

## **Incerteza continua, mas dois conjuntos de cenários aparecem como mais viáveis no médio prazo.**

As incertezas sobre a economia brasileira certamente não diminuíram com a aprovação do relatório da comissão de impeachment na Câmara dos Deputados no domingo passado, 17 de abril. Mas os cenários possíveis parecem agora circunscritos a dois conjuntos que se formam a partir do grau de êxito do novo governo, se vier a ser confirmado, em conseguir atingir um mínimo de sucesso nas suas propostas e ações. Embora esses dois conjuntos de hipóteses ainda não apareçam com muita clareza — e possam comportar nuances acentuadas em cada caso —, é possível especular em torno de suas características principais.

No restante desta introdução, supõe-se que o Senado Federal dará início em maio ao processo de afastamento da presidente, caso em que o atual vice-presidente assumirá o comando do Executivo. Supõe-se também que a transição para o novo governo será processada sem descontinuidade a curto prazo — vale dizer, por exemplo, que processos no STF e/ou no TSE não irão impedir o exercício do poder pelo novo governo. Nestas condições, como postulamos, é possível especular segundo duas grandes linhas.

Na primeira pode-se identificar um conjunto que poderíamos chamar de cenários céticos em relação a melhoras acentuadas nos marcos econômico e político a curto e médio prazos. Nessa linha se incluiriam as análises dos que acreditam que a lua de mel típica dos meses iniciais de mandatos presidenciais teria curta duração.

Isso poderia ocorrer, por exemplo, devido à dificuldade de montar uma equipe de governo com credibilidade e capacidade de convencer os agentes econômicos e políticos de que consegue propor e implantar medidas fiscais e reformas estruturais para reverter em prazo não excessivamente longo a trajetória de expansão da dívida do setor público consolidado. Outro objetivo difícil da nova equipe seria o de obter a retomada do crescimento ainda este ano. Essas dificuldades poderiam levar à continuidade do cenário de elevado pessimismo que vimos presenciando.

Como resultado, a recessão econômica se estenderia pelo menos até o próximo ano, o gasto primário do governo central continuaria a se elevar como proporção do PIB e o déficit primário aumentaria meio ponto percentual do PIB anualmente. A trajetória da dívida continuaria ascendente, levantando dúvidas sobre a solvência do setor público. Os juros permaneceriam elevados, dificultando o controle da dívida bruta do setor público.

Não é uma linha de cenários animadores, convenhamos. Mas não difere muito da continuidade do que já vem ocorrendo.

Na segunda linha situam-se os cenários que poderíamos chamar de virtuosos, com algumas características básicas opostas às do conjunto anterior. Neles, o novo governo teria sucesso em reverter as expectativas predominantemente pessimistas que se formaram no último ano. E revertê-las em um período de tempo não muito longo, aumentando a fase de lua de mel com a sociedade, definida por níveis de popularidade e aceitação razoáveis.

A montagem de uma equipe com credibilidade e forte apoio político será fundamental para que esses cenários tenham probabilidade expressiva de acontecer. Além disso, as equipes que assumem a condução da política econômica e as articulações junto ao Legislativo, para conseguir aprovar as medidas necessárias, deveriam explicitar claramente a herança que estão recebendo; as dificuldades que ela embute; e a direção de um conjunto mínimo de ações para reverter a trajetória da dívida pública — sem dúvida, o principal nó das dificuldades atuais — sem descuidar da política social adequada para suavizar os efeitos da recessão em curso, que prosseguirá no curto prazo.

O esforço de convencimento junto ao Congresso irá requerer do Executivo, nesses cenários virtuosos, uma enorme habilidade de articulação. Sem a qual as possibilidades de êxito se estreitariam consideravelmente. Não é novidade concluir que a tarefa é particularmente difícil devido à crescente demanda por gastos sociais que caracteriza nosso país e a resistência que medidas que alterem o status quo fatalmente encontrarão no Congresso.

Qual dessas duas grandes linhas irá finalmente prevalecer? A resposta a esta angustiante pergunta é impossível no momento presente, quando ainda não se conhece o desfecho do processo de afastamento da presidente pelo Senado, nem o perfil da equipe econômica e de articulação política que eventualmente assumirá a condução das ações do Estado.

O que se percebe é que a probabilidade desse conjunto mais favorável de cenários tem aumentado nas últimas semanas. Os ativos financeiros, que tendem a antecipar essas mudanças, apontam nessa direção. Em particular, a taxa de câmbio vem se apreciando, o que reflete não apenas a evolução do cenário doméstico como também o ambiente externo mais favorável. O risco-país (CDS de cinco anos) recuou para 338 pontos em 19/04/2016, quando há dois meses estava em torno de 500 pontos. O prosseguimento da tendência de queda consistente do risco país e de valorização do real contribuiria para reduzir a inflação, o que possibilitaria cortes mais expressivos na taxa de juros, retomada da confiança e recuperação econômica no médio prazo.

É importante deixar claro, no entanto, que, quaisquer que sejam os resultados do processo de afastamento da presidente no Senado e a capacidade de ação da nova equipe que assumir o governo, as perspectivas de curto prazo de que trata este Boletim não se alteram fundamentalmente. O que já está contratado, como ficará claro nas seções logo adiante, é uma recessão este ano com, pelo menos, as implicações de: (i) reduzir a inflação dos preços ao consumidor; (ii) contribuir aceleradamente para o equilíbrio externo; mas (iii) aprofundar as perdas de renda e emprego iniciadas no ano passado. A arrecadação tributária em acentuada queda (devido em boa medida à frustração de receitas) adiciona um elemento de dificuldade em um cenário já por si só crítico.

Dito isso, um resumo do restante desta edição do Boletim contém os seguintes destaques:

1. 2016 ainda será um ano de forte contração do PIB, como mostram os cenários probabilísticos apresentados na seção dedicada à análise do nível de atividade. Apesar de surpresas levemente positivas no setor industrial, essa atividade ainda parece longe de uma trajetória de recuperação. Por outro lado, surpresas negativas com os serviços e com a construção civil pioraram as perspectivas para a economia como um todo em relação à edição anterior deste Boletim. Pelo lado da demanda, a sinalização é que o investimento fixo permanece em contração. O destaque positivo fica no setor externo, que deverá aumentar seu peso neste ano e contribuir com três pontos percentuais para o resultado do PIB. Os dados de fevereiro do Monitor do PIB elaborado

pelo IBRE, finalmente, indicam nova contração, da ordem de 3,7% em relação a fevereiro de 2015. ([Seção 1](#))

2. No que diz respeito aos indicadores de incerteza e confiança, a queda da confiança de empresas e consumidores em março reforça o diagnóstico de estabilização dos índices no patamar mínimo histórico neste início de ano. Essa estabilização motiva questionamentos acerca da sua continuidade nos próximos meses: teríamos alcançado o fundo do poço? Os autores da seção lembram que a tendência sinalizada pelo ambiente macro é exacerbada, ou por vezes até alterada, por fatores tais como crises políticas. Para levar em conta esse fato eles desenvolvem um indicador de incerteza econômica que, ao ser incorporado em modelos explicativos para a confiança industrial e do consumidor, adiciona informação não encontrada nas outras variáveis. ([Seção 2](#))

3. O desempenho do mercado de trabalho continuou a piorar nos primeiros meses do ano. Na PME, o desemprego saltou de 7,6% para 8,2% entre janeiro e fevereiro. O CAGED, por sua vez, registrou nos últimos três meses (dezembro de 2015 a fevereiro de 2016) a eliminação líquida acumulada de 800 mil postos de trabalho. Esse resultado significa a maior queda da série histórica para esse período do ano. A previsão dos nossos analistas é que o desemprego ainda vá permanecer em alta em 2016 e 2017. Depois de alcançar 10,2% no trimestre dezembro 2015 - fevereiro de 2016 na métrica da PNAD Contínua, a taxa de desemprego média anual projetada deve alcançar 11,5% em 2016 e 12,8% em 2017. ([Seção 3](#))

