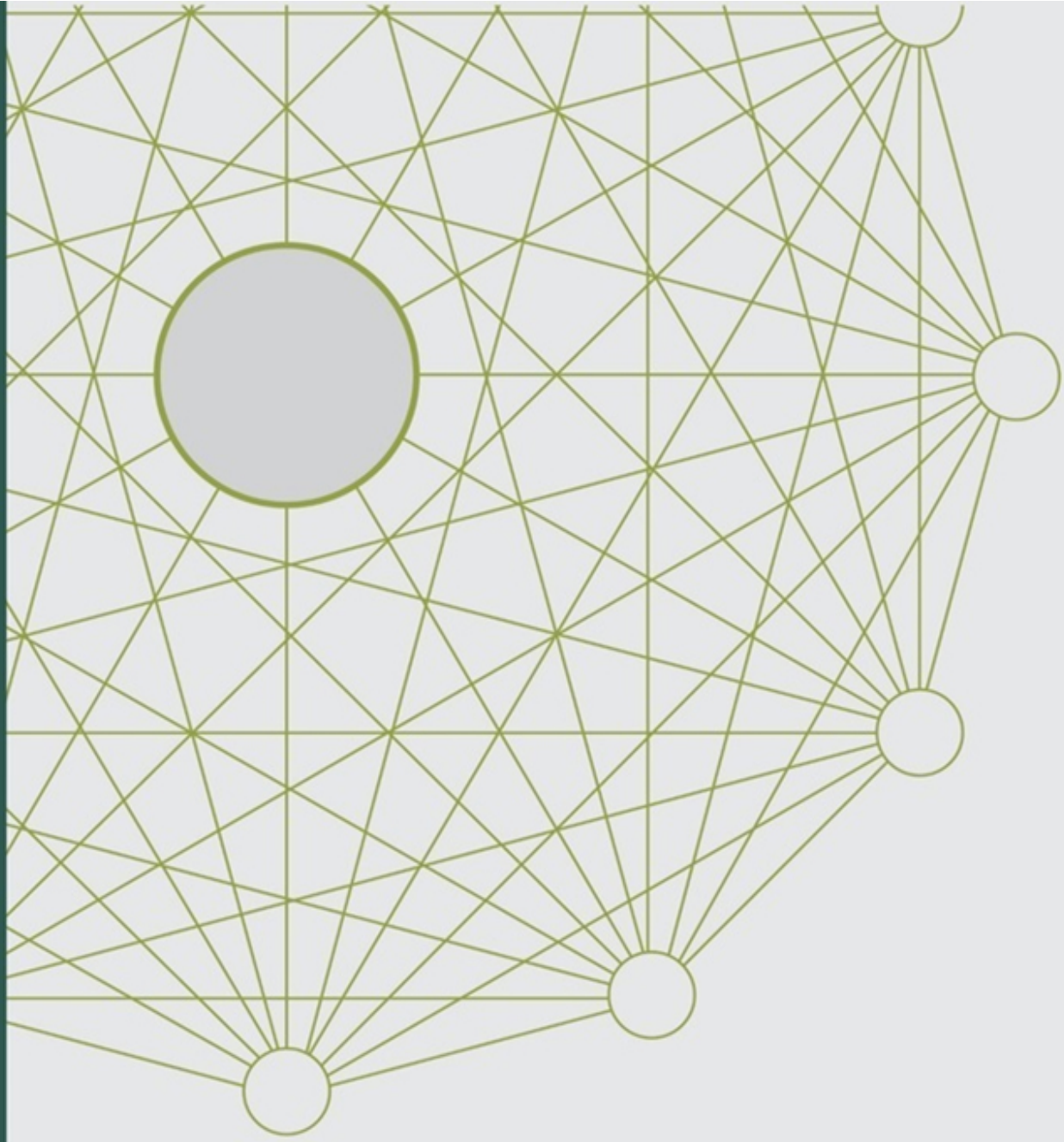


CARTA DE CONJUNTURA

Junho

2015

SÍNTESE DA CONJUNTURA

27

ipea

Governo Federal

Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República
Ministro Roberto Mangabeira Unger

ipea **Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada**

Fundação pública vinculada à Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República, o Ipea fornece suporte técnico e institucional às ações governamentais – possibilitando a formulação de inúmeras políticas públicas e programas de desenvolvimento brasileiro – e disponibiliza, para a sociedade, pesquisas e estudos realizados por seus técnicos.

