

Análise Mensal

Nº 34 - Outubro de 2014

**Tendências macroeconômicas
para final de 2014 e 2015**

**Ajuste? Que ajuste: a mudança
do *stop-and-go*?**

Análise Mensal

Nº 34 - Outubro de 2014

EDITORES

João Basílio Pereima Neto
Fernando Motta Correia
Alexandre Alves Porsse

COORDENAÇÃO EXECUTIVA

Luiz Carlos Ribeiro Neduziak

EQUIPE TÉCNICA

Prof. Celso Y. Ishida (UFPR-DECIGI)
Manuela Merki (Pós-Doutorado PPGDE)
Felipe Gomes Madruga
Rodrigo Henrique Bosco
Nayara de Oliveira Marques

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

REITOR

Zaki Akel Sobrinho

DIRETOR DO SETOR DE CIÊNCIAS SOCIAIS APLICADAS

Ana Paula Mussi Cherobim

CHEFE DO DEPARTAMENTO DE ECONOMIA

João Basílio Pereima Neto

COORDENADOR DO PROGRAMA DE PÓS- GRADUAÇÃO EM DESENVOLVIMENTO ECONÔMICO (PPGDE/UFPR)

Fernando Motta Correia



Esta e outras edições da **Análise Mensal** estão disponíveis para download
em: <http://www.economiaetecnologia.ufpr.br>



Revista ECONOMIA & TECNOLOGIA

ISSN 2238-4715 [impresso]
ISSN 2238-1988 [on-line]

APRESENTAÇÃO

A **Análise Mensal** é uma publicação realizada pela equipe técnica da Revista Economia & Tecnologia (RET), é divulgada toda última semana de cada mês e está disponível para download no endereço:

<http://www.economiaetecnologia.ufpr.br>.

O objetivo da **Análise Mensal** é tratar de dois temas relevantes de conjuntura macroeconômica que estejam em evidência nas agendas nacional e internacional. Todo o conteúdo é debatido e escrito coletivamente pela equipe técnica da RET, sendo que as opiniões emitidas são de responsabilidade dos Editores.

A Análise Mensal do mês de outubro refere-se as tendências macroeconômicas para 2014/2015. Para 2014, ano das eleições, com a reeleição da presidente Dilma Roussef, não há sinal de significativas mudanças, aparentemente o planejamento do governo quanto a inflação e crescimento econômico continua o mesmo. Espera-se a adoção de uma política fiscal mais rigorosa apenas. O crescimento econômico, através do estímulo ao consumo é uma estratégia esgotada e o cenário atual de recessão com inflação é reflexo disto. Nesse contexto, foram feitas previsões de três cenários macroeconômicos para os próximos 14 meses, utilizando o modelo econométrico desenvolvido pela equipe técnica da Análise Mensal. Cada um deles mostra os impactos de diferentes níveis de reajuste de preços administrados, como forma geral de elevação da carga tributária.

O segundo artigo desta Análise Mensal contextualiza as mudanças esperadas na condução da política macroeconômica para 2015, concentrada que está no ajuste fiscal. Nenhuma mudança estrutural é esperada. Ao que tudo indica o conjunto de ajustes a serem promovidos em 2015 permanecem dentro da tradicional prática ou receita do velho *stop and go*, ao qual a economia está presa desde a década de 1980.

Boa Leitura!

João Basílio Pereima

Editor-Chefe (e-mail: ret@ufpr.br)

Tendências macroeconômicas para final de 2014 e 2015

Passadas as eleições e com elas os principais fatores de incerteza associados a reeleição, já é possível olhar as perspectivas macroeconômicas para o ano de 2015. Sendo mesmo o governo e o estilo de governar, não se espera mudanças estruturais que podem provocar uma revolução nas expectativas dos agentes. Alguma mudança de curso será necessária, como por exemplo, para corrigir excessos fiscais, mas no geral será mais do mesmo. Neste ambiente, os dados passados, sem sofrer choques estruturais, podem se constituir em um bom previsor macroeconômico para 2015.

