problema de omissão de variável relevante: política fiscal e comportamento do PIB podem ser influenciados por uma 3ª variável que pode afetar o PIB, como elevação nos preços de *commodities*, desvalorizações cambiais, relaxamento da política monetária, etc. Quando esses efeitos são controlados, não há apoio à ideia de que a contração fiscal é expansionista.

Há uma extensa literatura sobre multiplicadores fiscais (efeito da expansão fiscal sobre o PIB), que mostra que a magnitude destes depende do estado da economia — maior na recessão do que na expansão — e que investimentos públicos têm maior impacto do que expansão dos gastos

correntes. O problema aqui é que dada a rigidez dos gastos públicos no Brasil, a variável de ajuste acaba sendo justamente os investimentos públicos, contribuindo para uma maior desaceleração econômica.

Sem dúvida a combinação entre recessão, contração fiscal e juros elevados será funcional para reverter a aceleração inflacionária, uma vez que o aumento no desemprego reduzirá o poder de barganha dos trabalhadores, reduzindo os salários. A inflação deverá cair principalmente não por conta da melhoria nas expectativas inflacionárias, mas pelos efeitos de uma recessão que promete ser profunda. Contudo, a combinação entre ajuste fiscal e política de juros fortemente contracionista, em um contexto de economia fraca, acaba impactando negativamente as receitas fiscais e a dívida pública.

Não vejo muita luz ao final do túnel. O ideal seria termos algum tipo de política de rendas que permitisse combinar uma política de moderação salarial com uma política contracionista mais moderada, mas isso é impossível no atual contexto.

A política monetária já é contracionista, como lembrou Kwall em entrevista no Valor, e dada a recessão em curso seria prudente manter agora a taxa de juros estável. O governo deveria ainda permitir a continuidade de uma desvalorização gradual na taxa de câmbio, o que a médio prazo poderia contribuir para melhorar o desempenho da balança comercial. Por fim, dever-se-ia discutir seriamente numa mudança na estrutura tributária brasileira, com implementação de impostos progressivos (aumento na alíquota do IR, imposto sobre grandes fortunas, etc.) que poderia contribuir para uma consolidação fiscal que não sacrificasse tanto os investimentos públicos.

Luiz Fernando de Paula - Professor Titular da Faculdade de Ciências Econômicas da UERJ

10. Em Foco IBRE: Cenário Macroeconômico para 2015 e 2016

Cenário Doméstico Ainda Muito Preocupante

Economia Internacional

As perspectivas para a economia mundial ainda continuam muito incertas. A economia americana, após um primeiro trimestre muito fraco, tem apresentado ritmo de crescimento bem mais acelerado neste segundo trimestre. Porém, ainda há muita dúvida a respeito do potencial de crescimento dos EUA, o que significa que não está no radar um aumento muito expressivo da taxa de juros. Mas, de qualquer forma, o Fed deverá iniciar o processo de normalização da política monetária no segundo semestre ou, no mais tardar, no início de 2016.

Na Europa, a atividade continuar a mostrar sinais de melhora, mas o risco de saída da Grécia da zona do euro é elevado, trazendo não apenas incertezas para a região, mas também maior turbulência nos mercados internacionais.

Já a economia chinesa continua a se desacelerar em ritmo um pouco mais rápido do que o esperado. O crescimento para este ano deve ficar abaixo de 7,0%. No resto do mundo emergente, observa-se também fraqueza em diversos países. Porém, há heterogeneidade entre eles. Os países com fundamentos econômicos mais frágeis estão sujeitos a novas turbulências. E este é o caso brasileiro.

Economia Doméstica

Nos últimos meses a atividade econômica continuou em processo de deterioração. Desde a última atualização do cenário macroeconômico, em março de 2015, revisamos a projeção de contração do PIB para este ano de 1,0% para 1,8%.