Presidente
Jessé José Freire de Souza

Diretor de Desenvolvimento Institucional
Luiz Cezar Loureiro de Azeredo

Diretor de Estudos e Políticas do Estado, das Instituições e da Democracia
Daniel Ricardo de Castro Cerqueira

Diretor de Estudos e Políticas Macroeconômicas
Cláudio Hamilton Matos dos Santos

Diretor de Estudos e Políticas Regionais, Urbanas e Ambientais
Marco Aurélio Costa

Diretora de Estudos e Políticas Setoriais de Inovação, Regulação e Infraestrutura
Fernanda De Negri

Diretor de Estudos e Políticas Sociais, Substituto
Carlos Henrique Leite Corseuil

Diretor de Estudos e Relações Econômicas e Políticas Internacionais
Brand Arenari

Chefe de Gabinete
José Eduardo Elias Romão

Assessor-chefe de Imprensa e Comunicação
João Cláudio Garcia Rodrigues Lima

Ouvidoria: http://www.ipea.gov.br/ouvidoria
URL: http://www.ipea.gov.br

ISSN 1982-8772

carta de conjuntura

Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas

Gecon – Grupo de Estudos de Conjuntura

Equipe Técnica
Fernando José da Silva Paiva Ribeiro (Coordenador)
Estêvão Kopschitz Xavier Bastos
Leonardo Mello de Carvalho
Maria Andréia Parente Lameiras
Marco Aurélio Alves de Mendonça
Paulo Mansur Levy

Colaboradores
Cláudio Hamilton Matos dos Santos
Marco Antonio Freitas de Holanda Cavalcanti

Equipe de Apoio
Alejandro da Rocha Souto Padrón
Felipe dos Santos Martins
Mariana Leite Moraes da Costa
José Bruno Ramos Torres Fevereiro
Pedro Américo de Alemida Ferreira
Hugo Hoffmann Borges
Luciana Pacheco Trindade Lacerda
Beatriz Cordeiro Araújo

© Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada – **ipea** 2015

Carta de conjuntura / Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas. Grupo de Análise e Previsões. – (dez .2007)- . Rio de Janeiro : Ipea. Dimac, 2007-

Trimestral.
Títulos anteriores: Carta de conjuntura INPES, (maio 1988 - maio 1990); Carta de conjuntura IPEA, (ago. 1990 - dez. 1998).
Suspensa de 1999 a nov. de 2007.
ISSN 1982-8772

1. Economia. 2. Macroeconomia. 3. Previsão Econômica. 4. Indicadores Econômicos. 5. Brasil. 6. Periódicos. I. Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada. Diretoria de Estudos e Políticas Macroeconômicas. Grupo de Análise e Previsões.

CDD 330.05

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista do Instituto de Pesquisa Econômica Aplicada ou da Secretaria de Assuntos Estratégicos da Presidência da República.

É permitida a reprodução deste texto e dos dados nele contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