4. No cenário da inflação, nossos analistas destacam que em março finalmente se apresentou o alívio que as altas não previstas de janeiro e fevereiro adiaram. O IPCA de 0,43% em março foi o menor para este mês desde 2012, quando a inflação era inferior a 6% ao ano. O resultado também trouxe a variação dos preços em 12 meses para 9,39%, saindo-se do terreno dos dois dígitos que perdurou por quatro meses. A queda da energia elétrica de 3,41% foi um componente relevante em março, reduzindo em 0,13 ponto porcentual (pp) o IPCA. O recuo deveu-se à troca da bandeira vermelha pela amarela, na esteira da maior disponibilidade hídrica, causada em grande parte pela recessão. Mas os preços livres também estão sendo afetados pelo recuo da atividade, e a importante inflação de serviços foi de apenas 0,24% em março, menor taxa desde 2009, e que levou a uma variação acumulada em 12 meses dos serviços livres de 7,5%, com recuo significativo ante o nível de 8,37% atingido por este último indicador em novembro do ano passado. Excluídas as voláteis passagens aéreas, este recuo da inflação de serviços basicamente se mantém. Já os preços de alimentos atuaram em sentido contrário, acelerando-se de 1,06% em fevereiro para 1,24% em março, puxados pelos alimentos *in natura*. Para abril, a projeção preliminar é de IPCA de 0,6%, com influência baixista da prevista bandeira verde nas tarifas de energia, e altista do aumento autorizado de 12,5% dos medicamentos. A inflação projetada pelo Ibre para o ano agora é de 7%, ante 7,2% da projeção anterior. ([Seção 4](#))

5. Na análise da política monetária nosso especialista especula que diante de um quadro de taxa real de juro elevado e projeções de inflação que começam a ceder, parece natural imaginar que a taxa Selic começará a ser reduzida em algum ponto deste ano. Na sua conclusão ele lembra que o preço do dólar tem acompanhado de forma próxima os movimentos das expectativas de inflação: ambos cederam diante das medidas mais ortodoxas do primeiro semestre de 2015, subiram acentuadamente diante do agravamento da crise fiscal, e agora caem juntos. Sua avaliação é que “o fortalecimento do real decorre do fato de que o mercado espera uma nova política econômica, associada a eventual mudança na administração federal. E isto ajuda a trazer para baixo as

expectativas de inflação. Na medida em que as expectativas do mercado se confirmem, haverá espaço para queda da taxa de juro.” ([Seção 5](#))

6. A análise da política fiscal se debruça sobre aspectos da composição da dívida bruta do governo geral (DBGG) e do seu custo do carregamento. A seção cobre o período de dezembro de 2009 a fevereiro de 2016, quando a DBGG passou de 59,2% para 67,6% do PIB, e considera fatores que incidem diretamente sobre a relação DBGG/PIB, tais como juros, variação cambial e inflação. Segundo a análise, o aumento foi causado por dois fatores principais: a elevação do juro nominal e a desvalorização cambial. Mas quando se calcula a taxa de juros implícita da DBGG, observa-se que houve uma mudança recente no seu nível, em comparação com a Selic. De forma geral, o juro implícito da DBGG corresponde à Selic mais um *spread*, mas desde 2014 a taxa implícita corre por baixo da Selic. A explicação para esse fenômeno está nos indexadores da dívida bruta, vale dizer, em mudanças na sua composição. Apesar do aumento da Selic, ocorreu importante redução da dívida indexada a essa taxa, compensada pelo aumento de participação dos pré-fixados, o que explica porque a taxa implícita corre por baixo da Selic. ([Seção 6](#))

7. A seção dedicada ao desempenho do setor externo foca no ajuste das exportações — havendo indícios de que a desvalorização cambial começou a surtir efeito positivo nas manufaturas — e nas tendências dos investimentos diretos no país (IDP), os quais vêm aumentando. Nossa analista chama a atenção para a resiliência dessa conta, apesar do cenário de instabilidade econômica e política. Sua conclusão não comporta otimismo, pois os fluxos de IDP e a participação do capital caíram em relação aos anos de 2011 e 2012. No entanto, é possível nutrir um moderado otimismo, já que a perda de confiança empresarial não se refletiu ainda em fortes recuos de IDP nos últimos dois anos e no início de 2016. Assegurar condições econômicas favoráveis e estabilidade política são requisitos para se manterem os US\$ 55 bilhões de IDP previstos e cifras superiores para os próximos anos. ([Seção 7](#))

8. A seção dedicada à economia internacional retoma análises anteriores sobre a economia chinesa feitas neste mesmo espaço, destacando-se aspectos da transição que vem sendo atravessada pela China. Nela, a participação indústria no PIB recuou de 46% para 40% de 2011 a 2015, enquanto a participação dos serviços elevou-se de 44% para 50%. Outros indicadores reforçam a visão de que a velha China, baseada no investimento e na indústria, cede espaço para a nova, baseada no consumo e nos serviços. Ao final, os autores destacam três temas que, no seu entender, têm levantado dúvidas dos analistas quanto à estabilidade do processo de desaceleração chinesa e da transição estrutural da velha China em direção à nova: (i) o elevado endividamento das empresas estatais; (ii) a queda do mercado acionário nos últimos meses; e (iii) a forte saída de capitais após alguns passos de liberação da conta de capital nos últimos anos. Sua percepção, ao fim e ao cabo, é que, mais do que problemas sérios de coordenação, a economia chinesa assistirá a uma queda mais acentuada da taxa de crescimento da produtividade do trabalho. Na avaliação dos autores, é possível que o governo chinês continue o processo de liberalização dos mercados de forma suave e controlada por mais duas décadas. ([Seção 8](#))

9. Nosso comentarista convidado desta edição do Boletim é o Dr. Mario Mesquita, ex-diretor do Banco Central e atualmente na Brasil Plural, que faz uma interessante análise das perspectivas para o regime de metas de inflação brasileiro à luz da experiência até aqui acumulada na prática desse sistema. Ao final são apresentadas sugestões de aperfeiçoamento do regime. ([Seção 9](#))

10. A seção Em Foco, por fim, é de autoria de Bruno O. Vaz e Tiago C. Barreira. Nela os autores propõem uma metodologia de retroposição dos dados da Pnad Contínua usando os resultados da PME de modo a possibilitar análises de prazo mais longo com a Pnad - C. ([Seção 10](#))

Boa leitura!

*Regis Bonelli, Silvia Matos e Armando Castelar Pinheiro*



## 1. Atividade Econômica

### PIB cairá 3,8% em 2016, com pouca chance de voltar a crescer ainda este ano

Indicadores antecedentes sugerem que 2016 ainda será um ano de forte contração do PIB, como indicado na Tabela 1. Apesar de recentes surpresas modestamente positivas no setor industrial, essa atividade ainda parece longe de uma trajetória de recuperação. Por outro lado, surpresas negativas com o setor de serviços e com a construção civil pioraram as perspectivas para a economia como um todo.

Pelo lado da demanda, a absorção de máquinas e equipamentos tem se contraído substancialmente, sinalizando que os investimentos permanecem em trajetória de contração. O destaque positivo fica no setor externo, que deverá aumentar seu peso nas Contas Nacionais este ano e contribuir com três pontos percentuais para o resultado do PIB. Contudo, a contribuição do setor externo ainda se dá mais por fatores domésticos (contração do setor industrial, com queda de importações) do que por um aumento da demanda externa pelos produtos brasileiros.

Inegavelmente, ainda há muita incerteza no cenário traçado para o ano. Embora as tendências carreguem informação relevante, a confiança dos agentes pode ainda apresentar bastante volatilidade ao longo dos próximos meses. Além da possível oscilação dessa variável fora dos valores esperados, existe considerável incerteza sobre a estimação dos parâmetros do modelo. Portanto, é importante analisar os intervalos de confiança em torno das projeções realizadas.

