

Será Que Não Existem Boas Notícias na Tumultuada Cesta de Resultados da Economia Brasileira Neste Final de 2015?

Pode parecer estranho que façamos essa pergunta num momento, como o atual, em que o acúmulo de resultados ruins alimenta expectativas negativas e traz desânimo para os agentes econômicos e, particularmente, para os analistas da cena brasileira. De fato, o noticiário cotidiano é pródigo na divulgação de dados e previsões econômicas no mínimo preocupantes. E desanimadoras. Particularmente preocupante é o fato de serem bem fundamentadas, de modo geral.

E, no entanto, pelo menos dois aspectos chamaram nossa atenção como sendo, se não positivos, pelo menos atenuantes do grave quadro em que estamos. Nesse sentido, são notícias boas, embora requeiram certa qualificação.

O primeiro aspecto diz respeito ao fato de que a crise não tem natureza externa, como em tantos outros episódios do passado. As perspectivas de financiamento em moeda estrangeira, fonte de preocupação há não muito tempo, passaram a segundo plano — em que pese a possibilidade de o banco central dos EUA começar a subir a taxa básica de juro ainda no corrente ano. A recuperação dos saldos comerciais — fruto mais da contração das importações devido à recessão do que à expansão das exportações — tem contribuído sobremaneira para a redução do déficit em conta corrente deste e do próximo ano. O regime de câmbio flutuante tem funcionado bem, não apenas no tocante às sinalizações transmitidas ao mercado de bens, mas também como amortecedor de desequilíbrio financeiro nos mercados de ativos. Registre-se, aliás, a rapidez com que os ajustes se têm processado.

O segundo aspecto diz respeito às expectativas de inflação. Isso porque, embora as expectativas de mercado para 2016 estejam em alta, tendo em poucos meses passado de 5,4% para 6,5%, elas não parecem estar desancoradas. De determinado analista de mercado que nos visitou recentemente ouvimos a argumentação de que no momento o mercado espera algo não muito diferente da média dos últimos dezesseis anos, uma vez que de 1999 a 2014 a inflação média medida pelo IPCA foi de 6,63% ao ano. E somente num único ano a taxa observada de inflação ficou significativamente abaixo da meta de 4,5%. Em poucas palavras, o que se espera não é muito diferente do que experimentamos na média do período de vigência do regime de metas de inflação.

Isso nos parece especialmente relevante quando se leva em conta que neste ano a alta do IPCA provavelmente atingirá dois dígitos; que nossa moeda experimentou nos dois últimos anos, mas especialmente em 2015, uma das maiores desvalorizações da história; e que ainda há nas projeções um importante componente de inflação corretiva de preços administrados, para não falar do possível impacto sobre os preços ao consumidor decorrente de aumentos de impostos.

Sobre a questão cambial, vale recordarmos o que ocorreu em seguida a algumas das grandes desvalorizações cambiais da nossa história — 1979, 1983 e 2002, por exemplo. Comparativamente a esses episódios, surpreende quão pouco se espera (de modo geral) que a aceleração da inflação deste ano se transmita à do próximo.

Por certo, nas discussões sobre essa questão da ancoragem das expectativas, não faz sentido deixar de ressaltar o tamanho da recessão de 2015-2016, na qual se espera queda acumulada da ordem de 6% do PIB no biênio. Além disso, os juros reais continuam muito elevados, seja quando medidos pela SELIC, seja quando aferidos pela taxa dos *swaps* de 360 dias, descontada a inflação esperada. Taxas reais de juro da ordem de 7,5 a 8,0% não são pouca coisa.

Ainda que existam reajustes de preços administrados à frente, que o efeito da desvalorização não se tenha exaurido, e que o aumento de impostos com impacto direto sobre os preços provavelmente vá ocorrer (CIDE, por exemplo), a elevação do hiato do produto e, especialmente, a deterioração esperada do mercado de trabalho — onde as previsões da queda de emprego e renda podem estar sendo subestimadas por boa parte dos analistas — irão ter impacto sobre a inflação de serviços no próximo ano. Em particular, a demanda doméstica, que incide desproporcionalmente sobre serviços, continuará em queda forte e colocará um freio na elevação dos preços. Natural, portanto, que, de algum modo, os agentes econômicos levem tudo isso em conta ao formar suas expectativas de inflação para o próximo ano.

Excessivo otimismo? Pensamento desejoso? Talvez. Mas o fato de que as expectativas de inflação para o próximo ano não se tenham descolado muito do desempenho dos últimos anos pode realmente refletir alguma ancoragem, mesmo que ainda longe da meta. De qualquer forma, é difícil imaginar que a meta será alcançada sem uma mudança de postura em relação ao histórico médio da autoridade monetária e, principalmente, sem que o governo como um todo dê ao Banco Central condições fiscais que o permita perseguir seu principal objetivo. O mercado, como se sabe, não espera que a convergência para a meta ocorra nem mesmo no final do atual período de governo.

Dito isso, as demais seções desta edição do Boletim apresentam os seguintes destaques:

- A previsão para o crescimento do PIB neste ano é de 3,3% de queda. Para 2016 espera-se redução de 3,0%, o que, se concretizado, configura uma recessão só superada pelas de 1981-83 e de 1989-92. Na primeira o PIB diminuiu 8,5% do 1º trimestre de 1981 ao 1º trimestre de 1983, e na segunda caiu 7,7% do 3º trimestre de 1989 ao 1º trimestre de 1992. As previsões trimestrais, por sua vez, apontam para quedas de 1,2% no terceiro trimestre deste ano e de 1,0% no quarto, na métrica dessazonalizada. A queda no terceiro trimestre deste ano em relação ao mesmo de 2014, em particular, ocorre em quase todos os componentes da demanda agregada, exceto consumo do governo e exportações. Pelo lado da oferta, taxas positivas ocorrem na agropecuária, aluguéis e, em menor medida, administração pública. ([Seção 1](#))
- Depois de caírem no terceiro trimestre, os indicadores das expectativas dos agentes econômicos mostram, ao início do quarto trimestre, continuidade da tendência de aumento do pessimismo dos consumidores, mas uma ligeira melhora entre as empresas. A melhora resulta da evolução favorável dos indicadores do Setor de Serviços e, principalmente, da Indústria, pois no

Comércio e na Construção persiste o pessimismo. O resultado da Indústria em outubro pode indicar algum alento em relação ao clima fortemente recessivo dos três primeiros trimestres deste ano. [\(Seção 2\)](#)

- A análise do desempenho do mercado de trabalho destaca a piora ocorrida neste ano, quando a taxa de desemprego medida pela PNAD deve fechar em 9% no quarto trimestre. A situação não irá melhorar no próximo ano: o desemprego prosseguirá em tendência de alta a partir de janeiro, podendo encerrar 2016 em 11,5%. Apesar disso, a renda média pesquisada pela PNAD Contínua Mensal não vem apresentando queda significativa quando medida em termos de médias móveis de 12 meses. De fato, o crescimento da renda média real vem se situando bem próximo de zero. Os últimos trimestres de 2015 mostram, de maneira surpreendente, que a renda nominal não está se desacelerando significativamente, seguindo uma tendência que contrasta com o forte aumento do desemprego desde o início de 2015. [\(Seção 3\)](#)

- Na análise da inflação nossos analistas destacam que um mês e meio depois de interrompido o ciclo de desvalorização cambial — que, entre julho e setembro, encareceu a moeda americana em 25% —, o ritmo de alta dos preços ao produtor começa a ceder, retratando a mudança de trajetória do dólar. Na primeira prévia de novembro, a taxa de variação do IPA recuou para 1,73%, ante 2,36%, em outubro. Ainda que a desaceleração seja percebida em quase toda a estrutura do índice, o impacto é mais evidente nas matérias primas brutas, parcela do IPA com maior sensibilidade ao câmbio. Pensando em 2016, e no que diz respeito aos alimentos, é possível projetar uma alta de 8%, menor que os 10% projetados para este ano. Com pressão oriunda do câmbio de menor magnitude que a de 2015 e sem a ameaça de repasses defasados, os alimentos poderão contribuir para a desaceleração do índice geral. [\(Seção 4\)](#)

- A análise da política monetária aborda o tema das expectativas de inflação para o próximo ano e parte da constatação de que o quadro recessivo neste ano e no próximo, via impactos no mercado de trabalho, tem gerado expectativas de que a inflação vai diminuir. Existem ainda outros fatores em jogo, como uma possível apreciação do câmbio, que em parte dependem da credibilidade das autoridades monetárias. Mas, dada a piora dos números fiscais deste ano e as dificuldades enfrentadas para corrigir esse quadro, as expectativas de inflação para o próximo ano começaram a piorar, piora para a qual contribui também o comportamento dos preços administrados. Um cenário possível é que, nessas condições, o papel das expectativas venha a neutralizar parte dos efeitos da recessão sobre a inflação de 2016. [\(Seção 5\)](#)

- Na análise da política fiscal destaca-se a questão da conta de juros nominais. O resultado nominal acumulado de janeiro a setembro foi deficitário em 9,7% do PIB, dos quais 9,51% do PIB correspondem à conta de juros nominais e apenas 0,2% ao déficit primário. O objetivo da seção, a partir desses resultados, é o de avaliar a composição e evolução desses juros. Na conclusão, destaca-se que a composição dos juros nominais se diversificou muito nos últimos anos. Além disso, dada a forte desvalorização do real e as perdas com as operações de *swap* cambial, o peso dessas operações no total de juros nominais já se equipara ao dos juros indexados à SELIC e a índice de preços, e aos juros de pré-fixados. [\(Seção 6\)](#)