Os sinais do mercado após a confirmação da reeleição da presidente Dilma Rousseff foram claros. O dólar subiu e está 7% acima de seu valor de 8 de outubro, quando houve “claros” sinais de que o candidato do PSDB Aécio Neves poderia vencer as eleições. O Índice de Confiança do Consumidor (ICC) apresentou uma ligeira melhora, não obstante continue fraco se comparado ao nível observado pela última vez em 2005 ou mesmo ao nível diante da crise de 2008. O Banco Central, por sua vez, em sua primeira decisão após a reeleição da presidenta, surpreendeu com um aumento da taxa Selic para 11,25%, visando o combate ao risco da escalada inflacionária. Ainda em sua comunicação mais recente, o Comitê de Política Monetária (Copom) reforçou que deve permanecer “especialmente” vigilante, sinalizando uma possível rodada de aumentos na taxa básica de juros.

A economia brasileira, em termos macroeconômicos, entra o ano de 2015 com um desequilíbrio externo gigantesco na forma de um déficit em conta corrente da ordem de US\$ 85 bilhões, com um resultado primário negativo ou próximo de zero na área fiscal, com taxa de juros em elevação e inflação em alta. Uma combinação perversa que pesará muito em 2015, de forma negativa.

As expectativas dos analistas, segundo o Boletim Focus do Banco Central, também demonstram pouco otimismo (tabela 1). Em comparação à [Análise Mensal nº 31](#) em Jul/2014, as previsões para o final de 2014 bem como para o ano de 2015 pioraram, quase que unanimemente. Apenas a balança comercial

e a conta corrente apresentaram ligeiros sinais de melhoria ou – como também no caso dos Investimentos Extranjero Diretos (IED) – pelo menos não deterioraram.

Tabela 1 – Expectativa de Mercado para 2014 e 2015

	Para 2014		Para 2015		Humor do mercado
	T3	T4	T3	T4	
	(15/08/2014)	(31/10/2014)	(15/08/2014)	(31/10/2014)	
IPCA (%)	6,25	6,45	6,25	6,32	☹
Taxa de câmbio (R\$/US\$)	2,35	2,45	2,5	2,55	☹
Selic (%aa)	11	11	11,75	12	☹
DLSP (% do PIB)	34,89	35,25	35	35,8	☹
PIB (%aa)	0,79	0,24	1,2	1	☹
Produção Industrial (%aa)	-1,76	-2,17	1,7	1,42	☹
Conta Corrente (US\$ bi)	-81,65	-81	-75,95	-75	☺
Balança Comercial (US\$ bi)	2	2	8	7,24	☺
IED (US\$ bi)	60	60	56	60	☺
Preços Administrados (%aa)	5,05	5,15	7	7	☹

Fonte: Banco Central do Brasil, Boletim Focus.

A futura política econômica ainda não está claramente definida e as expectativas do mercado – sendo um reflexo do (des)contentamento atual – podem estar sujeitas a mudanças bruscas. Nesse contexto, quais são as mudanças que a economia brasileira poderia enfrentar?

O front externo deve mudar pouco. Mesmo com sinais positivos da economia dos EUA e a recuperação de algumas economias avançadas, outros países continuam apresentando desempenhos fracos: a previsão de crescimento para a UE recuou – especialmente para a Alemanha, e os emergentes não tem correspondido às expectativas de crescimento. A China cresce, mas cresce menos do que antes. O FED deve gradualmente redirecionar a sua política monetária em expansão reduzindo a imensa liquidez injetada no sistema desde a eclosão da crise financeira de 2008, enquanto que o Banco Central Europeu (BCE) continua a política de baixas taxas de juros e estímulo da economia. Quanto ao comércio internacional, pode-se apostar em uma melhora gradual no seu desempenho, mais pelo lado da redução das importações do que ampliação das exportações. É como uma economia que cresce e ajusta parcialmente seu setor externo, na falta de maior competitividade internacional. A política externa brasileira nos próximos quatro anos deverá permanecer pouco impulsiva em relação à construção

de uma integração regional e em relação à uma maior participação unilateral do Brasil na economia mundial, independentemente de suas ligações ao falido Mercosul.