SÍNTESE DA CONJUNTURA

CARTA DE CONJUNTURA 27

Finalizada em 19/06/2015

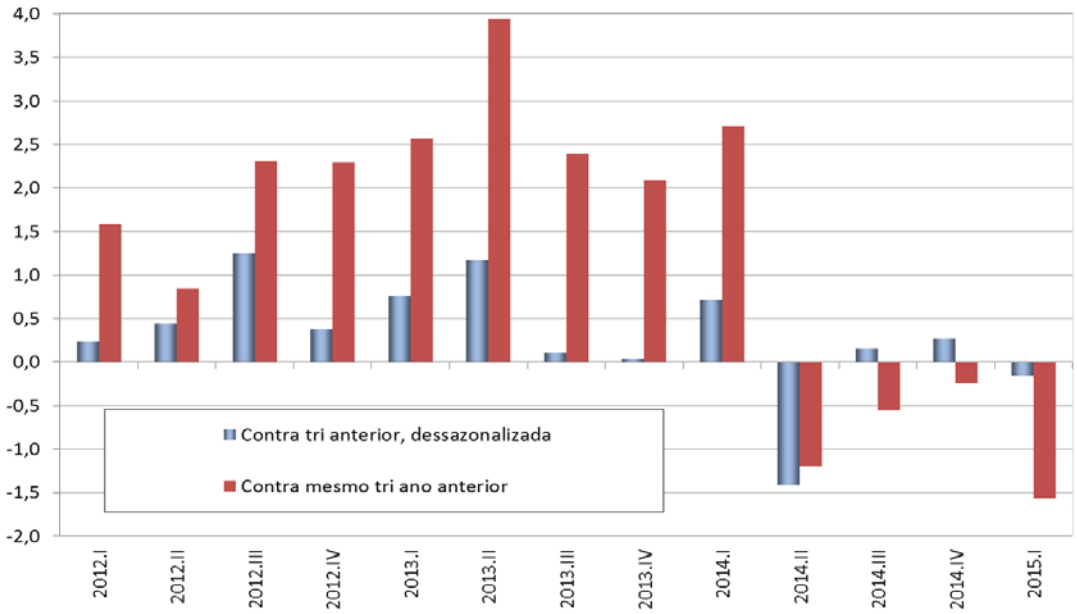
A economia brasileira atravessa um momento difícil, em que praticamente todos os principais indicadores vêm mostrando resultados negativos e sem evidências de mudança de tendência no curto prazo. Este quadro é consubstanciado na queda do PIB observada no primeiro trimestre do ano − -0,2% em relação ao trimestre anterior e -1,6% na comparação com o primeiro do ano passado – e em diversos indicadores referentes aos meses de abril e maio que sinalizam nova queda do PIB no segundo trimestre. Esses números reforçam a tendência de enfraquecimento da atividade que já se observava ao longo de 2014 e que foi aprofundada pelas medidas de política econômica adotadas neste início de ano: contenção de gastos públicos, aumentos de impostos, aumento dos juros, restrições ao crédito e reajuste de preços administrados. Ao lado da desvalorização da taxa de câmbio, essas medidas vão no sentido de efetuar os três grandes ajustes requeridos para reequilibrar a economia e propiciar uma trajetória de crescimento sustentado: o ajuste fiscal, a redução da inflação – que contempla também uma correção de preços relativos – e a redução do déficit em transações correntes.

É possível que o país esteja atravessando o momento mais difícil do processo de ajuste, em que as medidas corretivas mostram seus efeitos sobre a atividade econômica, mas ainda não há resultados positivos palpáveis que permitam visualizar os benefícios que delas advirão. O consumo das famílias teve, no primeiro trimestre, o pior desempenho desde 2003, com queda de 0,9% em relação ao mesmo período de 2014, ao lado de uma contração de 1,5% do consumo do governo e de 7,8% dos investimentos. Neste último caso, a propósito, a contração acumulada dos últimos quatro trimestres chega a 6,9% − pressionada, inclusive, pela revisão para baixo dos investimentos da Petrobras. Do lado da oferta, a indústria sofreu retração de 0,3% na série dessazonalizada no primeiro trimestre deste ano e de 3,0% em relação ao primeiro trimestre do ano passado. O resultado não foi pior em virtude do ótimo desempenho da indústria extrativa mineral, que, ajudada por incrementos consideráveis na produção doméstica de petróleo a partir de meados do ano passado, cresceu 12,8% na comparação interanual e acumula alta de 10,3% em quatro trimestres. A indústria de transformação teve retração de 7,0% no trimestre e acumula queda de 5,6% em quatro trimestres. Já o setor de serviços, que vinha sendo um pilar de sustentação da atividade nos últimos anos, teve recuo de 1,2% no primeiro trimestre, a pior variação da série histórica iniciada em 1996.

Mais ainda do que os números do PIB, o quadro atual incomoda pela combinação de maior desemprego e maior inflação. A taxa de desemprego medida pela Pesquisa Mensal de Emprego do IBGE (PME) aumentou um ponto percentual nos quatro primeiros meses deste ano em relação ao mesmo período de 2014, período marcado ainda por destruição líquida de postos de trabalho no mercado formal e pela primeira queda do rendimento médio real do trabalho em muitos anos. A inflação medida pelo IPCA teve alta de 8,5% nos 12 meses até maio, a taxa mais elevada em mais de dez anos, refletindo diretamente a forte correção dos preços administrados, como energia elétrica e combustíveis, e uma variação ainda persistentemente elevada nos serviços.