- Nossa analista do desempenho do setor externo enfatiza a evolução dos saldos comerciais e, especialmente, o possível impacto da desvalorização cambial sobre as exportações. Ela nota, em

particular, que desde agosto deste ano o índice da taxa de câmbio real efetiva, deflacionado pela paridade medida pelos índices de preços ao consumidor, tornou-se desvalorizado em relação à base de janeiro de 1999, algo que não ocorria há dez anos. Mas a desvalorização afeta as exportações setoriais de formas distintas. Para a agropecuária e para a extrativa, em que o custo da estocagem é alto uma vez colhido ou extraído o produto, o volume exportado continua a aumentar mesmo com a queda nos preços das *commodities*. Na indústria, em que o preço é formado no mercado doméstico, o câmbio é fator de competitividade. Ao fim e ao cabo, os resultados quando às exportações de manufaturados não tem sido otimistas até o presente: entre 22 setores da indústria de transformação, apenas nove registram crescimento em relação a 2014, no acumulado até outubro, com destaque para aqueles setores intensivos em *commodities*. [\(Seção 7\)](#)

- O Panorama Internacional analisa, uma vez mais, o futuro da política monetária nos EUA. Observações de membros do Comitê de Mercado Aberto do Fed apontam para uma taxa de inflação convergindo para 2,0% ao ano, que é o nível das expectativas de longo prazo prevalentes há mais de 15 anos. Mas existe também a hipótese de que as expectativas de longo prazo se desloquem para menos de 2,0%. O fato de as taxas implícitas de inflação para o período de cinco anos que virá após os próximos cinco terem cedido nos dois últimos anos sugere ser esta uma possibilidade não descartável. Em qualquer dos dois casos, o Fed terá razões de sobra para ajustar muito lentamente a taxa básica de juro, uma vez promovido o tão discutido *lift-off*, ou seja, depois de o juro deixar para trás seu patamar mínimo. [\(Seção 8\)](#)

- O Observatório Político, de autoria do Prof. Octavio Amorim Neto, da EBAPE/FGV, trata das pressões que vêm sendo exercidas sobre a Presidente no sentido de alterar o curso da política econômica pela troca do titular da Fazenda. Uma das motivações para a mudança de curso seria o receio de que a economia não se recupere e o governo sofra extensa derrota “nas eleições municipais de 2016, o que será a antessala para a derrota na sucessão presidencial de 2018”. [\(Seção 9\)](#)

- A seção Em Foco, finalmente, é de autoria de Claudio Considera, Juliana Cunha e Silvia Matos. Nela os autores apresentam pela primeira vez para um público amplo o Monitor do PIB elaborado no IBRE. O Monitor é um indicador de periodicidade mensal, de abrangência nacional e de reduzida defasagem, criado com o objetivo de termos um indicador antecedente mensal para o PIB agregado. Ele contempla os 12 setores da atividade e as aberturas pelo lado da demanda das Contas Nacionais. [\(Seção 10\)](#)

Boa leitura!

Regis Bonelli, Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos

1. Atividade Econômica

Economia Vai Passar Por Contração de 3,3% Neste Ano e de 3,0% no Próximo

A dinâmica recente dos indicadores de volume de vendas no comércio e do mercado de trabalho, assim como a manutenção dos índices de confiança em patamares substancialmente baixos, sugere que a contração do consumo das famílias se acentuará ao longo do quarto trimestre deste ano e permanecerá em terreno negativo ao longo de 2016. Esse fator, somado à esperada retração dos investimentos por causa da deterioração do balanço das empresas em 2015 e da perspectiva de piora no mercado de crédito bancário, levou à revisão da expectativa de contração da economia em 2016 para 3,0%. Para 2015, esperamos uma contração de 3,3%. A tabela 1 resume os principais indicadores.

Tabela 1: Taxas de Crescimento do PIB

Atividades	2015/2014	2016/2015
Consumo das famílias	-3.4%	-3.2%
Consumo do governo	-1.6%	-1.5%
Formação bruta de capital fixo	-11.8%	-10.2%
Exportação	4.1%	2.2%
Importação	-13.7%	-14.0%
PIB	-3.3%	-3.0%
Agropecuária	2.1%	1.6%
Indústria	-6.1%	-6.0%
Extrativa	5.6%	0.5%
Transformação	-9.9%	-9.5%
Construção civil	-7.0%	-5.9%
Eletricidade	-6.0%	-0.4%
Serviços	-2.0%	-1.6%
Comércio	-8.2%	-7.7%
Transporte	-7.0%	-8.7%
Serviços de informação	1.3%	2.5%
Intermediação financeira	0.2%	0.1%
Outros serviços	-2.7%	-2.3%
Aluguéis	3.1%	3.8%
Administração pública	-0.2%	0.4%

Fontes: IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV

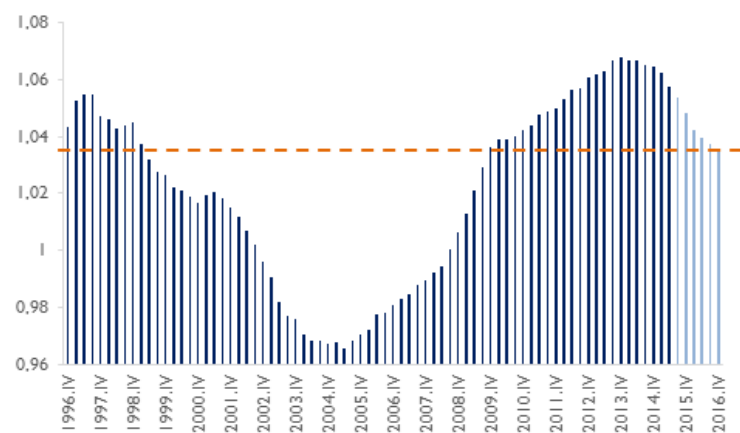
Pela perspectiva da oferta, a revisão se concentra no setor de serviços. Dentro das atividades de serviços, a contração atingirá comércio, transportes e outros serviços. Intermediação financeira e administração pública devem apresentar crescimento positivo, mas ainda muito baixo, enquanto serviços imobiliários e de informação devem manter suas taxas vegetativas de crescimento.

A indústria permanece em expressiva contração, explicada pela série de dados que indicam níveis elevados de estoques para a atividade. Em particular, a perspectiva de piora na concessão de crédito tende a prolongar o processo de ajustamento da demanda por bens duráveis, mantendo a taxa de crescimento da produção industrial em terreno negativo. Somado a esse efeito, a menor demanda do setor imobiliário contribui para a baixa produção de insumos da construção civil ao longo do próximo ano. O ajuste do mercado de trabalho ainda está em processo, de modo que seus efeitos sobre a atividade econômica e o crédito ainda não estão totalmente materializados nos dados: contrações adicionais ainda acontecerão.

A piora na atividade de comércio, por sua vez, está relacionada com a expressiva deterioração das importações. Apesar da intensa depreciação cambial esperada para este ano e para o próximo, o fator determinante dessa projeção é a queda dos investimentos e da produção industrial, reduzindo a absorção doméstica. A redução das importações projetada para este ano é a maior desde 1999. A do próximo ano também. Essas duas taxas, acumuladas, indicam que a absorção doméstica da economia brasileira cairá ao nível observado em 2009, como mostra o Gráfico 1.

Além da queda das importações, muito associada à piora dos investimentos, chama a atenção o recuo expressivo do consumo das famílias, tanto neste como no próximo ano. Cumulativamente, o consumo deve cair mais de 6% no período. Parte da contração esperada para 2016, de 3,2%, é carregamento estatístico da intensa queda de 2015 (3,4%): se concretizados os números esperados para o terceiro e quarto trimestres de 2015, o carregamento estatístico do consumo das famílias em 2016 será de contração de 1,8%.

Gráfico 1: Demanda Interna (acumulada com preços constantes de 1995 em 4 trimestres em relação ao PIB com preços constantes de 1995 acumulado em 4 trimestres)



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

O carregamento estatístico do PIB para 2016 também será significativo. Os números indicam que ele estará por volta de -1,7%. Logo, a contração esperada de 3,0% é compatível com uma média de taxas de crescimento, ao longo de 2016, de -0,4%. Mantida esta tendência, o carregamento estatístico de 2017 também deve ser levemente negativo, de -0,4%. Contudo, esperamos alguma recuperação da atividade econômica ao longo de 2016, de modo que o crescimento esperado para 2017 é de 0,9%.

Terceiro trimestre – Como mostra a Tabela 2, com os números do Monitor¹ do PIB, a contração da indústria no terceiro trimestre deste ano deve ser mais intensa do que a da atividade de serviços. Esperamos que a geração de valor da atividade de produção de serviços industriais de utilidade pública tenha permanecido estável, mas que todas as outras atividades industriais tenham se contraído. Do lado da demanda, a contração do terceiro trimestre é puxada pelo consumo das famílias e pelo investimento, com forte redução das importações. Desse modo, a história do terceiro trimestre para a economia pelo lado da demanda deve ser a história da economia ao longo de todo o próximo ano. Do lado da oferta, esperamos uma inversão: o volume de produção do setor industrial deve se estabilizar num patamar baixo, enquanto o setor de serviços, sofrendo a continuidade da deterioração do mercado de trabalho, ainda deve se contrair substancialmente ao longo dos próximos trimestres.

¹ Para o relatório completo do monitor, acessar o site <http://portalibre.fgv.br/>.

Tabela 2: Taxas Interanuais de Crescimento, Segundo o Monitor do PIB

Atividades	3T2015/3T2014	3T2015/2T2015
Consumo das famílias	-4.3%	-0.9%
Consumo do governo	1.5%	1.1%
Formação bruta de capital fixo	-14.2%	-5.7%
Exportação	1.0%	-2.2%
Importação	-22.6%	-8.4%
PIB	-4.3%	-1.2%
Agropecuária	2.0%	-0.1%
Indústria	-9.4%	-2.3%
Extrativa	4.6%	-0.2%
Transformação	-13.2%	-4.7%
Construção civil	-13.2%	-3.5%
Eletricidade	-2.6%	-1.5%
Serviços	-2.8%	-0.5%
Comércio	-10.1%	-2.3%
Transporte	-6.9%	-1.1%
Serviços de informação	0.3%	0.2%
Intermediação financeira	-1.2%	1.0%
Outros serviços	-3.9%	-1.6%
Aluguéis	3.6%	1.5%
Administração pública	0.9%	0.8%

Fonte: IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV

Silvia Matos e Vinícius Botelho

2. Expectativas de Empresários e Consumidores²

Luz no Fim do Túnel?