Para isso foi construída a distribuição de probabilidades em torno dos modelos que projetam a indústria e os serviços no PIB, utilizando os indicadores de confiança das sondagens da indústria e do consumidor. O crescimento interanual do PIB, por trimestre, ilustrado no Gráfico 1, indica que a probabilidade de a contração interanual do PIB ser negativa no quarto trimestre deste ano ainda é superior a 80%. Já no Gráfico 2 é possível avaliar as probabilidades de diversas possíveis taxas de contração, acumuladas no ano, para o PIB em 2016: apesar de a média das projeções ainda apontar para uma contração por volta de 4,0%, a probabilidade de a queda da economia estar entre 3,0% e 4,5% este ano é de pouco mais de 30%, um valor ainda baixo. A análise de

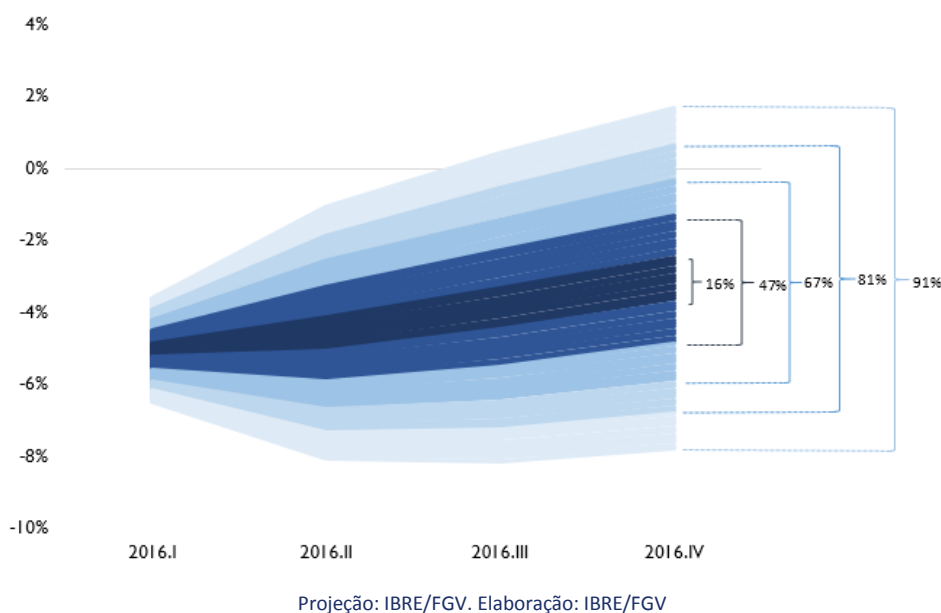
**Tabela 1: Taxas de Crescimento do PIB**

Atividades	2016/2015
Consumo das famílias	-4,7%
Consumo do governo	-0,4%
Formação bruta de capital fixo	-9,6%
Exportação	6,4%
Importação	-14,9%
<b>PIB</b>	<b>-3,8%</b>
<b>Agropecuária</b>	<b>1,4%</b>
<b>Indústria</b>	<b>-5,3%</b>
Extrativa	-2,0%
Transformação	-8,2%
Construção civil	-4,2%
Eletricidade e outros	1,8%
<b>Serviços</b>	<b>-2,8%</b>
Comércio	-7,3%
Transporte	-7,5%
Serviços de informação	-0,6%
Intermediação financeira	-0,3%
Outros serviços	-4,4%
Aluguéis	0,3%
Administração pública	-0,2%

Projeção: IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV

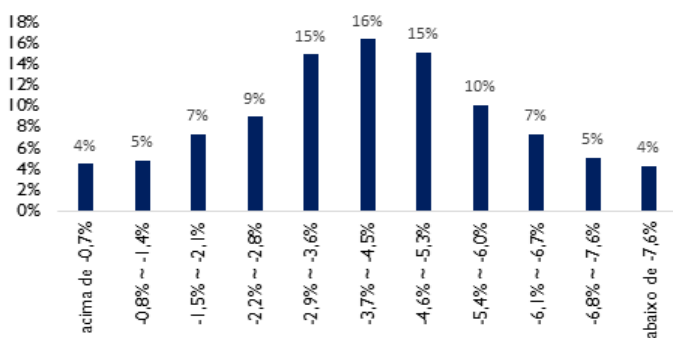
sensibilidade mostra que contrações muito agudas, como uma queda de 6,0% (ou mais intensa), ainda não podem ser descartadas.

**Gráfico 1: Distribuição de Probabilidades para Projeção da Taxa Interanual do PIB (sem ajuste sazonal)**



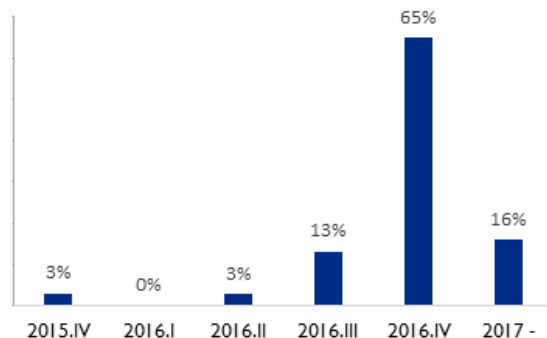
Seguindo a mesma linha de raciocínio, pode-se aproveitar a distribuição dos cenários para avaliar a probabilidade de o PIB sair da recessão em cada um dos próximos trimestres. Como indicado no Gráfico 3, a economia só deve voltar a crescer em algum momento de 2017, pois a probabilidade de haver quedas trimestrais do PIB no quarto trimestre de 2016 ainda é 65%. Dada a incerteza das projeções realizadas com quatro trimestres de antecedência, indicada no Gráfico 1, pode-se concluir que ainda não há sinais claros do momento em que a economia brasileira sairá da forte contração em que se encontra atualmente.

**Gráfico 2: Probabilidades Associadas a Diversos Cenários de Contração do PIB em 2016**



Projeção: IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 3: Probabilidades de uma Última Taxa Negativa do PIB (ajustada sazonalmente) ser Observada em Cada Trimestre**



Projeção: IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

A despeito das muitas incertezas quanto aos possíveis cenários no médio prazo, os dados do Monitor<sup>1</sup> do PIB de fevereiro indicam a tendência do cenário médio da distribuição. Como pode ser visto na Tabela 2, em fevereiro ocorreu uma nova contração do indicador, de 3,7%, em relação ao ano anterior.

**Tabela 2: Monitor do PIB**

Atividades	FEV2016/FEV2015	FEV2016/JAN2016
Consumo das famílias	-4,0%	-2,1%
Consumo do governo	0,4%	-0,1%
Formação bruta de capital fixo	-18,5%	-3,5%
Exportação	28,4%	4,2%
Importação	-16,8%	-1,2%
<b>PIB</b>	<b>-3,7%</b>	<b>-1,8%</b>
<b>Agropecuária</b>	<b>-0,7%</b>	<b>-1,8%</b>
<b>Indústria</b>	<b>-5,3%</b>	<b>0,8%</b>
Extrativa	-5,6%	1,9%
Transformação	-10,1%	-1,1%
Construção civil	-2,4%	7,7%
Eletricidade e outros	3,7%	0,5%
<b>Serviços</b>	<b>-2,2%</b>	<b>0,8%</b>
Comércio	-8,6%	-1,4%
Transporte	-1,5%	0,0%
Serviços de informação	-6,8%	-2,0%
Intermediação financeira	0,5%	-0,1%
Outros serviços	-0,6%	3,2%
Aluguéis	0,4%	1,1%
Administração pública	-1,4%	-0,2%

Fonte: IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

*Silvia Matos e Vinícius Botelho*

## 2. Expectativas de Empresários e Consumidores

### Incerteza e confiança em 2016

A queda da confiança de empresas e consumidores em março reforça o diagnóstico de estabilização dos índices no patamar mínimo histórico neste início de ano. Essa estabilização suscita perguntas em relação à evolução desses indicadores nos próximos meses: teríamos alcançado o fundo do poço? Como o cenário econômico os influenciará daqui por diante? E o ambiente político?