Internamente, as mudanças virão pelo lado fiscal, com a necessidade de ajustes fortes para equilibrar as contas públicas. Pouca coisa de fato poderá mudar em termos de política monetária e cambial. A maior novidade virá do lado fiscal, nas duas pontas: aumento de arrecadação e redução de gastos. Mais na primeira do que na segunda, pois é mais fácil, embora seja a mais errada das estratégias fiscais. Os principais objetivos declarados do governo reeleito são a busca pelo crescimento econômico, a manutenção da política de redistribuição de renda e o controle inflacionário. Tendo em vista que o modelo de crescimento baseado em consumo e expansão de crédito já se encontra esgotado e não há nada concreto na mesa em termos de planos de crescimento econômico, nenhuma expectativa de crescimento se sustenta para 2015, ainda mais se levados em conta que 2015 poderá ser um ano de ajuste fiscal. Na verdade o governo não sabe o que fazer. Está sem projeto estruturante e os objetivos anunciados já nasceram mortos.

Três cenários macroeconômicos para os próximos 14 meses

Em termos macroeconômicos, 2015 será ser um ano dominado pela necessidade de ajustes fiscais, mas tudo depende do grau de concessão que Dilma terá que fazer para continuar governando com uma base parlamentar fraca e, pior, em enfraquecimento. Para avaliar diferentes possibilidades de trajetórias macroeconômicas apresentamos três simulações (cenários) realizadas com a ajuda de um modelo econométrico desenvolvido pela equipe técnica da Análise Mensal. O modelo é o mesmo utilizado em outros números da análise mensal, com algum ajuste marginal para melhorar a acuracidade das previsões, sem alterar a estrutura básica. Na versão atual substituímos as variações mensais do IBC, por variações acumuladas em 12 meses e adicionalmente realizamos algumas correções nas defasagens das variáveis exógenas para obter melhor ajustamento. O modelo de previsão utiliza a metodologia VAR/VEC a partir de séries de frequência mensal que cobrem o período de janeiro/2004 à setembro/2014 com previsões para o período outubro/2014 a dezembro/2015. As variáveis que necessitaram foram dessazonalizadas e algumas foram usadas em nível. O modelo realiza projeções de quatro variáveis endógenas: IPCA, Selic, IBC¹ e câmbio. As variáveis exógenas incluem: índice de preços de commodities, rendimento do trabalho do setor privado, utilização da capacidade produtiva,