Há que se ter em conta que as medidas de ajuste incidiram sobre uma economia que já se mostrava enfraquecida no ano passado, quando diversos elementos negativos já atuavam: inflação em alta, aumento de juros, demanda externa fraca, queda de preços de commodities, desvalorização do câmbio, menor geração de empregos, nível elevado de estoques na indústria e queda generalizada dos níveis de confiança de consumidores e empresários − além de nítidas restrições no lado da oferta, como o aumento do custo unitário do trabalho, e a incerteza sobre a disponibilidade de energia. Com efeito, o GRÁFICO 1 ilustra que o crescimento do PIB já se tornara negativo no segundo trimestre de 2014, na comparação com o mesmo trimestre do ano anterior, e esta taxa permaneceu em terreno negativo nos trimestres seguintes – em outras palavras, parece ter havido uma quebra na trajetória do PIB naquele momento.

GRÁFICO 1
PIB: evolução das taxas de crescimento
(Em %)



Fonte: IBGE.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Os investimentos foram o primeiro componente da demanda a perder fôlego. Na série dessazonalizada, a formação bruta de capital fixo já mostrava queda desde o terceiro trimestre de 2013, movimento que ganhou aceleração ao longo de 2014 e início de 2015. O enfraquecimento adicional da demanda doméstica, associado às incertezas no quadro político e aos níveis historicamente baixos dos índices de confiança dos empresários – não apenas na indústria, mas também nos serviços, no comércio e na construção – tornaram o quadro ainda mais difícil neste ano, e não sugerem recuperação dos investimentos no curto prazo. Por sua vez, o consumo, que ajudou a sustentar o crescimento da economia de forma contínua por mais de dez anos, vem reagindo negativamente à piora do trinômio emprego-renda-crédito. Por fim, a demanda externa também não vem oferecendo sustentação à economia brasileira. O *quantum* do comércio mundial vem crescendo mais lentamente que o PIB mundial (fenômeno pouco comum, diga-se) e o valor dos fluxos de comércio está em queda, não apenas pela expressiva retração dos preços das *commodities*, mas também pela queda dos preços médios de bens manufaturados. Como consequência, as exportações

tiveram uma retração da ordem de 20% do ano passado para cá, ainda que o efeito líquido sobre o PIB venha sendo atenuado por uma retração das importações da mesma magnitude.

Diante desse quadro, a prioridade da política econômica tem sido o encaminhamento dos "três ajustes", não como fins em si mesmos, mas como requisitos fundamentais para corrigir desequilíbrios gestados nos últimos anos e, com isto, abrir espaço a um novo ciclo de expansão em bases mais sólidas.

Na área fiscal, é indiscutível o esforço que vem sendo feito pelo governo federal em ajustar as contas públicas, evidenciado não apenas em medidas de caráter mais emergencial, como a contenção das despesas discricionárias– os investimentos federais tiveram redução real da ordem de 35% no primeiro quadrimestre −, mas também na proposição e implementação de diversas medidas de caráter mais permanente. Essas medidas visam (i) aumentar a arrecadação por meio da elevação de alíquotas e da ampliação de bases de incidência de impostos, inclusive com a reversão de diversas desonerações concedidas nos anos anteriores, e (ii) atenuar a taxa de crescimento das transferências às famílias, por meio de ajustes nas regras de concessão do seguro-desemprego, do abono salarial, do seguro defeso e das pensões por morte – benefícios que têm em comum o fato de terem crescido a taxas muito rápidas na última década. Algumas destas medidas já estão em vigor, principalmente aquelas relacionadas a aumentos de alíquotas de impostos, e outras ainda estão em processo de aprovação pelo Congresso Nacional.[1] Os resultados dos primeiros meses do ano já sinalizam uma clara reversão da tendência de deterioração dos superávits primários que se observou ao longo de 2014, embora ainda apresentem números piores do que os observados no início de 2014. É provável que o resultado acumulado em 12 meses do governo central comece a melhorar efetivamente a partir de maio, quando resultados negativos em 2014 comecem a ser substituídos por números mais positivos em 2015.