Depois de caírem ao longo do trimestre anterior, os indicadores que medem as expectativas dos agentes econômicos mostram, ao início do quarto trimestre, continuidade da tendência de aumento do pessimismo dos consumidores e uma ligeira melhora entre as empresas.

A alta da confiança empresarial em outubro decorreu de evoluções favoráveis dos indicadores do Setor de Serviços e, principalmente, da Indústria.³ (No Comércio e na Construção persiste a escalada de pessimismo).

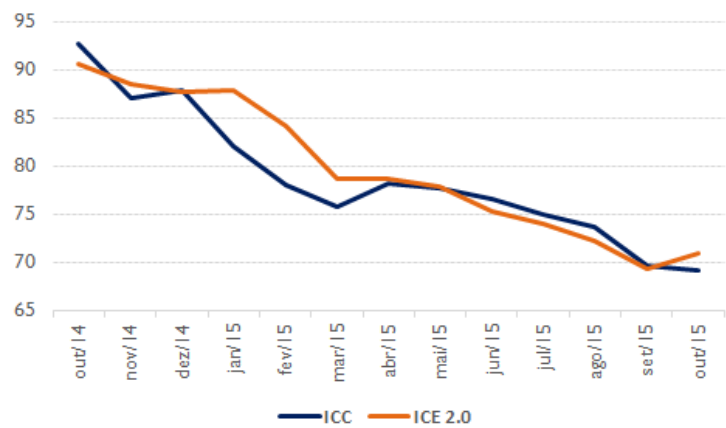
² O autor agradece a colaboração de Vitor Vidal Velho.

A alta do Índice de Confiança de Serviços (ICS) em outubro pode ser interpretada como uma acomodação, após forte queda no mês anterior, exibindo um aumento da volatilidade possivelmente associado às incertezas do ambiente político. Em médias móveis trimestrais, a queda do ICS persiste e chega a ser mais intensa que a observada nos outros setores. Há que se esperar um pouco mais por um resultado realmente favorável neste setor.

Na Indústria, a alta de outubro resultou na relativa estabilização do ICI em médias móveis trimestrais (-0,2%), algo que não ocorria desde o início do ano. Uma análise desagregada da Sondagem do setor revela sinais de aceleração produtiva na virada do trimestre, embora a resiliência do pessimismo no horizonte mais longo, de seis meses, sugira cautela e, novamente, mais tempo para se falar em uma inversão consistente de tendência.

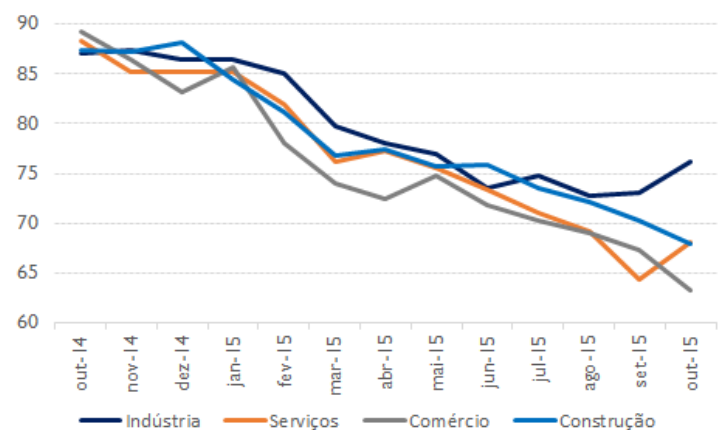
Entre os sinais favoráveis do setor nos últimos meses está a gradual recuperação dos indicadores que medem o grau de satisfação com a demanda externa, um reflexo da desvalorização cambial e seu impacto sobre a competitividade do setor dentro e fora do país. A despeito de fatores que vêm atenuando este impacto – como a pressão de custos causada pela aceleração dos preços administrados e o crescimento mais lento que esperado dos mercados emergentes em 2015 –, percebe-se aceleração da substituição de importações, mais notadamente de intermediários e, no *front* externo, aumento da confiança das empresas francamente exportadoras.

Gráfico 2: Índices de Confiança do Consumidor e Empresarial*
(Índices de base média dos últimos 5 anos =100, com ajuste sazonal)



* Agregação, por pesos econômicos, dos índices de confiança da Indústria, Serviços, Comércio e Construção na CNAE 2.0. Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 3: Virada na Indústria? (Índices de confiança empresarial na CNAE 2.0, padronizados, com ajuste sazonal)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

³ A partir desta edição do Boletim Macro do IBRE, os números das sondagens empresariais passam a ser apresentados e analisados na versão atualizada, regida pelo sistema de classificação setorial CNAE 2.0.

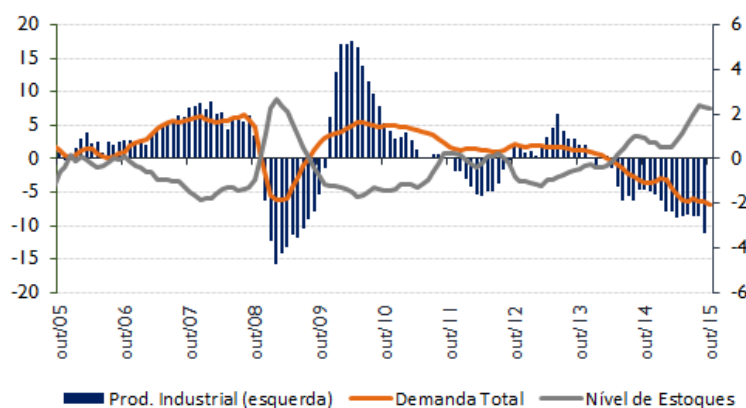
A segunda boa notícia é a diminuição da proporção de empresas com estoques excessivos pela primeira vez desde janeiro passado, como mostra o Gráfico 4. Embora persista uma situação de desequilíbrio, se consideradas referências históricas do setor, o movimento na margem parece já ter contribuído para a melhora das expectativas em relação à produção no curtíssimo prazo, resultado que sinaliza números menos negativos para a produção física no último trimestre do ano.

No caminho inverso, merece destaque o fato de que o pessimismo industrial continua aumentando no horizonte de seis meses, sugerindo que o setor não está muito seguro quanto à sustentabilidade de uma eventual aceleração produtiva no quarto trimestre.

O resultado da Sondagem Industrial de outubro trouxe alento em relação à possibilidade de atenuação do clima fortemente recessivo observado nos três primeiros trimestres deste ano. Os sinais iniciais, no entanto, carecem de confirmação e dependerão principalmente de uma reação, hoje ainda incerta, do consumo das famílias, que vem caindo a taxas expressivas em 2015. Neste sentido, os indicadores de confiança do consumidor brasileiro não trazem notícias muito animadoras. A queda contínua nos últimos meses reflete a fase negativa do mercado de trabalho e a inflação em alta, fatores que podem limitar uma virada mais consistente da confiança nos próximos meses.

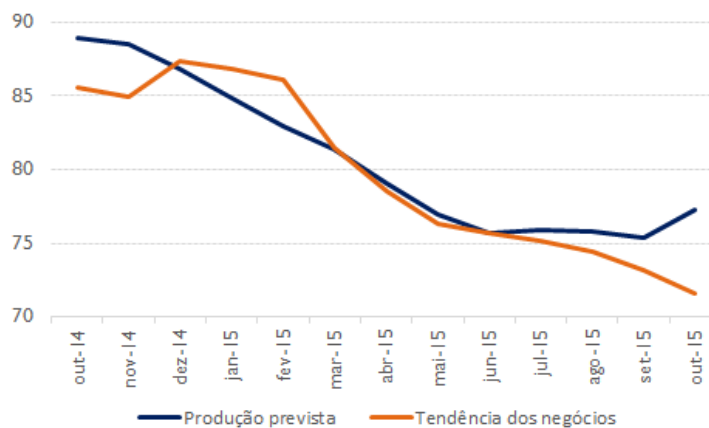
Gráfico 4: Indicadores de Demanda, Estoques e Produção Industrial

(Produção manufatureira no eixo esquerdo, como var. % interanual; demais indicadores no eixo direito, padronizados, com ajuste sazonal, médias móveis trimestrais)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 5: Expectativas para a Produção (3 meses) e Situação dos Negócios (6 meses) (Indicadores em pontos na CNAE 2.0, padronizados, dessazonalizados, médias móveis trimestrais)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

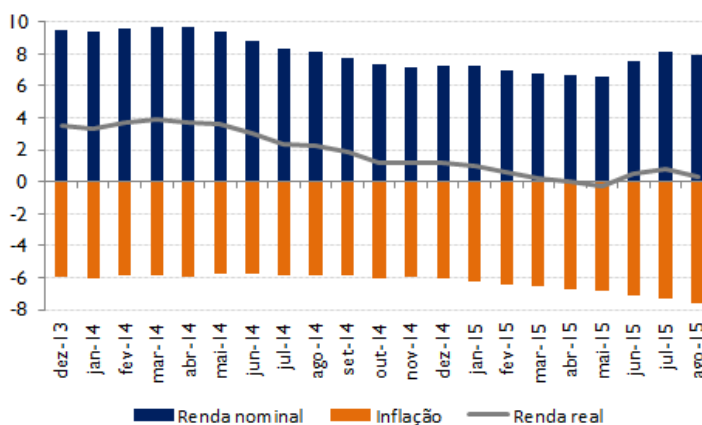
3. Mercado de Trabalho

Emprego Em Baixa, Mas Renda Resiste

O mercado de trabalho segue em tendência de piora, resultado da forte recessão de 2015, uma das piores dos últimos 25 anos. A taxa de desemprego medida pela PNAD deve fechar em 9% no 4º trimestre de 2015. Haverá leve melhora nas contratações temporárias no comércio e na indústria ao final de ano, resultante das maiores vendas sazonais de Natal, recuperando ligeiramente o nível de emprego entre novembro e dezembro. Entretanto, em função da continuidade do quadro recessivo, o desemprego prosseguirá em sua tendência de alta a partir de janeiro, podendo alcançar dois dígitos no próximo ano, e encerrar 2016 em 11,5%.