O declínio da atividade atinge todos os setores da economia, com destaque para o recuo esperado para o setor serviços de 1,1% este ano. Com a piora de setores intensivos em trabalho, como serviços e construção civil, o mercado de trabalho já vem sentindo os efeitos da atividade: o desemprego mantém tendência de alta e os salários estão em desaceleração.

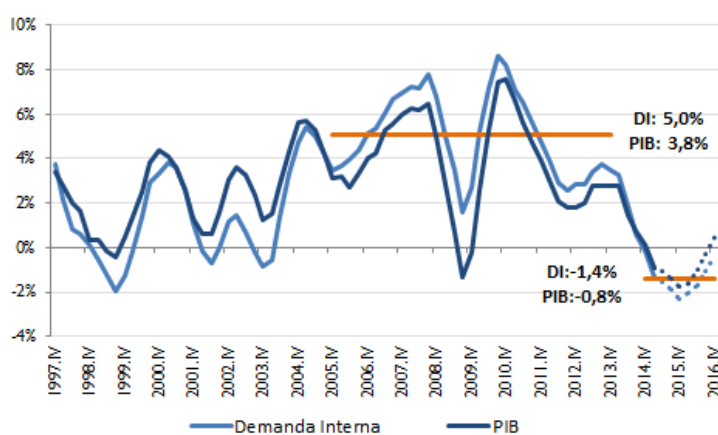
Para 2016, a recuperação ainda é muito incerta. Nossas projeções apontam para um ligeiro crescimento do PIB, de 0,5%. Pela ótica da oferta, espera-se novo recuo da indústria, de 0,6% (ante -3,2% em 2015); já os serviços podem apresentar um aumento de 0,6%. Pela ótica da demanda, o consumo das famílias e o consumo do governo devem ficar estagnados, com o investimento contraindo-se novamente (-2,2%, ante -7,1% em 2015). Estimamos uma contribuição externa positiva também para o próximo ano, devido à atividade ainda fraca e à depreciação cambial. Segundo nossas projeções, as importações devem diminuir 3,0% e as exportações devem aumentar 1,1% em 2016.

As previsões para 2015 e 2016 indicam que a demanda interna deve se contrair mais que o PIB, como se observa no Gráfico 12.

A desaceleração da demanda doméstica decorre, em grande medida, do ajuste macroeconômico em curso. Este, por sua vez, tem evitado uma piora do cenário inflacionário que ainda continua muito pressionado, devido ao aumento expressivo dos preços administrados e dos alimentos. Para 2015 estima-se um aumento de

14,1% dos preços administrados, acima do previsto no Boletim de março (12,8%). Os preços livres também devem se acelerar em relação ao ano passado, fechando o ano em torno de 7,2%, ante 6,7% (previsão anterior). Porém, essa aceleração é explicada por uma maior pressão da

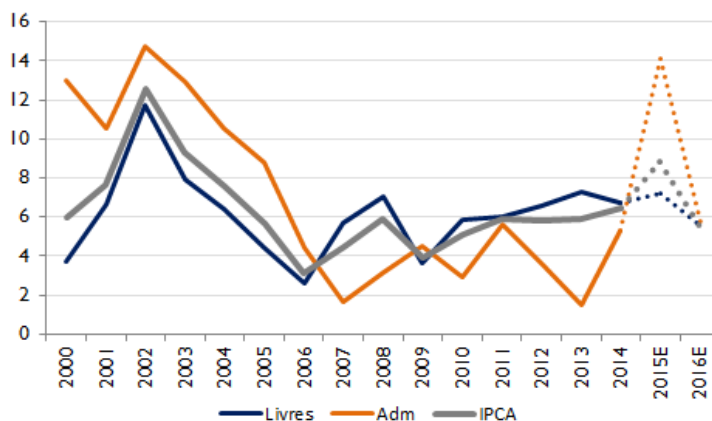
Gráfico 12: Taxa de Crescimento do PIB e da Demanda Interna
(valores acumulados em 4 trimestres, %)



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

alimentação domiciliar de 9,5% (ante 7,1%) e dos bens industriais de 5,0% (ante 4,3%), que estão relacionados aos problemas climáticos, bem como à maior depreciação cambial. A inflação de serviços, que apresenta maior rigidez, deve fechar o ano em torno de 8,0% (ante 8,3%), o que significa um pequeno alívio num grupo que nos últimos anos tem se mantido muito acima do topo da faixa de tolerância, de 6,5%. Consequentemente, a inflação deve fechar o ano em 8,9% (Gráfico 13).