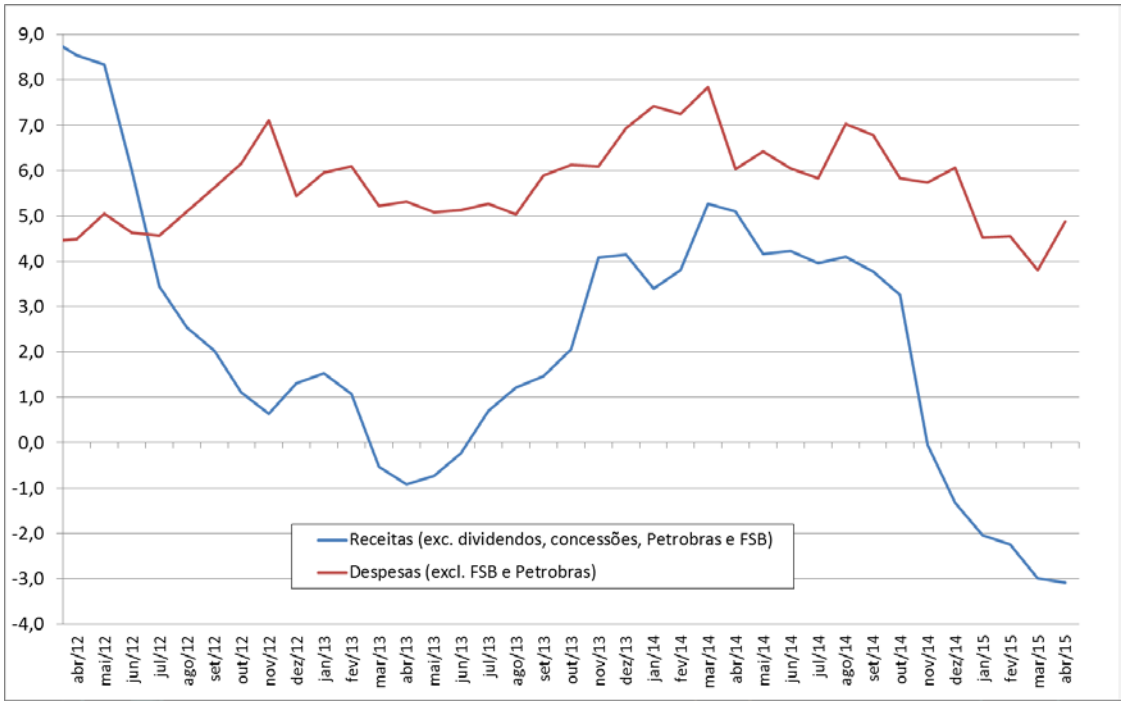
O compromisso com a austeridade foi reforçado pelo Decreto nº 8.456, de 22 de maio de 2015, que estabeleceu um contingenciamento de recursos de R$ 69,9 bilhões no orçamento deste ano, com vistas ao cumprimento da meta de superávit primário de R$ 66,3 bilhões para o setor púbico consolidado em 2015 – sendo R$ 55 bilhões referentes ao governo central. Ainda assim, o alcance da meta para 2015 não está garantido, em virtude do fraco desempenho apresentado pelas receitas. O orçamento prevê um aumento real de 5,4% na receita federal total no ano, mas no período janeiro-abril a receita sofreu queda de 6,0%, reflexo direto da atividade econômica fraca e ainda não contando com os plenos benefícios das majorações de impostos. Receitas de concessões e outras receitas extraordinárias contribuiriam para reforçar o caixa do governo, mas sua realização é ainda incerta.

O GRÁFICO 2 mostra que as receitas federais (exclusive dividendos, concessões, Fundo Soberano e Petrobras) vêm crescendo mais lentamente do que as despesas há quase três anos, fenômeno que explica a queda do resultado primário. Tão ou mais importante do que alcançar a meta prometida é promover a inversão nas curvas de receitas e despesas − ou seja, transitar para uma situação em que as receitas crescem a uma taxa superior à das despesas − e sinalizar a manutenção desta inversão por um período de tempo suficientemente longo para eventualmente levar o superávit primário ao nível desejado. A incerteza quanto ao *timing* da recuperação da atividade econômica e a dinâmica política de aprovação das medidas propostas pelo Executivo

[1] A seção de finanças Públicas da Carta de Conjuntura apresenta quadros que descrevem as medidas propostas e a situação atual de cada uma.

tornam difícil afirmar quanto tempo levará para o ajuste se completar, mas as medidas adotadas caminham na direção correta.