Há um importante fato a ressaltar no ajuste do mercado de trabalho. Contrariando nossas previsões, a renda média divulgada pela PNAD Contínua Mensal não está apresentando queda significativa e até mostra persistência no crescimento, sobretudo em termos nominais. O Gráfico 6 mostra que a renda nominal dos 12 meses até agosto registra alta de 7,9%. Tomando-se uma inflação implícita acumulada de 7,6% neste período (média dos 12 meses até agosto contra os 12 meses anteriores), a renda real apresenta crescimento praticamente nulo (0,3%).

Gráfico 6: Decomposição do Crescimento da Renda Média Real em Renda Nominal e Inflação (12 meses x 12 meses anteriores, %)



Fonte: Pnad Contínua/IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

Adicionalmente, os últimos trimestres de 2015 mostram, de maneira surpreendente, que a renda nominal não está se desacelerando significativamente, seguindo uma tendência que contrasta com o forte aumento do desemprego desde o início de 2015.

Recessões anteriormente enfrentadas (em 1999, 2003 e 2009) foram marcadas por forte queda da renda média real, que acompanhou a retração da atividade econômica. Dois fatores importantes podem explicar a resistência da renda real em 2015:

1) Aumento da formalização da economia ao longo dos últimos anos, tornando os salários mais rígidos, sujeitos a maiores encargos e obrigações trabalhistas e menos voláteis em relação às variações na atividade econômica. O empregador, dessa forma, acentuaria as demissões para compensar o fato de não conseguir cortar custos salariais dos trabalhadores empregados;

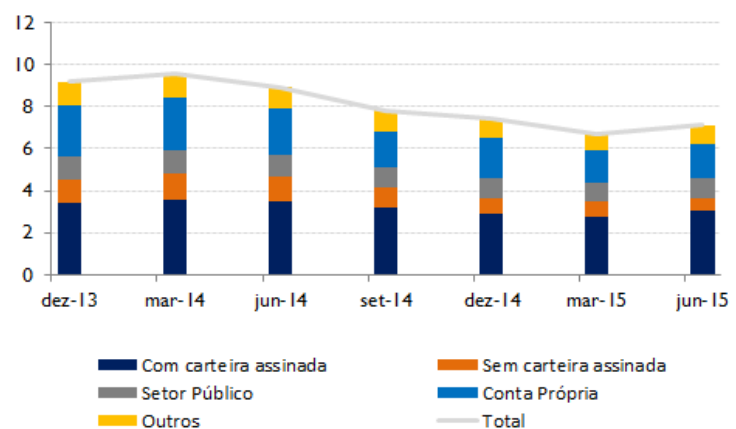
2) A política de aumentos do salário mínimo, com altas nominais acima do nível da produtividade. Em 2015, isto significa aumentos salariais simultâneos à queda do PIB, impedindo uma maior retração dos salários formais.

Esses fatores podem explicar o maior impacto da recessão sobre o nível de emprego do que sobre a renda.

Tais efeitos podem ser observados decompondo-se a variação da renda média nominal por vínculo empregatício. Como observado no Gráfico 7, as categorias de trabalhadores com carteira assinada e por conta própria foram as que mais contribuíram para o crescimento médio da renda total nos últimos meses, enquanto os sem carteira tiveram a maior queda na contribuição. O aumento da contribuição dos com carteira (3,1 pontos percentuais, pp, nos 12 meses até junho) deve-se à maior rigidez dos seus ganhos. A categoria dos empregados sem carteira, de maior flexibilidade, é a que concentrou a maior parte da desaceleração dos aumentos salariais nominais (a contribuição para o crescimento nominal da renda caiu de 1,2 pp para 0,6 pp nos 12 meses até junho, comparados aos 12 meses anteriores).

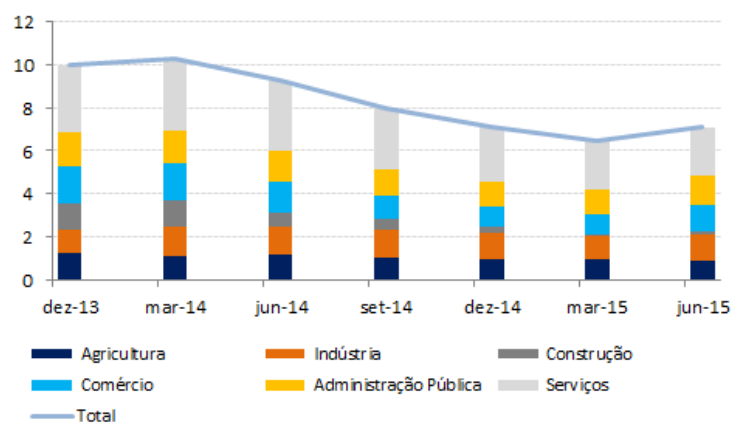
O setor dos trabalhadores por conta própria mostra um certo dinamismo em relação às demais categorias, crescendo fortemente em 2015, tanto pelo lado da População Ocupada (PO) como pela renda. O aumento das demissões do setor com carteira assinada é compensado pelo ingresso de mais trabalhadores conta própria, impedindo queda maior da PO. O aumento dos trabalhadores por conta própria também é resultado do crescimento do número de prestadores de serviços e trabalhadores autônomos em

Gráfico 7: Decomposição do Crescimento da Renda Média Nominal Por Vínculo (média de 12 meses, %)



Fonte: Pnad Contínua/IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 8: Decomposição do Crescimento da Renda Média Nominal Por Atividade (média de 12 meses, %)



Fonte: Pnad Contínua/IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

empresas, em relação aos quais o empregador incorre em menores encargos trabalhistas.

O Gráfico 8 mostra que o setor de serviços, devido ao seu particular dinamismo, foi um dos que mais impulsionaram o crescimento da renda nominal, contribuindo para a sua elevação com 2,3 pp nos 12 meses até junho. Como setor fortemente intensivo em mão de obra de trabalhadores autônomos, os serviços tenderam a absorver o excedente dos conta própria. O setor de serviços, com perspectivas de expansão, tornou possível não só acomodar maior contingente de trabalhadores, como impedir maior desaceleração da renda média da economia, cada vez menos dependente das vendas da indústria e de investimentos em construção civil.

Tiago Cabral Barreira e Rodrigo Leandro de Moura

4. Inflação

Desdobramentos do Repasse Cambial

Um mês e meio depois de interrompido o ciclo de desvalorização cambial que, entre julho e setembro, encareceu a moeda americana em 25%, o ritmo de alta dos preços ao produtor começa a ceder, retratando a mudança de trajetória do dólar. Na primeira prévia de novembro, a taxa de variação do IPA recuou para 1,73%, ante 2,36%, em outubro. Ainda que a desaceleração seja percebida em quase toda a estrutura do índice, o impacto é mais evidente nas matérias primas brutas, parcela do IPA com maior sensibilidade ao câmbio. A soja, principal *commodity* agropecuária, teve sua taxa reduzida de 7,32% para 0,93% entre as duas medições.

Os preços industriais também estão em desaceleração, mas o recuo é mais gradativo: a taxa passou de 1,95% para 1,76%. Uma das razões para a desaceleração dos preços industriais ser mais demorada do que a das *commodities* agropecuárias é a maior extensão da cadeia industrial. Enquanto os bens intermediários já mostram desaceleração, ao passarem de 2,24% para 1,91%, os finais ainda avançam, propagando pressões de custos formadas quando o câmbio subia.

Observando os percentuais acumulados em 12 meses, tem-se a impressão de que o repasse flui com facilidade na fase industrial da cadeia produtiva. Neste período, os preços dos bens intermediários elevaram-se 11,93%, enquanto os bens finais tiveram aumento médio de 10,05%. As atenções deslocam-se então para a etapa seguinte, o varejo.

Em condições normais de nível de atividade, os repasses acontecem mais depressa e se concluem primeiro na categoria dos alimentos. Com os demais bens não duráveis, o ciclo costuma ser maior, aumentando ainda mais quando se trata de duráveis. Em épocas de recessão, os ciclos tendem a se alongar, sobretudo no caso dos bens duráveis, de maior valor unitário e frequentemente vendidos a crédito.

A comparação entre preços de alimentos processados no IPA e no IPC indica que nesta categoria o repasse ocorre da forma normal. Nos últimos 12 meses, os preços na indústria subiram 9,33%. No varejo, a alta foi de 8,67%. Para os demais bens de consumo, os resultados não são homogêneos. Produtos de limpeza, por exemplo, estão com preços no varejo alinhados aos da indústria: 10,21% e 10,86%, respectivamente. Utilidades domésticas, segmento em que predominam bens duráveis,

ressentem-se da recessão, como seria de se esperar. A alta de preços na indústria totaliza 7,98% e chega a apenas 3,24% no varejo.

Essa rápida visão panorâmica dos desdobramentos da desvalorização cambial sugere que uma parcela majoritária do repasse aos preços de bens de consumo já se efetuou. Para os próximos meses, não há transmissão residual visível no caso dos alimentos. Os repasses remanescentes ficam por conta de uma ou outra classe de bens não duráveis e dos duráveis de maneira mais sistemática. A recessão atenua, mas não evita o impacto do câmbio sobre a inflação.