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



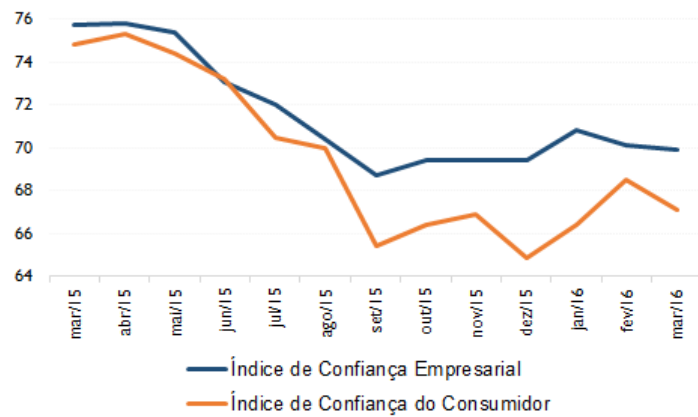
Para responder a essas questões é necessário lembrar que a trajetória dos índices de confiança é influenciada por fatores econômicos e não-econômicos. A sua fama como bons indicadores de atividade deriva de qualidades como tempestividade e desenho cíclico. Mas a tendência sinalizada somente pelo ambiente macro é exacerbada, ou por vezes até alterada, por fatores como crises políticas. A identificação deste componente de “sentimento” dos índices de confiança não é tarefa fácil, mas pode ser realizada, por exemplo,

com o auxílio de variáveis *proxy*. Uma delas seria uma medida de incerteza econômica. Em economia pode-se dizer que há aumento da incerteza quando cresce a dificuldade dos agentes em atribuir probabilidades a diferentes cenários, por exemplo. O Gráfico 5 apresenta um indicador experimental de incerteza construído pelo NMEC/IBRE como uma combinação de indicadores de dispersão das projeções de mercado; da incidência relativa de termos como incerteza em mídias sociais e eletrônicas; da volatilidade do Ibovespa; do CDS, uma medida de risco-país; e de uma medida de expectativas obtida nas próprias sondagens.

O país observou picos de incerteza em 02-03 (eleição de Lula), na crise de 08-09 e na recessão atual. Embora o indicador não se encontre no momento em seu nível máximo, a média anual de 2015 foi a maior da série, indicando persistência de níveis elevados de incerteza.

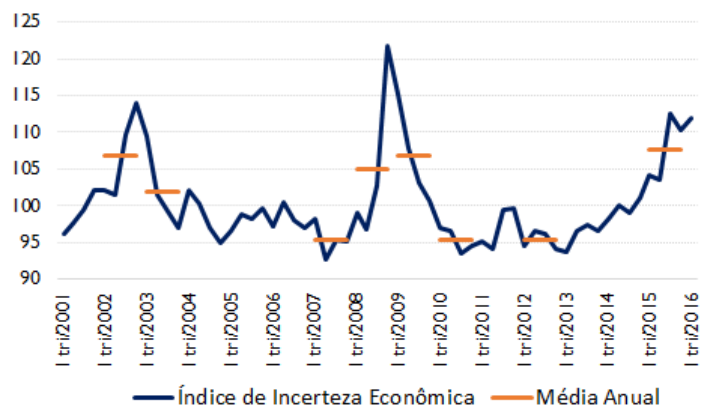
Ao ser incorporado em modelos explicativos para a confiança industrial e do consumidor compostos por variáveis econômicas, esse indicador de incerteza adiciona informação não encontrada nas outras variáveis. Utilizamos esses modelos na construção de cenários para a confiança até o final do ano, com base em cenários macro de mercado e em diferentes hipóteses para a incerteza: i) redução, terminando o ano entre o nível atual e o mínimo histórico; ii) estabilidade; e iii) aumento, aproximando-se do nível recorde do final de 2008.

**Gráfico 4: Índices de Confiança Empresarial e do Consumidor**  
(Com ajuste sazonal)



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

**Gráfico 5: Indicador de Incerteza Econômica**  
(Médias trimestrais)



Fonte: NMEC/IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

No cenário de redução da incerteza, a confiança da indústria, por exemplo, subiria moderadamente, chegando ao final do ano entre 85 e 90 pontos, ainda baixa, mas superior aos atuais 75 pontos. No caso de estabilidade, a confiança subiria suavemente, para cerca de 80 pontos, influenciada pela atenuação das taxas negativas de crescimento. No caso de aumento, a confiança ficaria relativamente estável até o final de 2016. Ressalte-se que a turbulência política poderá originar espasmos de otimismo ou pessimismo.

Com base nesses exercícios podemos responder aos três questionamentos acima: i) há uma boa chance de que a confiança industrial tenha atingido o fundo do poço. No caso do consumidor, mais sensível a aspectos não econômicos, isso não é tão certo; ii) o cenário macro tende a contribuir para uma alta da confiança industrial. O caso do consumidor é mais complicado, considerando-se os cenários muito ruins para o mercado de trabalho; iii) o ambiente político ainda ruidoso deve adicionar volatilidade às séries. Neste momento, tudo parece depender da capacidade da classe política de se entender e convergir para uma linha de ação que aumente o grau de previsibilidade da economia.

*Aloisio Campelo Jr. e Vitor Vidal Velho*

### **3. Mercado de Trabalho**

#### **IBGE descontinua série histórica de emprego**

O mercado de trabalho segue em deterioração nos primeiros meses de 2016. A eliminação dos empregos temporários, que normalmente ocorre após as festas de fim de ano, e a forte desaceleração da economia contribuem para a piora da taxa de desemprego. Segundo os dados da Pesquisa Mensal do Emprego (PME), de janeiro a fevereiro o desemprego saltou de 7,6% para 8,2%. O desaquecimento da economia também pode ser observado nos dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD-C). Nesta pesquisa observa-se que o desemprego passou de 9,5% em janeiro para 10,2% em fevereiro.

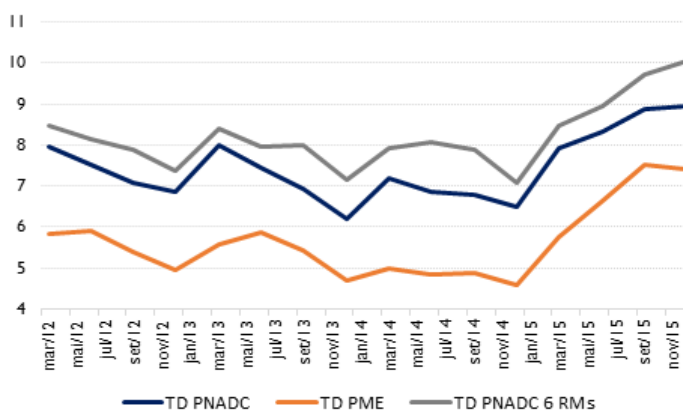
No emprego formal, o Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED) registrou nos últimos três meses, de dezembro de 2015 a fevereiro de 2016, eliminação líquida acumulada de 800 mil postos de trabalho. Esta redução no número de empregos, observada entre dezembro de 2015 e fevereiro de 2016, representa a maior queda da série histórica para esse período do ano (até então o recorde era uma perda de 747 mil postos de trabalho entre dezembro de 2008 e fevereiro de 2009).

Os indicadores do mercado de trabalho tendem a responder mais lentamente do que as demais variáveis econômicas, como o câmbio e a inflação. Por esse motivo, mesmo diante de um hipotético choque positivo na economia, o desemprego ainda permanecerá em alta em 2016 e 2017. A taxa de desemprego média anual projetada é de 11,5% para 2016 e 12,8% para 2017, pela PNAD-C. As previsões com base no CAGED também apontam deterioração do mercado de trabalho, sugerindo que ocorrerá um fechamento acumulado de 2,5 milhões de vagas até o fim de 2017.

A PME, divulgada pelo IBGE desde 2002, encerrou-se em março deste ano. Gradualmente, os principais indicadores do mercado de trabalho terão que utilizar como referência os dados da PNAD-C. Porém, existem diferenças relevantes entre a antiga PME e a nova PNAD-C. Por ser mais recente, a PNAD-C possui uma série histórica mais curta, iniciada em 2012. Além disso, enquanto o universo da PME se restringe a apenas seis regiões metropolitanas, a PNAD-C tem abrangência nacional. Finalmente, os microdados da PME têm periodicidade mensal e os da PNAD-C, trimestral.

No Gráfico 6, que considera o intervalo de tempo entre março de 2012 e dezembro de 2015, por se tratar do período de coexistência entre a PNAD-C e a PME, observamos o comportamento da taxa de desemprego calculada a partir destas duas pesquisas. Por um lado, verifica-se diferença substantiva entre as séries. Particularmente, o nível da taxa de desemprego na PNAD-C, mesmo ao considerar apenas as seis regiões metropolitanas da PME (TD PNAD-C 6 RMs), é significativamente maior ao longo de todo o período analisado. Por outro lado, constata-se semelhança na evolução da taxa de desemprego obtida a partir das duas pesquisas. Mais precisamente, as séries de desemprego da PME (TD PME) e da TD PNAD-C 6 RMs têm uma trajetória praticamente paralela, no intervalo de tempo considerado.