GRÁFICO 2
PIB: crescimento real das receitas e despesas federais
Acumulado em 12 meses
(Em %)



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Com relação à inflação, o Banco Central tem sido enfático em afirmar que está operando com vistas a trazer o IPCA para a meta de 4,5% ao final de 2016. As recentes elevações da taxa Selic, mesmo diante de um cenário de retração da atividade, são consistentes com esse discurso. Mas a trajetória da inflação é condicionada por alguns fatores que tornam difícil a convergência para a meta no prazo estabelecido. O primeiro é o realinhamento dos preços administrados (notadamente combustíveis e energia elétrica), que já está em curso e que foi responsável por um aumento de cerca de 2 pontos percentuais no IPCA de 2014 para cá. O segundo é a grande persistência demonstrada pela inflação de serviços, que há vários anos registra taxas da ordem de 8% a 9% e que, provavelmente, sofrerá uma desinflação lenta. O GRÁFICO 3 ilustra a trajetória recente de aceleração dos preços administrados no IPCA e a persistência dos serviços.

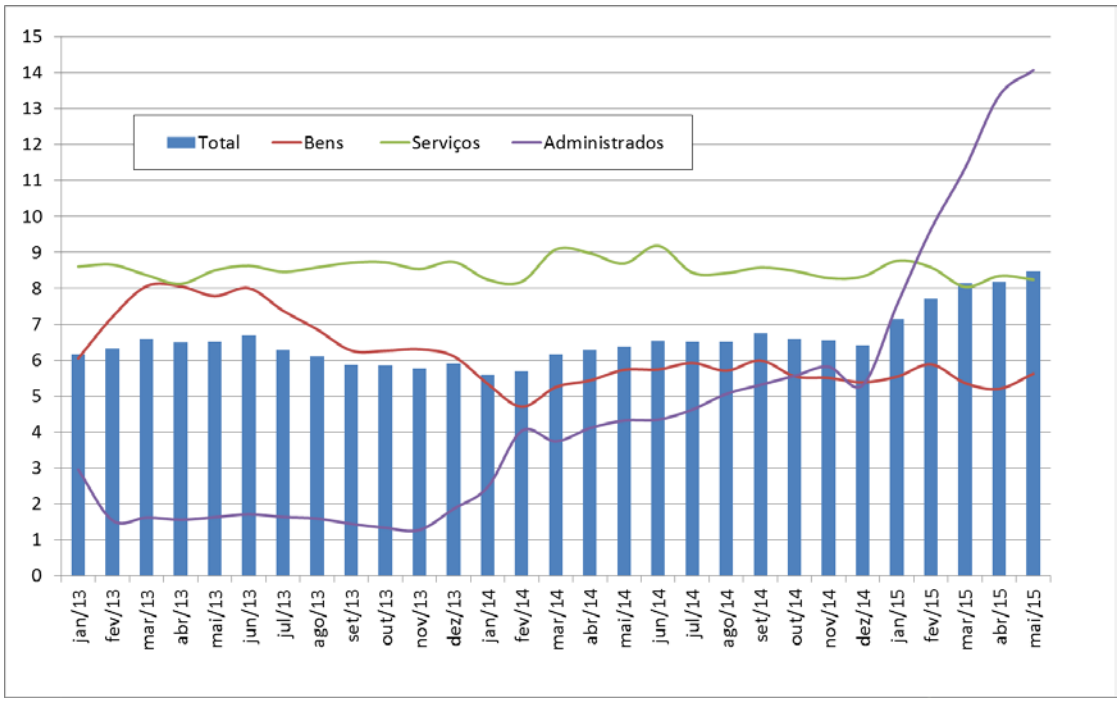
Um terceiro fator importante para a trajetória da inflação diz respeito ao ajuste de preços relativos entre bens comercializáveis e não comercializáveis. Tradicionalmente, essa relação acompanha a evolução da taxa de câmbio, mas de 2011 para cá a desvalorização real do câmbio (da ordem de 50%) conviveu com uma redução adicional dos preços relativos dos bens comercializáveis, como ilustra o GRÁFICO 4. Um provável realinhamento desses preços, fator que tem papel importante em melhorar a rentabilidade relativa do setor industrial e em promover uma

melhoria da balança comercial, tenderá a exercer pressão adicional sobre a inflação, especialmente diante da desinflação lenta dos serviços.