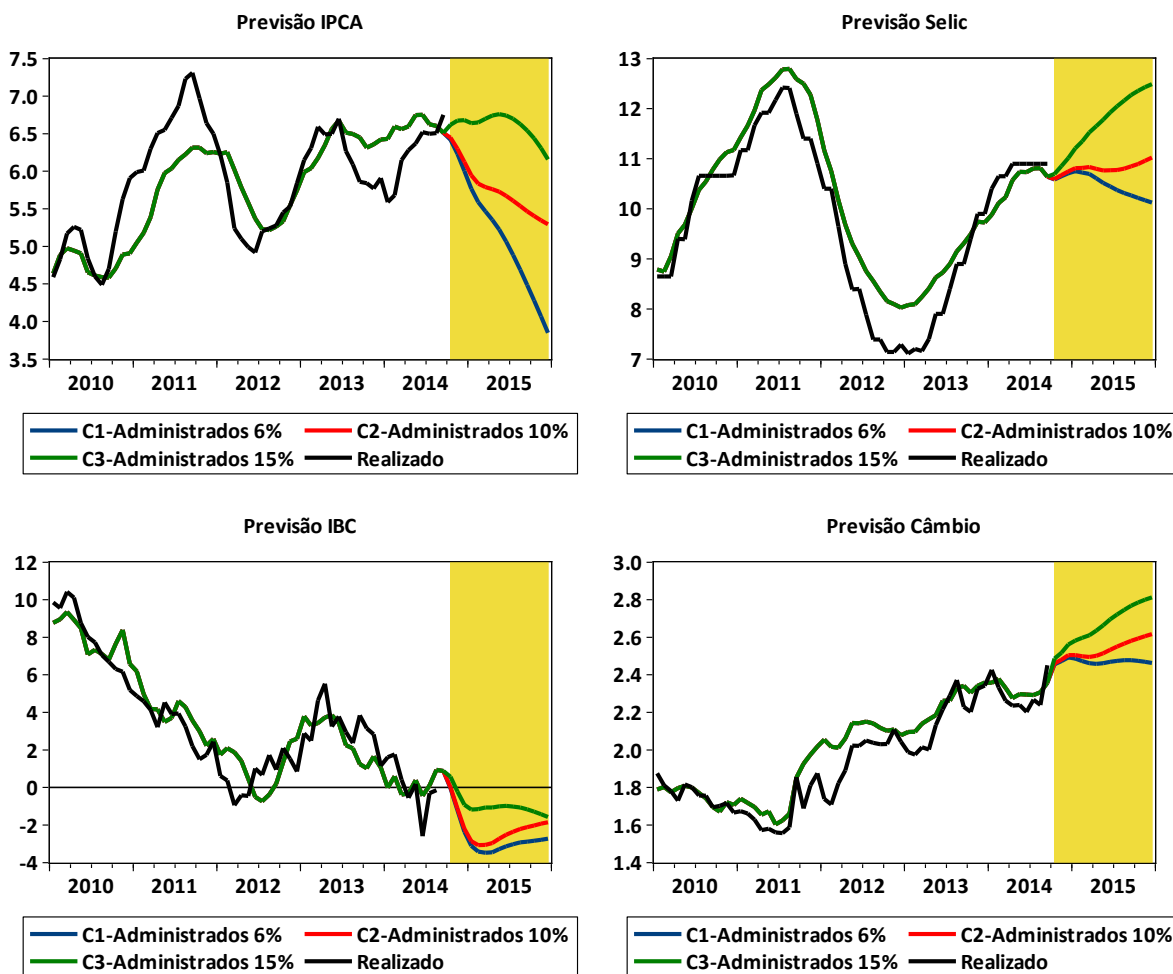
1 IBC – Índice de atividade econômica do Banco Central do Brasil. Nas projeções anteriores utilizou-se variação do mês. A partir desta Análise Mensal, passamos a projetar o IBC acumulado em 12 meses, que captura melhor a tendência de médio prazo do indicador.

índice de confiança do consumidor e vendas no varejo, resultado primário do governo, preços monitorados, risco país. Os resultados são mostrados no gráfico 1 e a posição no final do cenário, em dezembro/2015, na tabela 2 ao final.