Gráfico 13: Inflação de Preços Livres e Administrados (%)

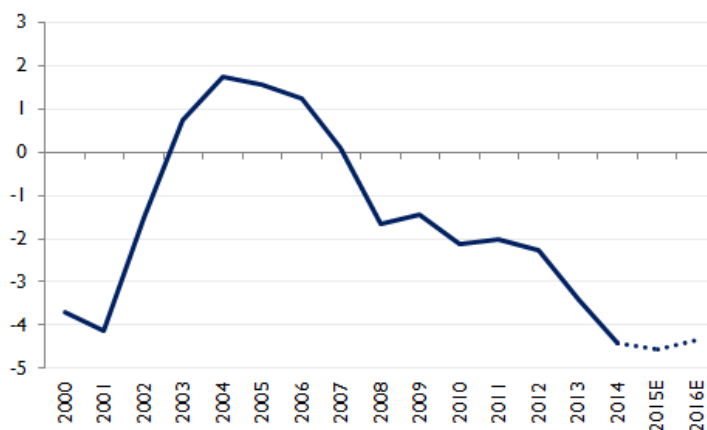


Fontes: IBGE e IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

No entanto, há novas pressões no horizonte. Se houver reajuste de gasolina, de 10% na refinaria ou de 6% na bomba, o IPCA poderá atingir 9,1% no final do ano. Além disso, para 2016 espera-se um aumento ainda elevado dos preços administrados, de 5,7%, dificultando ainda mais a tarefa do Banco Central de trazer a inflação para a meta de 4,5% ao final do próximo ano. Nossos modelos apontam para inflação em 2016 entre 5,0% e 5,5%. A pressão cambial é um fator que também pode dificultar maior recuo da inflação no ano que vem. De qualquer forma, o Banco Central tem elevado a taxa de juros consistentemente, e a Selic pode atingir 14,50%. A postura do Bacen tem sido de evitar um aumento generalizado de preços, bem como uma piora nas expectativas de inflação para os próximos anos. Por ora, a autoridade monetária tem conquistado as primeiras batalhas. As expectativas para os próximos anos estão recuando gradualmente. Mas há custos nessas conquistas: contração mais acentuada do PIB com piora no mercado de trabalho. Infelizmente, não há outra saída no curto prazo.

Com a fraqueza da economia e a depreciação cambial,³ as importações de bens e serviços desaceleraram-se, o que poderia representar uma melhora significativa da balança comercial. Contudo, as exportações também perdem ritmo por conta da redução dos

Gráfico 14: Transações Correntes* (% do PIB)



* Os valores anteriores a 2014 estão na metodologia antiga.

Fontes: Bacen; IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

³ Estimamos que a taxa de câmbio média em 2015 seja de R\$ 3,2, o que representa uma depreciação de 34% em relação à média do ano passado, de R\$ 2,4.

preços das *commodities* brasileiras. Além disso, as exportações de manufaturados continuam sem perspectivas favoráveis no curto prazo. O ritmo de crescimento do comércio mundial permanece muito lento, dificultando as exportações brasileiras.

Com essas informações, a previsão para 2015 é de superávit comercial em torno de US\$ 3 bilhões.⁴ Para o déficit em transações correntes, espera-se redução para US\$ 85 bilhões, ante US\$ 104 bilhões em 2014, de acordo com a nova metodologia divulgada pelo Banco Central. Entretanto, em proporção do PIB o déficit ainda deve ficar no patamar muito elevado de 4,5%, ligeiramente acima do resultado do ano passado (4,4%). Para 2016 é esperado apenas um pequeno recuo, para 4,3%.