**Gráfico 6: Taxa de Desemprego PNADC x PME x PNADC por seis Regiões Metropolitanas (em %)**



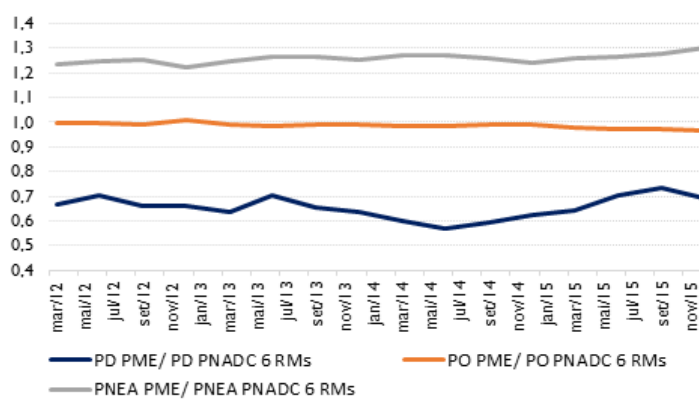
Fontes: PNADC e PME (IBGE). Elaboração: IBRE/FGV.

Segundo o IBGE, as discrepâncias entre as pesquisas decorrem primordialmente de diferenças metodológicas. A principal distinção, no cômputo da taxa de desemprego, advém da forma como os respectivos questionários alocam os indivíduos afastados do mercado de trabalho.<sup>2</sup> O menor grau de detalhamento do questionário da PME tende a alocar maior proporção dos indivíduos afastados do mercado de trabalho na inatividade (com conseqüente redução na proporção dos desocupados). Alternativamente, o questionário mais minucioso da PNAD-C consegue captar com maior precisão, dentre os indivíduos afastados do mercado de trabalho, aqueles que de fato buscaram emprego. Desta maneira, a PNAD-C aloca maior proporção dos indivíduos afastados do mercado de trabalho no desemprego (e proporção menor na inatividade).

<sup>2</sup> Indivíduos podem ficar afastados do mercado de trabalho pelos seguintes motivos: (i) férias, (ii) fatores ocasionais (más condições do tempo, greves no serviço de transporte, etc.), (iii) licença remunerada, (iv) suspensão temporária do contrato de trabalho, (v) greve, (vi) gestação, doença ou acidente, (vii) falta voluntária e (viii) outros motivos.

O Gráfico 7 apresenta, para um conjunto de indicadores relevantes do mercado de trabalho, a razão entre os dados da PME e da PNAD-C restrita às seis regiões metropolitanas. Os indicadores considerados são a população ocupada (PO), a população desocupada (PD) e a população não economicamente ativa (PNEA). A explicação fornecida pelo IBGE sugere as seguintes diferenças de nível para a PME (em relação a PNAD-C restrita às seis regiões metropolitanas): (i) menos desocupados, (ii)

**Gráfico 7: Proporção PME/PNADC por seis Regiões Metropolitanas**



Fontes: PNADC e PME (IBGE). Elaboração: IBRE/FGV.

aproximadamente o mesmo número de ocupados e (iii) mais inativos. Note-se que as três séries fornecidas no Gráfico 7 apresentam exatamente as diferenças de nível previstas pelo IBGE. Além disso, as razões contidas no gráfico são surpreendentemente estáveis ao longo do tempo. Mesmo a trajetória da série calculada a partir da população desempregada, variável que costuma apresentar bastante ruído, é relativamente constante ao longo do tempo.

A seção Em Foco, ao final deste Boletim, utiliza justamente alguns dos fatos discutidos nesta análise de conjuntura para propor uma metodologia de retopolação da série de desemprego da PNAD-C restrita às seis regiões metropolitanas. Os fatos considerados na seção Em Foco – referentes às séries de PO, PD e PNEA – são: (i) as diferenças no nível destas séries e (ii) a surpreendente estabilidade ao longo do tempo das referidas diferenças.

*Bruno Ottoni Eloy Vaz e Tiago Cabral Barreira*

## 4. Inflação

### Desaceleração inflacionária ganha fôlego

A inflação teve em março o alívio que as altas inesperadas de janeiro e, em menor escala, fevereiro adiaram. A variação do IPCA, de 0,43%, foi a menor para o mês de março desde 2012, época em que os preços subiam em ritmo inferior a 6% ao ano. Com este número, a taxa em 12 meses totalizou 9,39%, reingressando no terreno de um dígito, depois de quatro meses acima de 10%. Mesmo assim ficaram sequelas. A taxa estimada pelo Banco Central para 2016 em seu cenário de referência avançou de 6,2% para 6,6%, entre o Relatório de Inflação de dezembro de 2015 e o de março de 2016. Parte da revisão se deve aos aumentos não antecipados do começo do ano, que participarão do cômputo da taxa em 12 meses até o início de 2017.

A análise do IPCA de março mostra que a queda de 3,41% do preço da energia elétrica foi responsável por uma contribuição de -0,13 ponto percentual (pp) à taxa do mês. A redução se deve à mudança da bandeira tarifária vermelha para a amarela, de menor valor. A troca se tornou

possível pela maior disponibilidade hídrica, consequência sobretudo do baixo consumo, reflexo da recessão. A queda de março é a maior desde fevereiro de 2013. Naquela ocasião, ao contrário de hoje, a demanda por eletricidade era firme e a oferta, limitada.

A recessão parece estar desacelerando também os preços livres. Os serviços subiram 0,24% em março, a menor taxa para o mês desde 2009. Com este percentual, a variação acumulada em 12 meses dos serviços livres atingiu 7,50%, após quatro reduções consecutivas. Em novembro passado, antes de iniciar-se esta sequência de reduções, a taxa alcançou 8,37%. Embora tenha contado com a influência da queda de 10,85% do preço da passagem aérea em março, a tendência de desaceleração dos serviços vai se disseminando, a ponto de praticamente não depender desta contribuição. Excluindo-se a passagem aérea da cesta de serviços livres, a taxa nos 12 meses terminados em março foi de 7,63%, ante 8,64%, em novembro. Um recuo de 1 pp em tão curto intervalo não é comum na série histórica dos serviços.

A desaceleração do IPCA poderia ter sido ainda maior se não tivesse esbarrado na alta dos alimentos, cuja taxa passou de 1,06%, em fevereiro, para 1,24%, em março. A influência dos alimentos *in natura* foi destacada nesse movimento. A taxa do item frutas saltou de 3,84%, em fevereiro, para 8,9%, em março, tornando-se a principal contribuição para a aceleração dos alimentos. Apesar de registrar taxa negativa, o item tubérculos, raízes e legumes também contribuiu para a aceleração do grupo alimentar ao registrar queda menos intensa: sua taxa de variação passou de -3,76%, em fevereiro, para -0,48%, em março.

Para o mês de abril, já estão previstos dois movimentos com efeitos opostos. De um lado, a adoção da bandeira verde nas tarifas de energia pode levar a uma queda de 4,5%, com impacto negativo de 0,18 pp no índice geral. De outro, o aumento autorizado dos medicamentos, de 12,5%, se aplicado integralmente, acrescentará 0,4 pp ao IPCA. O saldo entre os dois impactos, de pouco mais de 0,2 pp, ainda que possa ser reduzido pela desaceleração de outros componentes, deve se manter positivo levando a uma previsão preliminar de 0,6% para o indicador. Embora maior que o de março, o número previsto para abril permitirá a continuação da trajetória declinante da taxa em 12 meses.

A desaceleração inflacionária em curso pode ter seu alcance ampliado. É o que sugerem os números do IPA. A taxa em março foi de 0,37%, ante 0,84%, em fevereiro. Esta desaceleração é fruto de pelo menos quatro fatores: safras agrícolas abundantes, preços de derivados de petróleo em queda, fim do ciclo de repasses de preços de bens finais e primeiros impactos da recente apreciação cambial. Estes efeitos, além da provável desaceleração dos alimentos *in natura*, devem moderar altas futuras do IPCA.

Tudo somado, a inflação prevista para 2016 é de 7%, ante 7,2%, na edição de março. A médio prazo, vale lembrar, as incertezas de origem política que cercam a economia podem levar a desfechos capazes de provocar desvios da trajetória da inflação. Isto se daria, por exemplo, em resposta a um agravamento do desequilíbrio fiscal que produzisse uma oscilação de grande amplitude da taxa de câmbio. Por ora, todavia, tais desdobramentos são somente conjecturas.