Para elaborar os cenários as principais variáveis exógenas citadas projetam a tendência atual até dezembro de 2015 assumindo-se seus valores médios passados observados nos últimos três meses, com algum ajustamento para mais ou para menos de forma a incluir tendências a partir de outubro de 2014. A configuração básica comum nos três cenários é de um aumento do salário real igual a 2%aa, um índice de confiança do consumidor estável em 110, juros americanos de curto prazo de 0,25%aa e inflação nas commodities de 6,6%aa, um déficit primário de -1,5% do PIB, e um déficit de transações correntes de US\$ 72,0 bilhões e prêmio de risco do 300 pontos bases (atualmente está em 214). Tendo em vista a grande possibilidade de ajuste fiscal para 2015, nas duas pontas, arrecadação e despesas, assumimos que os cenários se diferenciam apenas pela variação anual acumulada de preços monitorados, basicamente formados por tarifas públicas como gasolina, energia, transporte coletivo urbano e outros. No **cenário 1** (azul) o índice de preços administrados aumenta 5% no acumulado dos próximos 12 meses, no **cenário 2** (vermelho) o índice aumenta 10% em 12 meses e por fim no **cenário 3** (verde) aumenta 15%. O reajuste é distribuído dentro dos 12 meses, onde o peso maior ocorre nos primeiros meses da projeção capturando a idéia de que as medidas começariam a surtir efeito nos primeiros meses de 2015, com pesos a partir de então decrescentes. O efeitos do ajuste fiscal em termos mais globais é capturado pela variável exógena RPSP (resultado primário do setor público como proporção do PIB), o qual está atualmente em -0.5% (superávit) sendo que o projetado é de -1.5%. Prevê-se portanto um aumento do superávit primário como forma de combater os desequilíbrios herdados de 2014. Os cenários se diferenciam, portanto, apenas pelo percentual de variação dos preços administrados, uma vez que este parece ser o principal canal de ajuste das contas do governo em 2015. De uma forma não plena, captura o esforço que provavelmente o governo fará para aumentar a arrecadação como estratégia de organizar as finanças públicas.

Como se pode observar, em termos gerais todos os cenários apontam para uma queda no nível de atividade econômica, indicando que 2015 será um de recessão, e não apenas estagnação, como está defendendo o governo. A recessão poderá até mesmo ser pior do que as análises até o momento realizadas por outras instituições e analistas. A inflação está em queda e converge para a meta no longo prazo. Se não fossem os ajustes de preços administrados a convergência para a meta seria mais rápida. O governo deve contar com isso em 2015. O primeiro semestre implicará em mais inflação mas o choque é passageiro e a inflação tende a diminuir após os efeitos localizados no tempo, o que permitirá que o governo obtenha um pouco de alívio político na pesada carga que está lançando sobre a sociedade para realizar o ajuste de caixa. A taxa de câmbio segue uma trajetória de desvalorização do Real em relação ao dólar, podendo chegar à 2,81 no cenário 3.

Gráfico 1 – Cenários para IPCA, IBC, Selic e Câmbio



Fonte: UFPR – Análise Mensal

Tabela 2 – Expectativas e Projeções – até 2015m12

	Previsão		Previsão Hoje p/ 2015m12 Acum		
	Análise Mensal em 30/04/2014(1)	Previsão Focus 31/10/2014(1)	Cenário 1	Cenário 2	Cenário 3
IPCA (%)	4,6	6,25	3,85	5,3	6,16
Selic (%aa)	11,72	11	10,12	11,03	12,5
Taxa de câmbio (R\$/US\$)	2,6	2,35	2,46	2,62	2,81
PIB (%aa)		0,79	-	-	-
Produção Industrial (%aa)		-1,76	-	-	-
IBC (% acum 12m)	4,86	-	-2,73	-1,95	-1,57

(1) Previsão para 2015. Os cenários mostram resultados previstos acumulados até 2015m12.

Fonte: UFPR – Análise Mensal e Banco Central do Brasil.



Ajuste? Que ajuste: a mudança do *stop-and-go*?

Há um certo consenso de que 2015 será um ano de ajuste e que algumas medidas serão necessárias, porém, que tipo de ajuste será necessário e qual sua abrangência? No ambiente político, uma discussão importante (mais por suas implicações políticas do que práticas ou técnicas) é a implementação de mudanças institucionais para configurar um Banco Central mais independente. Adicionalmente discute-se que o país teria perdido o rumo do tripé da política econômica de metas de inflação – política monetária independente orientada por sistema de metas, orçamento equilibrado e câmbio flexível. O câmbio permaneceu flexível, mas sem sobressaltos. O tripé começa a mancar na perna da independência do Banco Central e na manipulação da política monetária (tese muito discutível), mas manquita mais ainda na perna fiscal, esta sim, completamente comprometida. Se o governo tem abandonado o tripé, é pela amputação da perna fiscal. Num nível mais profundo ainda, o país parece náu à deriva, sem projeto de desenvolvimento e sem visão de longo prazo.