Pensando em 2016, é possível projetar para os alimentos alta de 8%, menor que os 10% deste ano. Com pressão oriunda do câmbio de menor magnitude que a de 2015, e sem a ameaça de repasses defasados, os alimentos poderão contribuir para a desaceleração do índice geral. Não se pode antecipar efeito análogo para os demais bens de consumo. Com repasses ainda represados, esta categoria poderá registrar em 2016 aumento de 5,5%, ligeiramente acima dos 5% projetados para o ano em curso.

Salomão Quadros e André Braz

5. Política Monetária

Política Monetária e as Expectativas de Inflação Para o Próximo Ano

O sério quadro recessivo, passível de se agravar em razão de eventual aprofundamento de seus efeitos sobre o mercado de trabalho, tem deixado em muitos a sensação de que a inflação tende a ceder. Hiato expressivo nos mercados de produto e de mão de obra seria importante fator de contenção da inflação no próximo ano.

Não há como pôr em dúvida esse raciocínio. Afinal, o canal tradicional por meio do qual opera qualquer política de combate ao crescimento de preços é justamente esse. Para trazer a inflação para baixo, costuma ser necessário reduzir o grau de utilização dos recursos da economia.

É preciso considerar, porém, a presença de dois outros fatores capazes de influenciar a trajetória da inflação. Dependendo do grau de credibilidade desfrutado pelas autoridades monetárias, eventual política restritiva costuma afetar favoravelmente as expectativas de inflação e promover certa apreciação da moeda doméstica no mercado de câmbio. Tais influências somam-se aos efeitos do aperto monetário sobre a atividade doméstica e ajudam a trazer a inflação para baixo.

No caso atual da economia brasileira há certo consenso de que, além de altamente impopular, o ritmo previsto de crescimento de preços para este ano se mostra excessivamente elevado. Parece desejável, portanto, que a inflação realmente se reduza em 2016.

No Boletim Macro do mês passado, deixamos clara nossa preocupação com os limites impostos pelo quadro presente à ação do Banco Central. Como dissemos na ocasião, eventual alta expressiva de taxa de juro poderia produzir resultados contrários aos normalmente obtidos, pois poderia agravar a percepção de risco país, gerando pressões adicionais altistas sobre a cotação do dólar, em prejuízo da inflação. A esse tipo de preocupação some-se o fato de que o quadro

recessivo já se mostra por demais severo para animar o BC a promover nova elevação de juro. E parece bem pouco provável que o governo como um todo visse com bons olhos eventual iniciativa do BC nesta direção.

O comunicado emitido pelo BC logo após a reunião do Copom de outubro parece compatível com o raciocínio acima expresso. Ao abrir mão de sinalizar a convergência da inflação para 4,5% no final de 2016, o BC optou por falar em convergência “no horizonte relevante da política monetária”. A nosso ver, solução inteligente para quem provavelmente se vê sem condições de assumir compromisso mais específico.

É notório que, uma vez constatadas a incrível piora dos números fiscais deste ano e as dificuldades enfrentadas para corrigir o quadro, as expectativas de inflação para 2016 começaram a piorar. Os 5,4% previstos na primeira metade de agosto viraram 6,5%, segundo a pesquisa Focus. As constantes revisões para cima acerca do comportamento dos preços administrados, neste e no próximo ano, agravam o problema, para não falar do impacto sobre as expectativas e sobre a própria inflação decorrente da alta recente do preço do dólar. Talvez ainda mais significativos sejam os efeitos das discussões em torno de eventual alteração do rumo da política econômica, particularmente no tocante à ameaça de volta à política de estímulo ao crédito.

Diante de tudo isso, é possível concluir pela alta probabilidade de o fator expectativas neutralizar pelo menos parte dos efeitos do quadro recessivo sobre a inflação do próximo ano.

José Júlio Senna

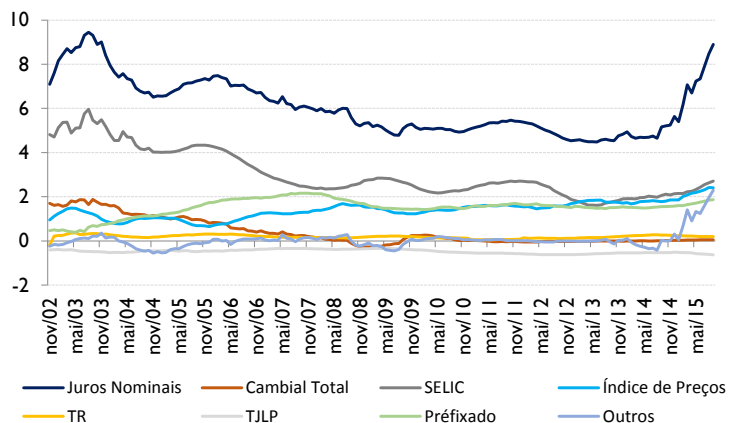
6. Política Fiscal

O Gasto Para Além do Primário: Decompondo a Conta de Juros Nominais

A dificuldade de o governo fazer resultados primários superavitários tornou-se o foco das crescentes preocupações com a crise fiscal. Menos atenção tem sido dada à conta dos juros nominais, que tem apresentado resultados cada vez mais preocupantes.

O resultado nominal acumulado de janeiro a setembro foi deficitário em 9,7% do PIB, dos quais 9,51% do PIB correspondem à conta de juros nominais e apenas 0,2% ao déficit primário. Entender a composição e a evolução desses juros é fundamental para traçar perspectivas de trajetória da dívida.

Gráfico 9: Juro Nominal por Indexador
(% do PIB, acumulado em 12 meses)



Fonte: BCB. Elaboração: IBRE/FGV.

O juro nominal incidente sobre a dívida líquida do setor público pode ser decomposto sob três óticas: (i) pelo resultado operacional, com o qual é possível verificar quanto do juro nominal decorre da inflação (atualização monetária) e quanto corresponde aos juros reais pagos; (ii) por esfera de governo; e (iii) pelos usos e fontes da necessidade de financiamento do setor público, ótica que permite decompor os juros nominais por indexadores da dívida líquida.

A análise da conta de juros pela ótica do resultado operacional se mostra cada vez mais relevante no momento atual, de inflação elevada. Porém, mesmo sendo importante notar que, desde o início deste ano, os juros nominais descontados da inflação voltaram a se descolar dos juros nominais totais, esta medida pouco informa quando se trata de compreender a composição da dívida líquida a partir dos juros pagos.

A análise dos juros nominais por nível de governo é importante para quantificar a participação de cada esfera federativa nos juros incidentes sobre a dívida líquida. Não é surpresa que mais de 80% dos juros nominais sejam pagos pelo governo federal.

Finalmente, no exame dos juros nominais por indexador, é possível identificar quanto de juros estão sendo pagos/recebidos por cada tipo de título e de operação, e no âmbito de que programas do governo. Na decomposição por indexador, observa-se que, de 2003 até o período imediatamente anterior à crise global de 2008 e 2009, os títulos indexados à Selic saem de um pico, no qual eram responsáveis pela grande maioria dos juros nominais pagos, e decaem paulatinamente, mas praticamente o tempo todo se mantendo como o papel responsável pela maior parcela (Gráfico 9). Paralelamente, no mesmo período, os títulos pré-fixados crescem de forma gradual, chegando a um pico em 2007. A partir da crise global, o *mix* de títulos indexados à Selic e pré-fixados oscila em torno da estabilidade em termos de contribuição para os juros nominais.

Impressiona o fato de que os juros nominais acumulados em 12 meses, em percentual do PIB, tenham disparado desde final do ano passado, saindo de 4,6% do PIB na posição de agosto de 2014 para 8,9% em setembro de 2015. Junto com esta disparada, verifica-se igual movimento no pagamento dos juros nominais compostos por dívidas securitizadas e pelo resultado de caixa das operações de *swap* cambial, que foram de -0,4% do PIB em agosto de 2014 para impressionantes 2,3% do PIB em setembro de 2015.

A análise revela que a composição dos juros nominais se diversificou muito nos últimos anos. Adicionalmente, dadas a disparada do dólar e as sucessivas perdas com as operações de *swap* cambial, cujo estoque é hoje equivalente a R\$ 407 bilhões,⁴ o peso dessas operações no total de juros nominais já se equipara aos juros indexados à SELIC e a índice de preços, e aos juros de pré-fixados. Além das operações com *swap* cambial, os títulos indexados a índices de preços, sobretudo a NTN-B, indexada ao IPCA, se ampliaram muito nos últimos anos e hoje são equivalentes aos indexados à SELIC.

Vilma Pinto

⁴ Posição em setembro de 2015.

7. Setor Externo

Desvalorização Cambial Tem Fraco Efeito na Indústria de Transformação

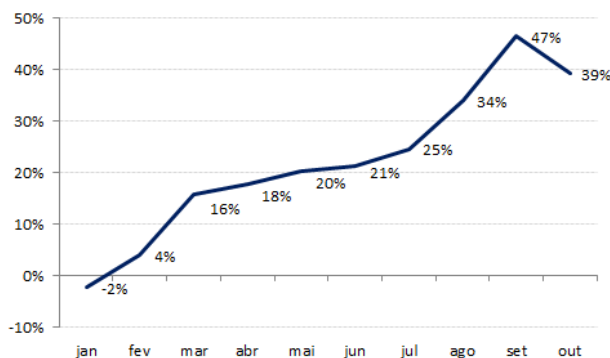
A balança comercial segue a trajetória de saldos positivos. Em outubro, registrou superávit de US\$ 2 bilhões, levando o superávit acumulado no ano a US\$ 12 bilhões. Repetiu-se o comportamento dos meses anteriores, com recuo nas importações (-28%) maior do que nas exportações (-12%) na comparação entre os meses de outubro de 2014 e de 2015. Como ressaltado no último Boletim, a recessão e a desvalorização fazem o trabalho nas importações. A dúvida permanece, porém, sobre o almejado efeito positivo da depreciação nas exportações.