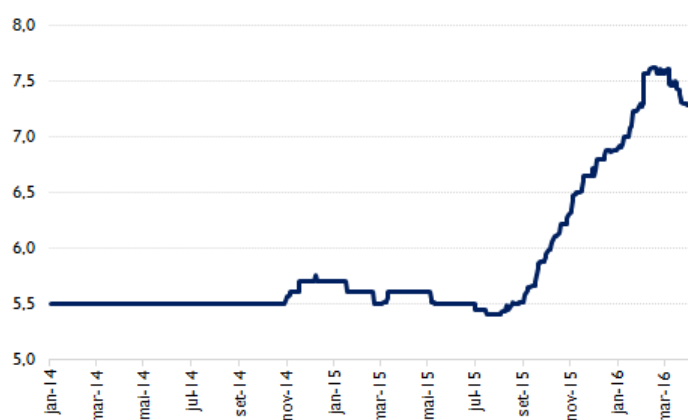
## 5. Política Monetária

### Expectativa de inflação, câmbio e taxa de juro

A taxa real de juro encontra-se em patamar elevado (7,8%), a economia enfrenta a mais grave recessão de que se tem notícia e as projeções de inflação começam a ceder. Diante desse quadro, parece natural imaginar que a taxa Selic começará a ser reduzida em algum ponto do corrente ano.

Expectativa sobre o comportamento da inflação é variável chave num regime de metas. Na academia há quem já tenha dito que *inflation targeting* é o mesmo que *inflation expectations targeting*. Sendo assim, quem se interessa pelo comportamento futuro da taxa de juro precisa acompanhar a evolução das expectativas de inflação. Um rápido exame do comportamento dessas expectativas pode ajudar a concluir se o juro tende de fato a cair proximamente ou não.

**Gráfico 8: Expectativa de Inflação para 2016 - Focus (%)**



Fonte: Focus / BCB. Elaboração: IBRE/FGV.

No passado recente, e tomando-se por base as expectativas para 2016, nota-se piora no comportamento dessa variável no final de 2014, seguida de melhora a partir do começo de 2015. (Gráfico 8). A reversão pode ser atribuída aos sinais de austeridade macroeconômica emitidos no início de 2015. Na esteira de propostas concretas de ajuste fiscal e de sete aumentos consecutivos da Selic (elevada de 11,00% para 14,25% entre o final de outubro de 2014 e julho de 2015), as expectativas de inflação para 2016 cederam para 5,4% em meados de julho.

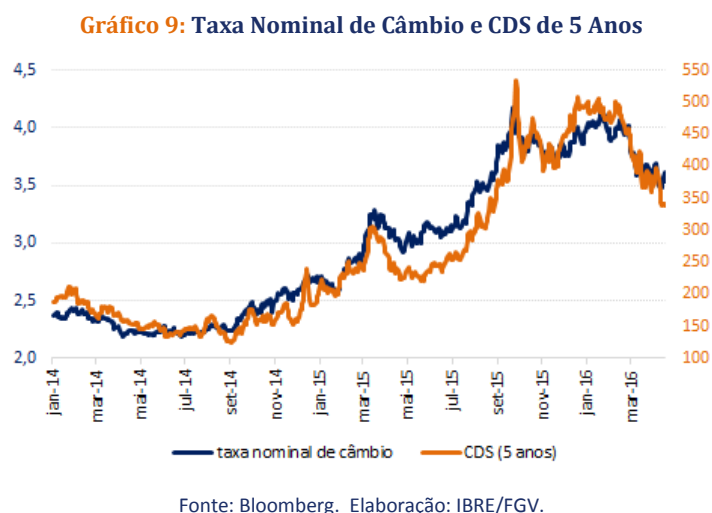
No começo do segundo semestre de 2015 explicitaram-se as dificuldades fiscais do país – redução de meta do superávit primário, proposta de orçamento deficitário, etc. As expectativas de inflação voltaram a piorar, de maneira continuada, processo que começou a se reverter somente a partir do início de março deste ano – de um pico de 7,6%, as expectativas cederam para 7,1%.

Conclui-se que, como esperado, as expectativas de inflação respondem a sinais concretos de mudança nas políticas fiscal e monetária. De março para cá, porém, nada mudou efetivamente nesses dois campos. Como explicar, então, a reversão das expectativas de inflação?

Por certo isso tem a ver com dois fatores de início assinalados: política monetária apertada e recessão severa. É natural que as expectativas e a própria inflação cedam. Falta, porém, destacar uma variável chave em todo esse processo: o câmbio. Sobre esta cabem três considerações. Trata-se de uma variável que se mexe em função de oscilações no risco país, reage a expectativas de

mudança de política econômica, e muitas vezes exacerba os efeitos das políticas fiscal e monetária sobre a inflação.

No Gráfico 9, nota-se como o preço do dólar e o risco país (CDS-5anos) andam juntos. Em algumas ocasiões o risco é predominantemente afetado por forças domésticas; em outras, por fatores externos. No segundo semestre de 2014, por exemplo, a alta generalizada do dólar aumentou o risco Brasil; em 11/08/2015, alteração da política cambial na China deu gás a uma tendência altista do risco já em curso; em 17/09/2015, decisão tranquilizadora do Fomc sobre o futuro dos juros nos EUA atuou no sentido contrário.



O ponto relevante é que o preço do dólar tem mais ou menos acompanhado os movimentos das expectativas de inflação. Ambos cederam diante das medidas mais ortodoxas do primeiro semestre de 2015, subiram acentuadamente diante do agravamento da crise fiscal, e agora caem juntos. O fortalecimento do real decorre do fato de que o mercado espera uma nova política econômica, associada a eventual mudança na administração federal. E isto ajuda a trazer para baixo as expectativas de inflação. Na medida em que as expectativas do mercado se confirmem, haverá espaço para queda da taxa de juro.

*José Júlio Senna*

## 6. Política Fiscal

### Considerações acerca da composição da dívida bruta do governo geral (DBGG)

A percepção de risco dos agentes, somada aos desequilíbrios estruturais da economia, levaram às elevadas taxas de juros praticadas no Brasil nos últimos anos. Os altos juros, por sua vez, provocaram o aumento do custo de carregamento da dívida pública. Por essa razão, exige-se um esforço fiscal excepcional, que permita o pagamento do serviço da dívida de modo a estabilizar sua trajetória de crescimento e, pelo menos, manter o endividamento constante como proporção do PIB.

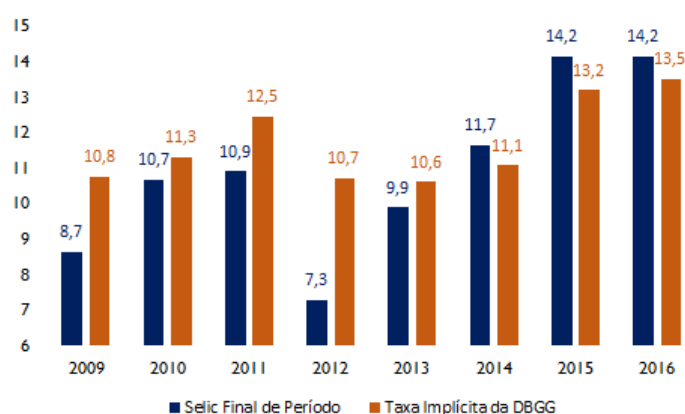
Compreender a evolução do custo de carregamento da dívida pública é fundamental para analisar sua dinâmica, pois existem outros fatores, além da Selic, que impactam seu resultado. Esta seção analisa a composição da Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) de dezembro de 2009 a fevereiro

de 2016. Neste sentido, considera fatores que incidem diretamente sobre a relação DBGG/PIB, como juros, variação cambial, inflação, etc.

A DBGG apresentou forte expansão nos últimos anos, saindo de 59,2% em 2009 para 67,6% do PIB em fevereiro de 2016. Esse aumento foi causado por dois fatores principais: a elevação do juro nominal e a desvalorização cambial. O volume de juros nominais pagos sobre a dívida bruta do governo geral passou de 5,7% do PIB em 2009 para impressionantes 7,9% do PIB acumulados em 12 meses até fevereiro de 2016. Já os ajustes cambiais sobre a dívida bruta passaram de -1,2% do PIB em 2009 para 1,4% no acumulado em 12 meses até fevereiro de 2016.