GRÁFICO 3

IPCA por categorias - variação acumulada em 12 meses

(Em %)

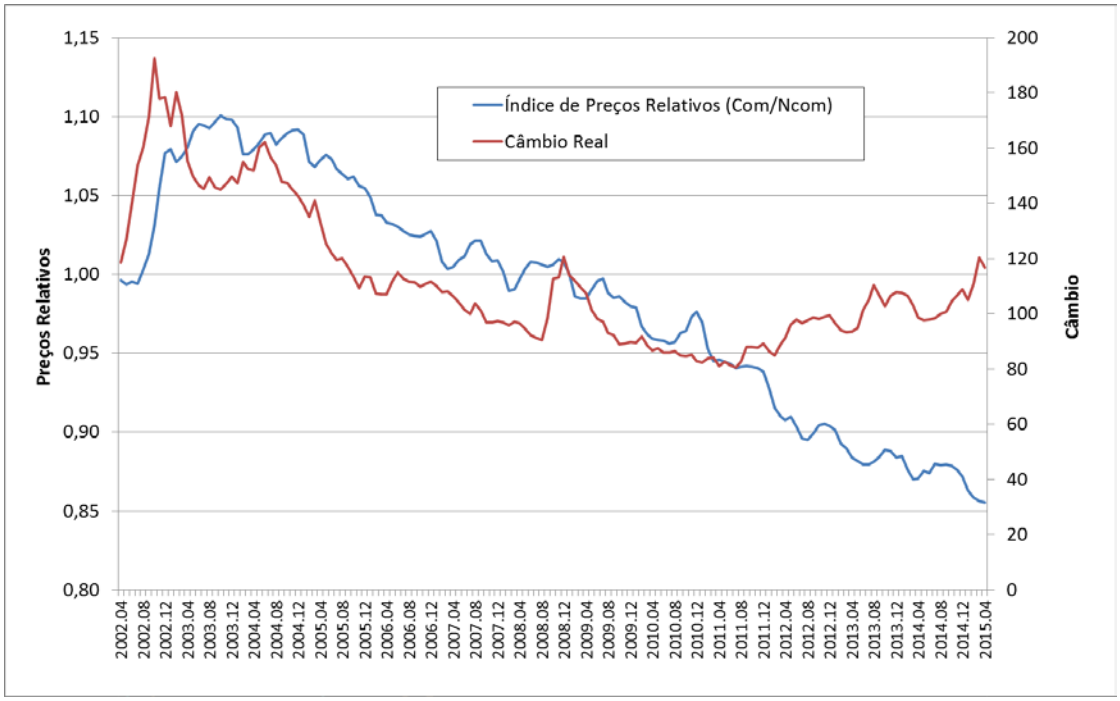


Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

GRÁFICO 4

Taxa de câmbio real e preços Relativos comercializáveis *versus* não comercializáveis

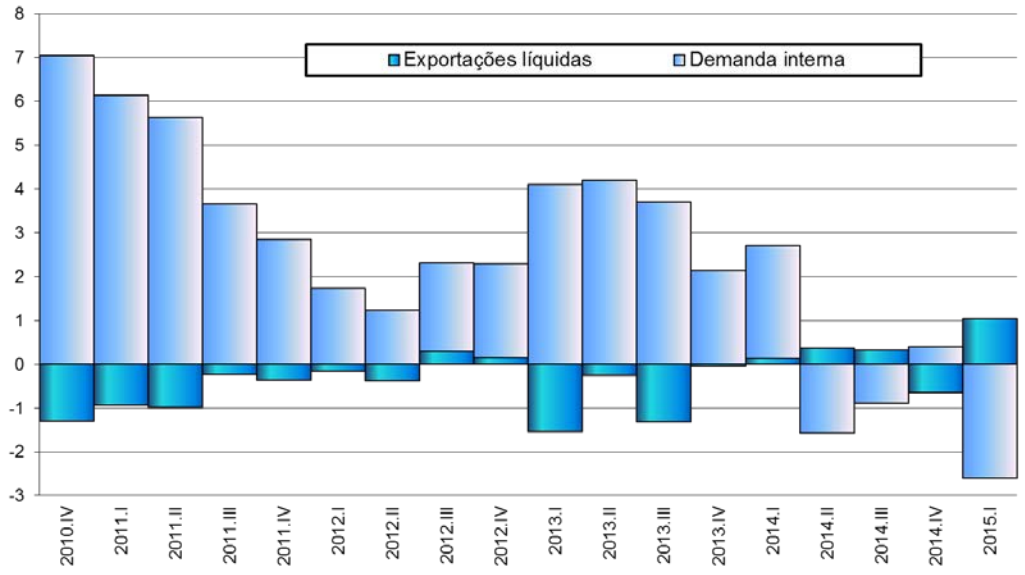


Fonte: IBGE.

Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

Por fim, há a questão do ajuste das contas externas. Embora o país não atravesse dificuldades de financiamento do déficit em transações correntes, este se encontra em patamar relativamente elevado, de cerca de 4,5% do PIB, e certamente elevar-se-ia ainda mais em um contexto de recuperação da atividade econômica, em especial dos investimentos. Neste cenário, alguma redução deste déficit eventualmente terá de ocorrer, o que implica que, durante algum tempo, a absorção doméstica terá que crescer mais lentamente do que o PIB, tendo como contrapartida um aumento das exportações líquidas − em outras palavras, redução do déficit comercial de bens e serviços − que poderiam atuar, inclusive, como um elemento impulsionador do crescimento da economia. Com efeito, os números mais recentes sugerem que este processo já está em curso, tendo em vista que as exportações líquidas voltaram a dar contribuição positiva para a variação do PIB após vários anos de desempenho negativo – a contribuição para a variação interanual do PIB trimestral foi positiva em quatro dos últimos cinco trimestres, como se vê no GRÁFICO 5. Analogamente, o déficit em transações correntes teve redução de 12,4% no primeiro quadrimestre do ano.

GRÁFICO 5
Demanda interna e exportações líquidas
Contribuição para o crescimento interanual do PIB trimestral
(em %)



Fonte: IBGE.
Elaboração: Ipea/Dimac/Gecon.

É verdade que, até o momento, o ajuste externo vem se dando primordialmente pela via retração das importações de bens e serviços (com notável colaboração da menor remessa de lucros e dividendos). No entanto, a experiência histórica mostra que processos de ajuste externo no país usualmente ocorrem justamente desta forma. Inicialmente, há uma retração das importações como resposta a um quadro de desvalorização cambial e queda da atividade. Somente em um segundo momento, o ajuste é impulsionado pelo crescimento das exportações, que respondem de maneira defasada à mudança de preços relativos em favor de bens comercializáveis (em outras palavras, à

desvalorização real do câmbio), com o setor industrial aproveitando-se da ociosidade gerada no período de retração econômica.

Vale destacar, porém, que a dinamização das exportações depende também de um aquecimento da atividade econômica mundial, uma vez que a evidência empírica mostra uma baixa elasticidade-câmbio das exportações, sendo a demanda mundial o principal fator que explica seu crescimento. Com efeito, a economia mundial tem crescido a um ritmo ainda moderado, embora superior ao do passado recente. Nos EUA, a queda do PIB no primeiro trimestre parece ter refletido circunstâncias específicas, e os dados já disponíveis de atividade e mercado de trabalho do segundo trimestre permitem antever uma aceleração. Na Europa também se observa melhora em relação ao desempenho nos últimos anos, porém em ritmo relativamente mais lento que a recuperação do imediato pós-crise. É na China, contudo, que se localiza a principal fonte de preocupações e onde se concentra o impacto negativo sobre as exportações brasileiras devido à desaceleração que começou no ano passado. Diversas medidas de cunho monetário e fiscal têm sido adotadas para reverter essa desaceleração, mas o efeito esperado é apenas de um amortecimento da velocidade do processo.

Em suma, os "três ajustes" já estão em curso, mas ainda em suas etapas iniciais, e com desafios importantes para sua continuidade e aprofundamento. Levará algum tempo para que os resultados positivos do ajuste sejam perceptíveis para a sociedade. Nesse ínterim, é muito importante que o governo dê sinalizações concretas sobre elementos que possam impulsionar a economia no futuro. Um primeiro e importante passo foi dado com o anúncio de um programa de concessões com investimentos da ordem de R$ 200 bilhões em aeroportos, portos, ferrovias e rodovias, sinalizando a infraestrutura como um dos *drivers* de um novo ciclo de investimentos. Sua viabilização provavelmente dependerá de mudanças nos marcos regulatórios desses setores de modo a ampliar sua atratividade aos investidores privados, bem como do sucesso do novo desenho do financiamento, em que os recursos públicos associam-se à capacidade de os investidores captarem recursos no mercado de capitais. A despeito dos atrasos verificados em iniciativas do tipo lançadas em anos anteriores – e até pelo aprendizado do governo com estes atrasos – os investimentos em infraestrutura (e os ganhos de produtividade dele derivados) continuam sendo uma frente de expansão natural da economia brasileira. Mais ainda em um quadro como o atual, no qual outras frentes de expansão (crescimento do mercado interno e/ou da demanda externa) não se mostram promissoras no curto prazo.