Gráfico 10: Índice da Taxa Efetiva
(deflator IPC*, base jan/1999)



* deflator IPCA Brasil e índices do consumidor da cesta de moedas que compõem o índice. Fontes: Bloomberg e Banco Central do Brasil. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 11: Taxa Efetiva de Câmbio
(variação mês contra mês do ano anterior - 2014/2015)

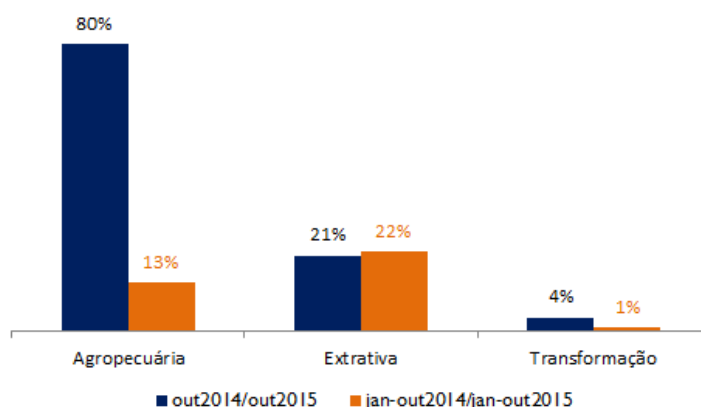


Fontes: Bloomberg e Banco Central do Brasil. Elaboração: IBRE/FGV.

A partir de agosto de 2015, o índice da taxa de câmbio real efetiva, deflacionado pela paridade medida pelos índices de preços ao consumidor, tornou-se desvalorizado em relação à base de janeiro de 1999 (Gráfico 10), o que não ocorria desde agosto de 2005. Além disso, como mostra o Gráfico 11, a variação cambial mensal em relação ao ano anterior foi da ordem de dois dígitos a partir de março, atingindo 41% em setembro e recuando em outubro.

O câmbio, porém, atinge os setores de forma diferenciada. Para os setores agropecuário e extrativo, em que o custo da estocagem é alto uma vez colhido ou extraído o produto, mesmo com a queda nos preços das commodities o volume exportado continua a aumentar (Gráfico 12). No caso da indústria de

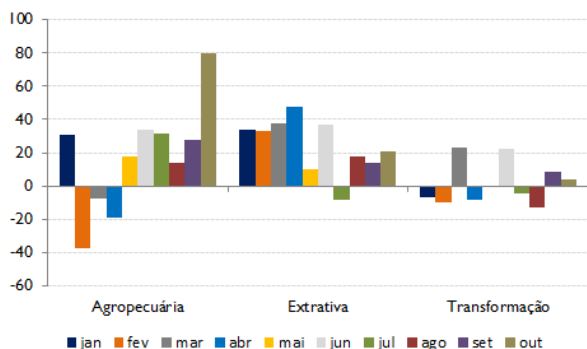
Gráfico 12: Variação do Índice de Quantum (IQ) das Exportações



* os agregados foram elaborados a partir da participação dos setores nas exportações totais. Fonte: Funcex. Elaboração: IBRE/FGV

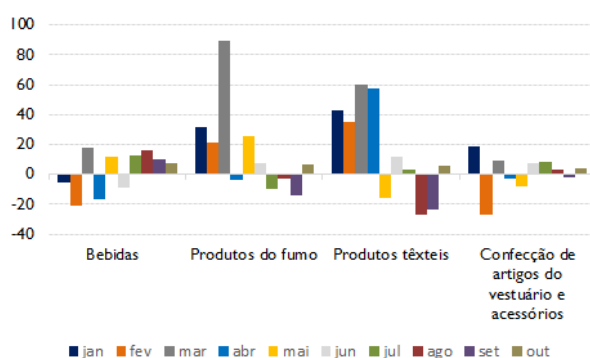
transformação, em que o preço é formado no mercado doméstico, o câmbio é fator de competitividade. A questão é saber se o aumento de 4% no volume exportado pela indústria entre os meses de outubro de 2014 e 2015 sinaliza alguma mudança de rumo.

Gráfico 13: Variação do IQ das Exportações
(mês contra mês do ano anterior -2014/2015, %)



* os agregados foram elaborados a partir da participação dos setores nas exportações totais. Fonte:Funcex. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 14: Variação do IQ das Exportações – Indústrias Tradicionais
(variação mês contra mês do ano anterior -2014/2015, %)



Fonte: Funcex. Elaboração: IBRE/FGV.

Os dados não sugerem um cenário otimista (Gráfico 13), já que as variações mensais positivas da ordem de dois dígitos na indústria de transformação são pontuais (março e junho) e explicadas por concentração de vendas de aviões, por exemplo. Ainda assim, por dois meses seguidos – fato inédito neste ano –, a indústria registrou variação positiva de 8,4% (setembro 2014/2015) e 4% (outubro 2014/2015).

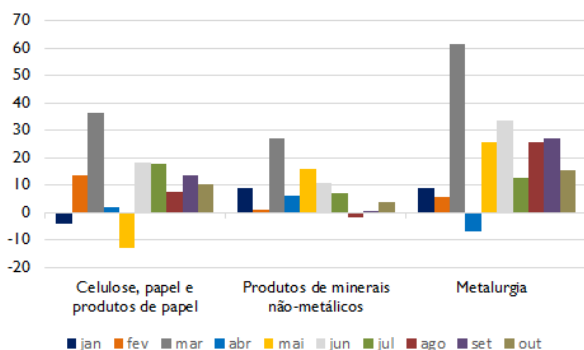
Selecionamos os setores que tiveram variação positiva das exportações na comparação entre os acumulados do ano até outubro e na comparação mensal, e identificamos três grupos. Outros fatores, além do câmbio, influenciam os resultados. Aqui o objetivo é mapear possíveis trajetórias de aumento das exportações.

O primeiro grupo é composto por indústrias tradicionais (Gráfico 14). Neste caso, chama atenção a desaceleração do crescimento da indústria têxtil ao longo do ano, enquanto o setor de bebidas melhora nos últimos meses. Lembramos que o setor têxtil utiliza intensamente insumos importados, o que faz com que uma elevada desvalorização afete sua rentabilidade. O segundo grupo é composto por setores intensivos em recursos naturais (Gráfico 15), que apresentam comportamento mais estável nas suas taxas de crescimento. Destaca-se o setor metalúrgico. O terceiro grupo, finalmente, é o setor de veículos automotores, em que as estratégias das multinacionais, associadas a acordos comerciais, explicam o desempenho dessas vendas (caso do mercado do México, que, além da Costa Rica, foi o único parceiro importante para o qual cresceram as exportações de manufaturas do Brasil).

Assim, entre 22 setores da indústria de transformação, apenas nove registram crescimento em relação a 2014, no acumulado até outubro, com destaque para aqueles setores intensivos em commodities. Num cenário de baixo crescimento do comércio mundial e volatilidade cambial, o câmbio demora a surtir efeito. Olhar os ganhos para o setor automotivo, com a renovação do

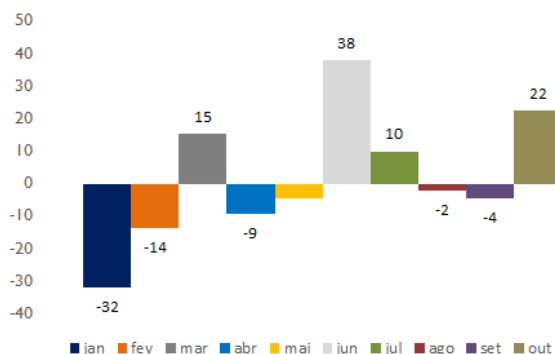
acordo com o México, sugere que a agenda de negociações para acesso a mercados pode ajudar a realização de um ajuste externo sustentável.

Gráfico 15: Variação do IQ das Exportações – Indústrias Intensivas em Recursos Naturais (variação mês contra mês do ano anterior - 2014/2015, %)



Fonte: Funcex. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 16: Variação do IQ das Exportações - Veículos Automotores, Reboques e Carrocerias (variação mês contra mês do ano anterior - 2014/2015, %)



Fonte: Funcex. Elaboração: IBRE/FGV.

Lia Valls Pereira

8. Panorama Internacional

O Futuro da Política Monetária nos EUA

Em anos recentes, bancos centrais dos mais diferentes países passaram a fazer uso de modelos macroeconômicos cada vez mais sofisticados. Isso não quer dizer, porém, que o arcabouço teórico básico em cima do qual se raciocina em termos de condução da política monetária tenha se alterado. No caso dos Estados Unidos, por exemplo, isso parece bem claro.

A argumentação acima tem por base um artigo recente da presidente do *Federal Reserve*, apresentado sob o título “Inflation Dynamics and Monetary Policy”. Nesse artigo, base de palestra proferida em Amherst, Massachusetts, em 24 de setembro último, Janet Yellen deixou claro que a referência teórica que aparentemente norteia as decisões de política do Fed é uma velha conhecida dos economistas desde os últimos anos da década de 1960.

Segundo o referido arcabouço, ao longo do tempo a inflação flutua em torno de uma tendência de longo prazo, há muitos anos estável, no caso norte-americano. Essa tendência de longo prazo, por sua vez, guarda relação estreita com as expectativas de inflação de consumidores e empresas. As flutuações de curto prazo têm a ver com a intensidade do uso de recursos na economia e com mudanças do preço relativo de certos insumos, particularmente dos preços de produtos importáveis. Em suma, a inflação depende das expectativas de longo prazo, da taxa de desemprego e de mudanças do preço relativo de insumos importantes.