No entanto, quando se calcula a taxa de juros implícita da DBGG,<sup>3</sup> que reflete o cálculo da despesa com juros sobre a dívida, observa-se que houve uma mudança recente no seu nível, em comparação com a Selic. De forma geral, o juro implícito da DBGG corresponde à Selic mais um *spread*, mas, conforme evidenciado no Gráfico 10, desde 2014 a taxa implícita corre por baixo da Selic.

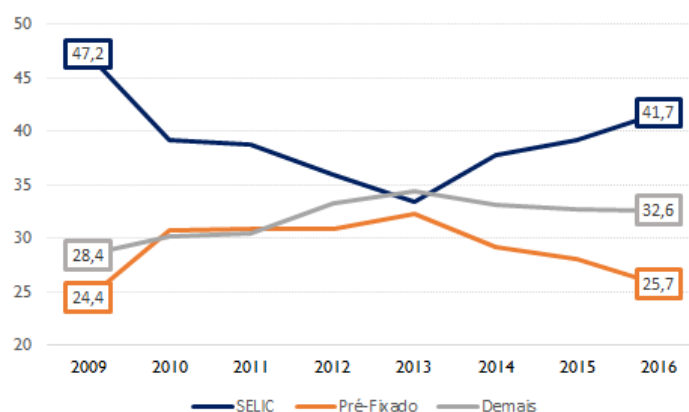
**Gráfico 10: Comparativo entre a Taxa SELIC e a Taxa Implícita de Juros da DBGG (%)**



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

A explicação para esse fenômeno pode ser obtida a partir dos indexadores da dívida bruta. Como se pode ver no Gráfico 11, houve uma mudança significativa na composição da DBGG nos últimos anos. Apesar do aumento da Selic, ocorreu importante redução da dívida indexada a essa taxa, com queda de 5,5 pontos percentuais de 2009 (47,2% da DBGG) para 2016 (41,7%). A redução da participação da dívida indexada à Selic foi parcialmente compensada pelo aumento de 1,3 pp de participação dos pré-fixados.

**Gráfico 11: Composição da DBGG**  
(Participação % por Indexador)



Fonte: BCB. Elaboração: IBRE/FGV.

De fato, essa mudança na composição da DBGG é importante para explicar por que a taxa implícita corre por baixo da Selic. Adicionalmente, além da perda de participação da dívida

<sup>3</sup> O cálculo da taxa de juros implícita da dívida bruta do governo geral segue a mesma metodologia adotada para o cálculo da dívida líquida do setor público consolidado. As considerações metodológicas podem ser obtidas em: <http://bit.ly/1qSyKFR>

indexada à Selic e do aumento da participação dos pré-fixados, houve grande aumento da participação da dívida dos demais indexadores, sendo os principais a inflação (2,14 pp) e o câmbio (1,24 pp).

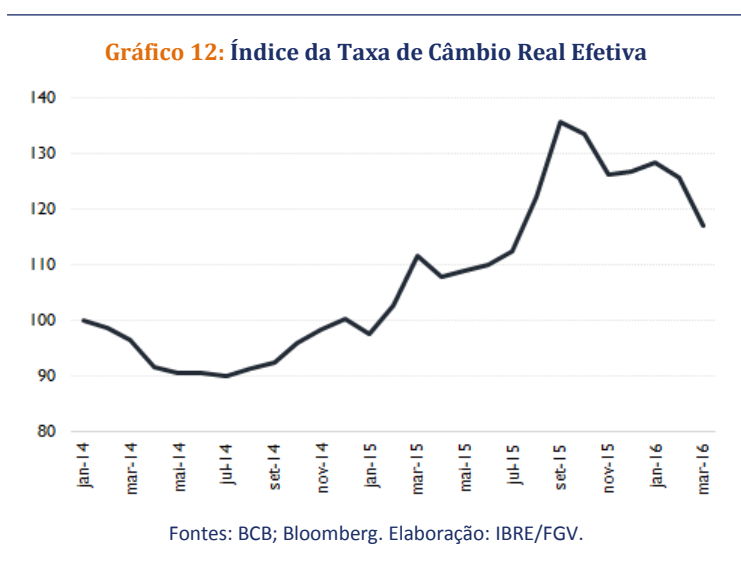
**Vilma Pinto**

## 7. Setor Externo

### O ajuste externo “virtuoso”: as exportações e os investimentos diretos no país

Em março, a balança comercial registrou o maior superávit da sua série histórica, de US\$ 4,4 bilhões, elevando o saldo acumulado no ano para US\$ 8,8 bilhões. A melhora na balança segue a tendência observada desde o ano passado, de forte redução nas importações (-33% na comparação entre o primeiro trimestre de 2015 e de 2016) e menor desaceleração das exportações (-5%, idem).

No caso das exportações, há indícios de que a desvalorização cambial começou a surtir efeito positivo nas manufaturas. Embora os dados em valor registrem queda, o índice do volume exportado das manufaturas da FUNCEX aumentou 16% entre o primeiro bimestre de 2015 e o de 2016. Observa-se, porém, que a instabilidade cambial no período

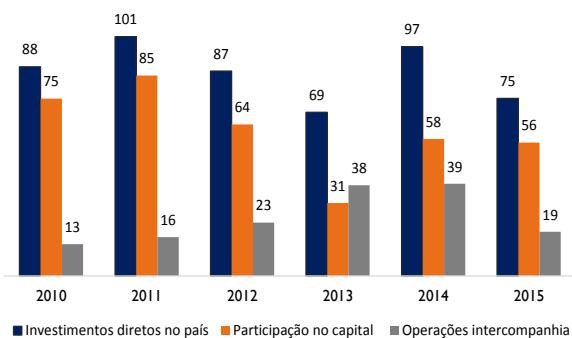


recente pode retardar a consolidação da trajetória de crescimento dessas exportações. Após se desvalorizar 36% entre janeiro e setembro de 2015 em termos reais, o câmbio valorizou-se 9% desde o início do ano (Gráfico 12). A recessão doméstica, entretanto, aumenta a atratividade do mercado externo e deve compensar essa valorização.

Na conta financeira, a captação líquida de recursos caiu de US\$ 20 bilhões para US\$ 6 bilhões entre o primeiro bimestre de 2015 e 2016, pela redução da entrada dos investimentos em carteira e outros investimentos. Em direção oposta, aumentaram os investimentos diretos no país (IDP). É um resultado que chama atenção no atual cenário de instabilidade econômica e política. Também é notável que, no Relatório Focus, a previsão para a entrada do IDP tenha se mantido constante desde janeiro, em US\$ 55 bilhões. Diferentemente das projeções das transações correntes e da balança comercial, que mudam quase que semanalmente, as previsões de IDP variam pouco ao longo do ano. O que pode sinalizar inércia, pela dificuldade de prever o comportamento do IDP; ou o fato de que a entrada do IDP depende menos de fatores conjunturais e mais de estratégias de médio e longo prazo. Após o *boom* de 2011, o IDP na forma de participação do capital caiu no Brasil, atingindo US\$ 58 bilhões em 2014 e US\$ 56 bilhões em 2015 (Gráfico 13). Um ajuste lento,

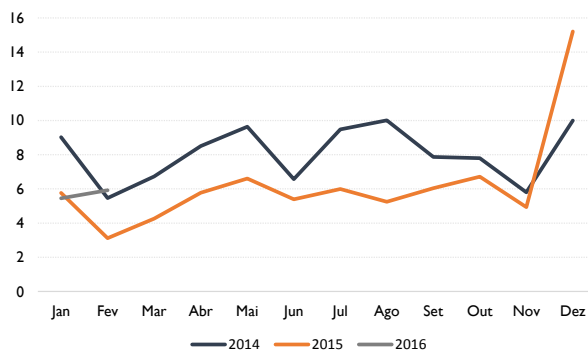
em comparação com a piora das condições da economia, e que reforça a ideia da importância de considerações além da conjuntura.

**Gráfico 13: Investimento Direto no País (em US\$ bilhões)**



Fonte: BCB. Elaboração: IBRE/FGV.