O financiamento das contas externas voltou ao radar. Somente uma parcela do déficit externo está sendo financiada por investimentos diretos. Para este ano, a estimativa é que o financiamento líquido com investimento direto atinja apenas 3,0% do PIB. Ou seja, parte do financiamento decorrerá de fluxos de capitais de curto prazo, aumentando, portanto, a vulnerabilidade do balanço de pagamentos a choques externos. Assim, avaliamos que há necessidade de maior depreciação do câmbio real para ajustar as contas externas.

Adicionalmente, há mais um grande desafio no curto e no médio prazo na área fiscal. No curto prazo, o cumprimento da meta para este ano e 2016 é missão quase impossível. Com a desaceleração econômica, as receitas estão se contraindo fortemente. Pelo lado das despesas, o governo tem feito um esforço de contenção: entre janeiro e abril deste ano, as despesas em termos reais cresceram apenas 0,3% em relação ao mesmo período do ano anterior. No primeiro governo Dilma, estas despesas cresciam em média 5,4% no mesmo período. Há uma grande contenção de despesas de custeio não prioritário, mas é nos investimentos que o corte tem sido maior.

Porém, há várias dificuldades pela frente. Em primeiro lugar, dificilmente será possível manter o mesmo ritmo de contenção dos gastos dessas rubricas em 2016 e nos anos a seguir. Em segundo, as despesas com programas de transferência de renda continuam crescendo significativamente. De fato, desde a constituição de 1998 foram criados diversos programas sociais com regras de elegibilidade e valores de benefício que geram crescimento do gasto público superior ao crescimento da economia. Segundo estimativas de Mansueto Almeida, desde 1991 o crescimento do gasto da União com programas sociais tem sido de 0,3 ponto percentual (pp) do PIB por ano, ou de 6,8 pp do PIB nos últimos 23 anos. Estimativas do Ministério da Previdência, que constam da Lei de Diretrizes Orçamentária (LDO), indicam que somente as despesas do INSS, dadas as regras atuais, crescerão 0,7 ponto do PIB neste segundo mandato da presidente Dilma e continuarão a se expandir ao longo dos próximos anos e décadas. Ou seja, é insustentável.

Se o país não equacionar essa questão, não será possível obter os superávits primários minimamente necessários para se evitar crescimento elevado da dívida bruta. Sem dúvida, há

⁴ Esta é a previsão da Balança Comercial medida pelo Ministério do Desenvolvimento, Indústria e Comércio (MDIC).

necessidade de um ajuste fiscal sustentável para afastar o risco de rebaixamento da classificação de risco do Brasil.

Adicionalmente, também é preciso uma agenda econômica positiva para manter o financiamento externo mesmo num cenário externo mais desafiador. Com esta agenda, será possível elevar o ritmo de crescimento econômico nos próximos anos.

A conclusão, portanto, é de que os desafios são imensos. Se o país não conseguir superá-los, o futuro será nebuloso, para dizer o mínimo.

Silvia Matos

Revisão Editorial do Boletim Macro IBRE: Fernando Dantas

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

Ignez Guatimosim Vidigal Lopes

José Júlio Senna

José Roberto Afonso

Lia Valls Pereira

Luísa Azevedo

Mauricio Canêdo Pinheiro

Mauro de Rezende Lopes

Regis Bonelli

Rodrigo Leandro de Moura

Samuel Pessoa

Silvia Matos

Vinícius Botelho

Boletim Macro IBRE

Coordenação Geral: Regis Bonelli

Coordenação Técnica: Silvia Matos

Apoio Editorial: Marcel Balassiano

Colaboradores Permanentes da Superintendência de Estatísticas Públicas

Aloísio Campelo Jr.

André Braz

Salomão Quadros

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 22 de junho de 2015. 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.