No plano macroeconômico, a recente tendência de alta da taxa de juros Selic parece sinalizar a preocupação do Banco Central do Brasil em frear as expectativas de alta para a inflação e tentar redirecionar o ambiente de incerteza que se apresenta na condução da política monetária brasileira. O Banco Central de fato, segue na toada do sistema de metas que reza na cartilha. Por este caminho, ou perna, não há ajuste diferente do já esperado. Embora a alta dos juros possa parecer um retrocesso na trajetória de um ambiente de melhores condições para a retomada do crescimento econômico, algumas razões para tal conduta do Copom parecem fazer sentido, haja vista a busca por um grau de credibilidade perdida nos últimos anos.

O cenário que se desenha para 2015 é a necessidade de se implementar, corretamente ou não, um ajuste que reflita políticas econômicas recessivas tanto no plano monetário para conter as expectativas inflacionárias, mas mais ainda no plano fiscal. Políticas de ajuste não são novidades para a economia brasileira e o uso dos instrumentos de política econômica com o intuito de acomodar os choques são recorrentes no Brasil tendo em vista a fragilidade do ambiente econômico e político que predomina em nossa economia e sociedade.

Antes da implantação do Plano Real, não havia uma precisão a respeito do correto uso dos instrumentos de política econômica; uma das grandes críticas

no governo Sarney, por exemplo, era a imprecisão acerca do uso das políticas monetária e fiscal de forma coordenada. Situação diversa a partir dos anos 2000, onde houve um alinhamento no que diz respeito à coordenação entre as políticas fiscal e monetária com o uso do regime de metas de inflação e a Lei de Responsabilidade Fiscal.

No início do processo de estabilização inflacionária, com o advento do Plano Real, a busca pelo alcance de tal estabilidade pressupunha que as expectativas de queda na taxa básica de juros da economia desencadeariam um processo de aumento de investimentos por parte dos agentes econômicos e que um novo ciclo de crescimento seria factível diante de um cenário de credibilidade macroeconômica.

Diante da persistência inflacionária que se observa nos dias recentes, a necessidade de se implementar um ajuste parece um consenso no debate econômico. Todavia, não devemos restringir a discussão a mais um ajuste de curto prazo. Parece óbvio que nos momentos de saltos inflacionários o tema “ajuste” sempre parece ressuscitar. E o faz agora, no final de 2014, novamente. Agora um ajuste duplo é preciso: combater a inflação (de novo) e o desequilíbrio fiscal. A história macroeconômica parece não mudar.

Mas quais motivos nos levam a sempre promover ajustes de curto prazo?

Vários ajustes foram realizados na economia ao longo das três últimas décadas. Nos anos 1980, sem sucesso, para corrigir problemas inflacionários e dívida externa. Nos anos 1990 para combater a inflação e dar sobrevida ao Plano Real. Nos anos 2000 para reorientar a política macroeconômica e garantir o controle da inflação. Ajustes foram feitos ao longo dessas três últimas décadas e mais uma vez o dragão da inflação pede que mais um ajuste seja feito. Até quando o Brasil vai ficar corrigindo problemas do passado ao invés de fazer ajustes definitivos, estruturais e dar início à um período longo de crescimento sustentado e desenvolvimento econômico? O país se consome ao longo dos anos num processo político viciado que tolhe a energia da mudança de longo prazo. Roda em círculos, preso à uma dinâmica de ajustes macroeconômicos de curto prazo.

Ao longo da evolução da economia brasileira o país tem sofrido a síndrome do *stop-and-go*, ou seja, em repetidas ocasiões nos últimos 30 anos, ao mais leve sinal de que a inflação apresentasse perigo iminente, a autoridade monetária prontamente ministrava a terapia intensiva da política monetária contracionista a qual por sua vez deprimia a economia através da contenção da demanda, gerando recessão.