Ao se referir aos resultados empíricos de seu “modelo”, Yellen revela que o arcabouço teórico que tem em mente coincide com a velha Curva de Phillips ampliada pelo fator expectativas, vertical a

longo prazo. Nesse caso, uma vez cessado o choque de preços relativos e uma vez eliminado o excesso de desemprego sobre a taxa de natural de longo prazo, a inflação convergiria para as expectativas.

A julgar pelas observações da autora, frequentemente repetidas por membros do Comitê de Mercado Aberto do Fed, espera-se que a inflação de fato convirja para 2,0% ao ano, nível das expectativas de longo prazo prevalecentes há mais de 15 anos.

A esse respeito, parece útil notar a experiência do Japão. Naquele país, a previsão de consenso (expectativa de longo prazo) tem oscilado entre 1,0% e 1,5% ao ano há cerca de doze anos. Ao mesmo tempo, a inflação observada tem variado em torno de zero – na maior parte do referido período permaneceu em território negativo. Em outras palavras, a esperada convergência não ocorreu.

O ponto relevante a ser destacado tem a ver com a possibilidade de isso acontecer também nos Estados Unidos. Na realidade, não faltam motivos para se argumentar que, salvo raras exceções, pressões baixistas de preços são a norma nos últimos anos. Estudo recente de Carmen Reinhart, por exemplo, mostra que, numa amostra de 189 países, em quase metade o ritmo de crescimento dos preços encontra-se entre zero e 2,0%, enquanto apenas 7%, aproximadamente, têm inflação acima de 10,0%.

Por fim, faz sentido considerar também a hipótese contrária, ou seja, a possibilidade de as expectativas de longo prazo se deslocarem para menos de 2,0%. O fato de as taxas implícitas de inflação para o período de cinco anos que virá após os próximos cinco terem cedido nos dois últimos anos sugere ser esta uma possibilidade não descartável.

Em qualquer desses dois casos, o Fed terá razões de sobra para ajustar muito lentamente a taxa básica de juro, uma vez promovido o tão discutido *lift-off*, ou seja, depois de o juro deixar para trás seu patamar mínimo.

José Júlio Senna

9. Observatório Político

O Estilo de Dilma e o Desespero de Lula

Em resposta a uma sucessão de trapalhadas políticas e fiascos econômicos que ameaçou seriamente sua permanência no Planalto, Dilma, no dia 2 de outubro, reformou amplamente o primeiro escalão do Executivo Federal. O PT – que detinha 13 ministérios no começo do segundo mandato – passou a chefiar apenas nove. O PMDB – que recebera somente seis pastas em janeiro deste ano, várias das quais de escasso valor político – foi agora aquinhado com sete, incluindo o poderoso Ministério da Saúde. O ex-presidente Lula, por sua vez, logrou finalmente sacar do Gabinete Civil Aloísio Mercadante, o dileto operador político da Presidente, e lá colocar Jaques Wagner. Ou seja, enquanto Dilma e o PT foram enfraquecidos, o PMDB e Lula foram fortalecidos com a reforma. Além disso, Dilma aceitou que, doravante, os novos ministros do PMDB terão “porteira fechada”, isto é, poderão nomear os titulares dos cargos de confiança de suas

respectivas burocracias. Essa foi também uma decisão relevante, que eventualmente poderá dar alguma credibilidade à promessa feita pela primeira mandatária de conduzir um governo de coalizão — algo que não é fácil, como se mostra a seguir.

A situação política de Dilma melhorou um pouco desde a reforma de começo de outubro, tendo o balão do *impeachment* se desinflado consideravelmente. Nisso a presidente foi ajudada pelas agruras vividas pelo Presidente da Câmara dos Deputados, Eduardo Cunha – inimigo declarado do Planalto, hoje com um processo aberto na Comissão de Ética dessa Casa Legislativa – e pela debilidade do PSDB, que jamais teve uma posição coerente em relação tanto à impugnação da líder petista quanto aos problemas de Cunha com a Justiça.

Entretanto, a crise política está longe de ser resolvida. Isso porque a crise econômica continua a se aprofundar, mantendo muito baixa a popularidade presidencial e, conseqüentemente, estimulando a deserção de aliados. Por exemplo, a facção do PMDB comandada pelo vice-presidente Michel Temer divulgou, no final de outubro, um manifesto econômico eivado de propostas rechaçadas por Dilma, um sinal ominoso de que, chegado o momento oportuno, amplos setores do partido abandonarão o barco.

Outra razão pela qual a crise política não foi resolvida pela reforma ministerial reside num aspecto da personalidade e do estilo de Dilma. Uma de suas marcas é jamais se comprometer, de maneira digna de crédito, com os arranjos políticos que se vê premida a aceitar e que lhe subtraíam autonomia. O melhor exemplo foi a decisão de transformar Michel Temer no principal coordenador político do governo em abril deste ano. À época, falou-se muito que Dilma abdicara do poder, que Temer se tornara um primeiro-ministro. Pois bem. O que Dilma deu com uma mão, tirou com a outra, uma vez que, rapidamente, enveredou a solapar as ações do seu novo coordenador.

Agora, vários analistas afirmam que, após a reforma ministerial, Dilma se encontra emparedada por Lula e pelo PMDB, como se não mais tivesse para onde ir. Isso não é correto. Debilitada a Presidente está, sim. E muito. Mas não quer dizer que esteja resignada com o novo arranjo. Se, publicamente, mostra lealdade a Lula indo à celebração do aniversário do ex-presidente, não há garantia nenhuma de que tenha deixado de ouvir os conselhos de Aloísio Mercadante, agora ministro da Educação. Ainda que seja plenamente legítimo que Dilma tente evitar que lhe ponham uma canga no pescoço, o fato é que seu modo de agir não é efetivo, uma vez que, desde 2012, jamais logrou ter uma maioria legislativa estável, conseqüência do seu unilateralismo e da relutância em consultar aliados.

O péssimo estado da economia e o estilo indômito de Dilma estão levando Lula a já operar em modo de desespero, pois o ex-presidente teme que o PT seja destroçado nas eleições municipais de 2016, o que será a antessala para a derrota na sucessão presidencial de 2018. Não à toa, na semana do dia 9 de novembro, começaram a circular fortes rumores de que Joaquim Levy seria substituído por Henrique Meirelles na chefia do Ministério da Fazenda, solução patrocinada por Lula. Porém, na semana anterior, o mesmo Lula, numa entrevista à rede SBT, defendera o

aumento do crédito como resposta à estagnação econômica, num ataque aberto à ortodoxia fiscal. Como se sabe, Meirelles é tão ortodoxo quanto Levy. Como entender a aparente contradição?

Trata-se de uma clássica manobra peronista que o ex-presidente sabe executar como poucos: antes de virar à direita, sinalize à esquerda. Com ela, Lula tenta manter dentro da coalizão liderada pelo PT duas bases políticas com interesses díspares, o eleitorado de baixa renda e os grupos de esquerda, de um lado, e o grande empresariado, do outro. Essa manobra funcionou muito bem em 2003, quando o então presidente Lula, como compensação ao duro ajuste fiscal que teria que implementar, efetuou uma guinada à esquerda na política social e na política externa. Hoje, é muito mais difícil que a tática funcione, pois, além de serem as situações política e econômica do país piores do que as de 12 anos atrás, quem está no Planalto é Dilma, a indômita.

Octavio Amorim Neto - Professor da EBAPE/FGV

10. Em Foco IBRE: O Monitor do PIB/FGV.⁵

Monitor do PIB/FGV Reforça Projeção de Queda Para 2016.

Introdução

Diante da relativa escassez de indicadores desagregados que reflitam o comportamento da atividade econômica no Brasil, o IBRE/FGV desenvolveu o Monitor do PIB, um indicador de periodicidade mensal, de abrangência nacional e de reduzida defasagem. O objetivo foi criar um indicador antecedente mensal para o PIB agregado, contemplando os 12 setores da atividade das Contas Nacionais e as aberturas pelo lado da demanda.⁶

Para compor o indicador, utiliza-se um conjunto muito amplo de dados de diversas instituições a partir da metodologia das Contas Nacionais do IBGE.⁷ Atualmente o indicador é elaborado a partir de 959 séries.

Nesse sentido, o Monitor do PIB fornece aos agentes econômicos, para as suas tomadas de decisões, uma estatística abrangente dos principais setores da economia.

Esta nota tem como objetivo apresentar as principais características do Monitor do PIB, bem como analisar os destaques da divulgação de setembro.

⁵ Os autores são pesquisadores do Instituto Brasileiro de Economia da Fundação Getúlio Vargas.

⁶ O Índice de Atividade Econômica do Banco Central (IBC-Br) é um indicador de periodicidade mensal que incorpora a trajetória das variáveis consideradas como *proxies* para o desempenho dos setores da economia. Porém, apenas o indicador agregado é divulgado mensalmente. O Indicador de Atividade Econômica (IAE) do Serasa contém as aberturas pela ótica da oferta e da demanda. No entanto, são utilizadas técnicas estatísticas para a elaboração do índice. Já o Monitor do PIB e o IBC-Br são indicadores que utilizam a metodologia oficial das Contas Nacionais do IBGE.

⁷ Para maior detalhamento ver Metodologia do Monitor do PIB, disponível no site <http://portalibre.fgv.br/>.

O Monitor do PIB em detalhes

O Monitor do PIB-FGV estima mensalmente o PIB brasileiro em volume. O objetivo de sua criação foi prover a sociedade de um indicador mensal do PIB, tendo como base a mesma metodologia das Contas Nacionais do IBGE. Sua série inicia-se em 2000 e incorpora todas as informações disponíveis do PIB anual até 2013, último ano de divulgação.⁸

A posteriori, o indicador é ajustado trimestralmente aos resultados do PIB Trimestral do IBGE, à medida que vão sendo divulgados. Ou seja, nos trimestres calendários, a taxa de crescimento das médias do PIB mensal será igual à variação da série trimestral calculada pelas Contas Nacionais, sem ajuste sazonal. Além disto, são utilizados os mesmos modelos de dessazonalização do IBGE para calcular todas as séries desagregadas (pela ótica da oferta e da demanda) com ajuste sazonal.