O que chama a atenção é a recorrente necessidade de se promover um ajuste na tentativa de se reestabelecer um equilíbrio macroeconômico perdido, diante das adversidades que se apresentam junto a economia brasileira. O que se vislumbra sempre é um ajuste de curto prazo com uma ausência das discussões acerca de um eventual ajuste de longo prazo. O ajuste que se ensaia para

2014 e 2015 não é diferente. O país avança pouco, comparado à outras nações e economias.

Pelos dados da Tabela 1, observa-se a desproporcionalidade da baixa taxa de poupança brasileira comparada com outros países e com a média mundial, ao longo das décadas de 1980, 1990 e 2000. A evolução das economias asiáticas no que tange ao desempenho da taxa de poupança constitui um parâmetro fundamental que pode explicar as elevadas taxas de crescimento naquele grupo de países. Mudanças na taxa de poupança podem refletir mudanças estruturais pelas quais passa uma economia em processo de desenvolvimento, como reformas no sistema de seguridade social, reforma tributária bem como o aumento da urbanização e a transição demográfica. Mas o Brasil parece ser incapaz de tais mudanças estruturais.

Tabela 1: Poupança Nacional (% PIB)

	Década de 1980	Década de 1990	Anos 2000
Brasil	20,2	16,4	16,8
América Latina	19,1	17,5	20,4
Leste Asiático	31,6	31,8	30,0
Mundo	21,8	21,7	21,0

Fonte: Banco Mundial

A tabela 2, por sua vez, traz uma nova comparação de dados entre a economia brasileira e alguns países selecionados ao longo do período 1980 – 2010. É perceptível que países com alta carga tributária exibem baixos níveis de investimento acompanhados de reduzidas taxas de crescimento econômico, para o período em consideração.

As informações contidas nas duas tabelas mostram que a baixa capacidade de poupança, associada a uma reduzida taxa de investimento com uma elevada carga tributária produziram um ambiente de baixo crescimento econômico, quando comparado a algum grupo de países. A necessidade de implementação de um ajuste vai além do horizonte de curto prazo, o que devemos chamar a atenção é a necessidade de um ajuste de longo prazo capaz de promover uma saída para que o país possa caminhar para uma trajetória de crescimento equilibrado.

Tabela 2: Indicadores selecionados (média 1980 – 2010)

País	Taxa de Crescimento	Taxa de Investimento	Carga Tributária
China	9,8%	37,8%	15,0%
Coréia	6,1%	29,0%	27,1%
Cingapura	6,5%	25,0%	-
Tailândia	6,0%	24,1%	-
Índia	5,8%	22,0%	16,0%
Malásia	5,9%	21,8%	-
Chile	5,0%	21,0%	22,0%
México	2,9%	19,3%	16,7%
Brasil	2,3%	18,0%	36,0%

Fonte: Banco Mundial

Um outro importante dilema que deve fazer parte do ajuste brasileiro é a necessidade de promoção de uma política clara de competitividade frente a indústria nacional. Hoje, o câmbio é uma variável chave na determinação de uma balança comercial superavitária, porém o mesmo representa um importante instrumento de controle inflacionário na medida que gera concorrência entre os bens comercializáveis no mercado internacional, inibindo internamente o aumento da inflação. Assim, a dupla importância do câmbio para dois objetivos antagônicos exige um ajuste de longo prazo que faça com que o país apresente uma menor dependência do câmbio na busca de uma balança comercial superavitária.

O caminho do ajuste deve pautar uma política de inovação tecnológica agressiva que possibilite ao país competir no mercado internacional por meio de bens de alto valor agregado. A iniciar de fato uma revolução educacional, como ocorreu em outros países. Tudo isso foi suspenso. Adiado mais desde 2013. Considerando 2013, 2014 e 2015, lá se vão três batendo cabeça, sem saber para onde ir.

Ajustes fiscais agora são necessários, todavia não devemos nos iludir com mais um ajuste de curto prazo. Na ausência de ajustes de longo prazo, o país continuará com o chamado *Stop-and-go*. Mais *stop*, que *go*!