Assim, as estimativas do Monitor do PIB/FGV antecedem o PIB-Tri do IBGE nos meses em que este é divulgado. E, nos meses em que não há divulgação, o Monitor representa uma excelente *proxy* para as tendências do PIB e seus componentes.

A partir do seu número 30,⁹ com resultados até agosto de 2015, o Monitor do PIB-FGV passou a ter divulgação pública, anexado ao Boletim Macro IBRE.¹⁰

Outro ponto a ser destacado é que o Monitor torna disponíveis desagregações que não são divulgadas pelo IBGE, mas que são muito relevantes para um melhor entendimento da absorção doméstica e da demanda externa. As desagregações disponíveis são:

- I. **Consumo das Famílias:** bens de consumo duráveis, semiduráveis, não duráveis e serviços. Adicionalmente eles são classificados em nacionais e importados;
- II. **Formação Bruta de Capital Fixo:** em máquinas e equipamentos, construção e outros. Para máquinas e equipamentos e outros, há a desagregação entre nacionais e importados;¹¹
- III. **Exportações e Importações:** em produtos agropecuários, produtos da extrativa mineral, produtos industrializados de consumo (duráveis, semiduráveis e não duráveis), produtos industrializados de uso intermediário, bens de capitais e serviços.

Para facilitar a análise, são divulgadas as séries de base móvel, as séries encadeadas, as séries encadeadas dessazonalizadas, as taxas mensais, trimestrais e anuais comparadas a igual período do ano anterior e as taxas mensais e trimestrais comparadas a período imediatamente anterior.

⁸ O IBGE divulga no dia 17 de novembro as Contas anuais dos anos de 2012 e 2013.

⁹ As edições anteriores estão disponíveis no site <http://portalibre.fgv.br/>.

¹⁰ Ver Boletim Macro IBRE de outubro de 2015. A tabela com detalhamento semelhante ao das Contas Nacionais Trimestrais do IBGE pelas óticas da oferta e da demanda está disponível no site.

¹¹ O IBGE divulga as aberturas máquinas e equipamentos, construção e outros nos últimos trimestres de cada ano, mas não há separação entre nacionais e importados.

Análise do Monitor do PIB de setembro de 2015

Neste número 31, com informações até setembro, o Monitor do PIB/FGV aponta para os seguintes resultados:

a) O PIB brasileiro continua caindo e até setembro registra queda de 2,3% no acumulado em 12 meses, antecipando que a projeção de recuo este ano de 3,3% se concretizará (ver Seção de Atividade). Mensalmente, a taxa tem se reduzido desde março de 2014, tornando-se negativa a partir de fevereiro de 2015 (ver Gráfico 17)

b) Em termos de taxas dessazonalizadas, estima-se que o PIB recuará 1,22% neste terceiro trimestre em relação ao trimestre anterior. Este é o quarto trimestre consecutivo a apresentar taxa negativa em relação ao anterior. Porém, é importante destacar que,

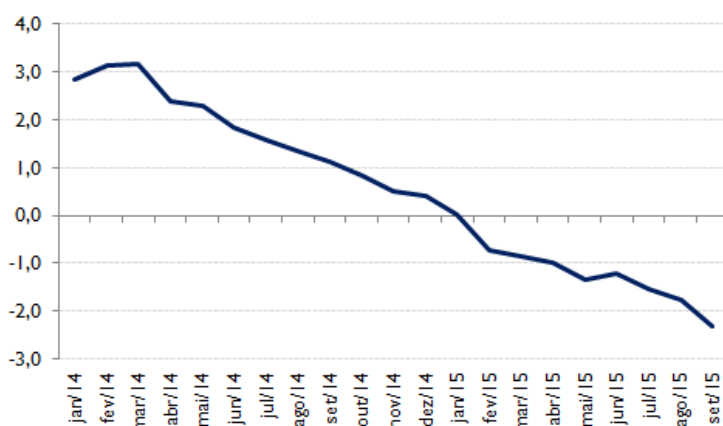
de acordo com o Comitê de Datação de Ciclos (CODACE), a economia brasileira entrou em recessão no segundo trimestre de 2014, quando o PIB se contraiu em 1,62%¹² (em relação ao primeiro trimestre de 2014). Apesar da ligeira melhora no indicador trimestral do PIB no terceiro trimestre de 2014, a recessão continuou e se aprofundou ao longo de 2015.

c) Das 12 atividades que compõem o PIB, sete apresentam taxas acumuladas em 12 meses negativas, com destaque para as indústrias de Transformação e Construção, e para os serviços de Comércio e Transporte. A Transformação foi a primeira a apresentar taxa negativa, já em junho de 2014.

d) Em termos da demanda, a Formação Bruta de Capital Fixo liderou o processo recessivo: os números negativos da taxa acumulada em 12 meses iniciaram-se em agosto de 2014, tendo chegado em setembro a -7,3%; seu componente de máquinas e equipamentos iniciou a queda em junho, devido à forte retração da demanda por importados. Em setembro a taxa foi negativa em 22,1%, com a demanda por produtos nacionais caindo 23,1%. O componente de Construção iniciou sua trajetória de redução da taxa acumulada em 12 meses em abril de 2014, e em setembro a taxa foi de apenas foi de 0,9%.

e) O Consumo das Famílias, por sua vez, embora com taxas progressivamente menores desde julho de 2013, só apresentou variações negativas, no acumulado em 12 meses, a partir de maio de

Gráfico 17: Taxa de Crescimento do PIB
(valores acumulados em 12 meses, %)



Fonte: Monitor do PIB-FGV, número 31, novembro de 2015. Elaboração: IBRE/FGV.

¹² A taxa oficial que foi divulgada pelo IBGE é de -1,1%, mas ela deve ser revista, quando o IBGE divulgar o PIB do terceiro trimestre de 2015.

2015. Em setembro a taxa foi negativa em 1,4%. Seu componente mais importante (cerca de 50%), os Serviços (transportes, outros serviços, aluguéis, etc.), apresentava, mês a mês, taxas acumuladas em torno de 3,5% até 2013, o que caiu para algo em torno de 2% em 2014. Em setembro, a taxa ainda foi positiva, mas de apenas 1,0% (ver Gráfico 18).

f) O segundo componente mais importante do Consumo das Famílias, os bens não duráveis (alimentos, bebidas, combustíveis –

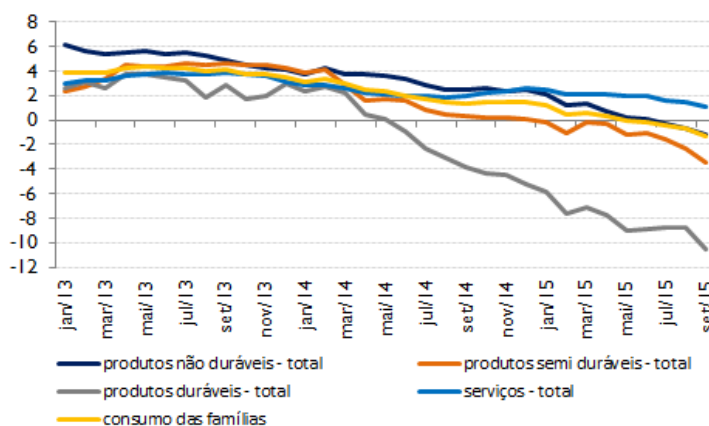
27% em média), apresentam resultados negativos a partir de julho deste ano, enquanto os semiduráveis (vestuário, borracha, plásticos, etc.) já tiveram os primeiros resultados negativos a partir de janeiro. Os duráveis, por sua vez (veículos, eletrodomésticos, nacionais e importados, etc.), já registraram números negativos desde junho de 2014, chegando em setembro a -10,6%.

g) As Exportações, que vinham negativas desde dezembro de 2014, tiveram a queda na sua taxa de 12 meses reduzida e, em setembro, apresentaram variação positiva de 0,4%. Dois elementos são marcantes: a forte queda nas exportações dos produtos industrializados duráveis e bens de capital e o ótimo desempenho da extrativa mineral.

h) As Importações, cujas taxas acumuladas em 12 meses eram elevadas, começaram a se desacelerar a partir de novembro de 2013, e apresentam variação negativa a partir de outubro de 2014. Em setembro, registraram taxa negativa de 11,6%. A importação de duráveis tem taxas de 12 meses negativas desde agosto de 2012, e em setembro sofreu queda de 19,8%. A importação de bens de capital registra taxas de 12 meses negativas desde fevereiro de 2014, enquanto a de bens intermediários tornou-se negativa em outubro de 2014.

Em resumo, o ano de 2015 tem sido marcado pela contínua e intensa piora da atividade econômica. A queda estimada para o terceiro trimestre pelo Monitor do PIB é ainda muito expressiva, refletindo a deterioração do cenário macroeconômico.

Gráfico 18: Taxa de Crescimento do Consumo das Famílias Agregado e por Categoria de Bens
(valores acumulados em 12 meses, %)



Fonte: Monitor do PIB-FGV, número 31, novembro de 2015. Elaboração: IBRE/FGV.

Claudio Considera, Juliana Cunha e Silvia Matos

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

Bráulio Borges

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

Lívio Ribeiro

Luísa Azevedo

Mauricio Canêdo Pinheiro

Mauro de Rezende Lopes

Regis Bonelli

Rodrigo Leandro de Moura

Samuel Pessoa

Silvia Matos

Vilma Pinto

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 19 de novembro 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.