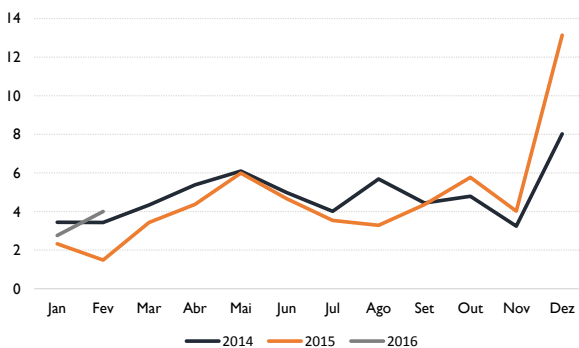
**Gráfico 14: Investimento Direto no País (em US\$ bilhões)**



Fonte: BCB. Elaboração: IBRE/FGV.

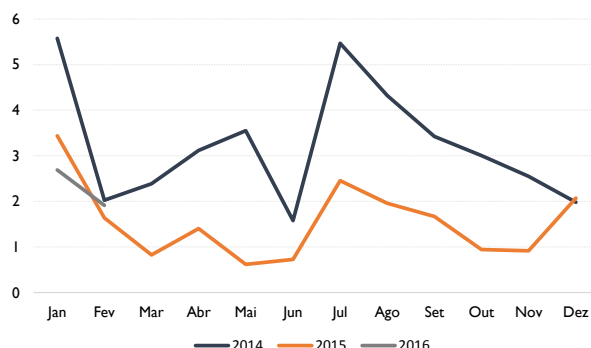
O aumento do IDP no primeiro bimestre de 2016 deveu-se à alta da participação do capital, de US\$ 3,8 bilhões para US\$ 6,8 bilhões, já que as operações intercompanhia caíram de US\$ 5,1 bilhões para US\$ 4,6 bilhões. Comparamos os fluxos dos IDP, da participação do capital e das operações intercompanhia entre janeiro de 2014 e fevereiro de 2016 (Gráficos 14, 15 e 16). Os fluxos mensais de IDP são menores em 2015 do que em 2014, exceto dezembro, e os de 2016 ultrapassam os de 2015 e 2014, em fevereiro. As diferenças entre 2014 e 2015 são explicadas principalmente pela queda das operações intercompanhia, pois os fluxos de participação de capital registram diferenças menores, e, na verdade, são maiores em 2015 do que em 2014 a partir de outubro. Em 2016, como já assinalado, ultrapassam os valores de 2015.

**Gráfico 15: Participação no Capital (em US\$ bilhões)**



Fonte: BCB. Elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 16: Operações Intercompanhia (em US\$ bilhões)**



Fonte: BCB. Elaboração: IBRE/FGV.

A conclusão não permite grande entusiasmo, pois os fluxos de IDP e a participação do capital caíram em relação aos anos de 2011 e 2012. No entanto, é possível nutrir um moderado otimismo, já que a perda de confiança empresarial não se refletiu ainda em fortes recuos de IDP



nos últimos dois anos e no início de 2016. Assegurar condições econômicas favoráveis e estabilidade política são requisitos para se manter os US\$ 55 bilhões previstos e cifras superiores para os próximos anos.

*Lia Valls Pereira*

## 8. Panorama Internacional

### O que está acontecendo na economia chinesa?

Estruturalmente, a economia chinesa passa pela transição que todos esperam. De 2011 a 2015, a participação indústria no PIB recuou de 46% para 40%, enquanto a participação dos serviços no PIB elevou-se de 44% para 50%. A contribuição do crescimento do setor terciário para o crescimento econômico foi em 2015 pouco acima de 4,2%. A indústria contribuiu com 2%, a construção civil com 0,4% e a agropecuária com 0,3%, totalizando 6,9%.

Pela ótica da demanda o consumo contribuiu com 4,6 pp, o investimento com 2,5 pp e o setor externo com -0,2 pp, totalizando, evidentemente, os mesmos 6,9%. Em linhas gerais, o processo de transição continuou no início de 2016, com desaceleração do crescimento para 6,7% a.a. no primeiro trimestre – resultado em linha com nossa projeção e a mediana das expectativas de mercado.

Outros indicadores reforçam a visão de que a velha China, baseada no investimento e na indústria, cede espaço para a nova China, baseada no consumo e nos serviços. Desde o início de 2013, a taxa de crescimento do produto industrial caiu de 10% para pouco menos de 6%, enquanto o crescimento do varejo real (deflacionado pelos preços ao consumidor) oscilou em torno de 10%. Os dados do primeiro trimestre de 2016 confirmam essa “economia em duas velocidades”, com desaceleração adicional da produção industrial e desempenho salutar das vendas no varejo.

O mesmo processo pode ser apreciado pelo mercado de trabalho. A taxa de crescimento do emprego na agropecuária tem caído desde 2000, de 1% para -5% em 2014. A mesma estatística para a indústria apresenta, após forte crescimento de 2000 até 2006, recuo monotônico de 6% para 1% em 2014. A taxa de crescimento do emprego nos serviços, que entre 2000 e 2012 estabilizou-se em torno de 3,5% ao ano, apresentou em 2013 e 2014 aceleração para respectivamente 4% e 5%.

É comum haver a suspeita de que os dados oficiais da China estão errados. No entanto, há estudos que sugerem que essa suspeita não é verdadeira. Parece haver consenso que os dados oficiais de atividade sofrem de um excesso de estabilidade, não refletindo as oscilações esperadas no ciclo econômico. No entanto, a evidência disponível é de que o valor médio do crescimento obtido não é materialmente distante dos valores corretos – os dados de atividade chineses não parecem ser tão manipulados quanto o senso comum sugere.

É comum se mencionar o índice *Li Keqiang* como sendo um indicador mais preciso do crescimento da economia chinesa. Segundo este indicador, o crescimento no último ano já seria de 2%! O problema é que o indicador dá muito peso para a velha China, ao computar somente crédito concedido pelos bancos oficiais, consumo de energia elétrica e frete ferroviário. Adicionalmente,

se o indicador fosse acompanhamento preciso da atividade da economia chinesa, então o crescimento em 2011 teria sido de 14% e não o 10% divulgado, e em alguns anos na primeira década do século XXI o crescimento teria chegado a mais de 25%!

Ainda que o crescimento atual pareça ser, de fato, próximo ao oficialmente reportado, é importante lembrar que existem fatores estruturais que vão levar a uma desaceleração progressiva até o fim da década. A população cresce a taxas cada vez menores, aproximando-se da retração (o que deve acontecer em meados da próxima década), o investimento recua e o crescimento da produtividade não é suficiente para compensar estes efeitos negativos. Assim, o crescimento da economia chinesa deve apresentar lenta e contínua desaceleração até atingir algo como 6% em 2020.

A inflação ao consumidor tem rodado em torno de 2,0% ao ano e a inflação ao produtor na casa de -5% nos últimos meses. Há deflação ao produtor desde o primeiro trimestre de 2012. Após rodar bom tempo em torno de -2%, iniciou queda mais acentuada em meados de 2014, chegando a atingir contração de pouco menos de 6,0% durante o último trimestre de 2015. É importante frisar que a deflação dos preços ao produtor é um fenômeno generalizado na Ásia e mantém-se quando limpamos o índice do preço das commodities. Ou seja, há deflação na Ásia de bens comercializáveis, provavelmente em função do forte excesso de capacidade que foi construído entre 2009 e 2014.

O cenário que defendemos – pouso suave nos próximos anos – tem respaldo quando comparamos a trajetória da China com a de outros asiáticos.

O conjunto de figuras 17.I a 17.IV apresenta a evolução de quatro estatísticas agregadas para as economias japonesa, coreana e chinesa. As estatísticas são da taxa de crescimento do produto por trabalhador, da relação capital-produto, da taxa de crescimento da produtividade total dos fatores, PTF, que é uma medida de produtividade sistêmica da economia, e do produto marginal do capital, PmgK. Em cada gráfico, uma das quatro estatísticas está representada na frequência anual. Cada data representa um ano. O ano zero é 1970 para o Japão, 1996 para a Coreia e 2012 para a China. A data zero foi escolhida para cada economia no momento em que sofreu forte desaceleração das taxas de crescimento da PTF (veja a queda desta taxa no ano zero no gráfico).

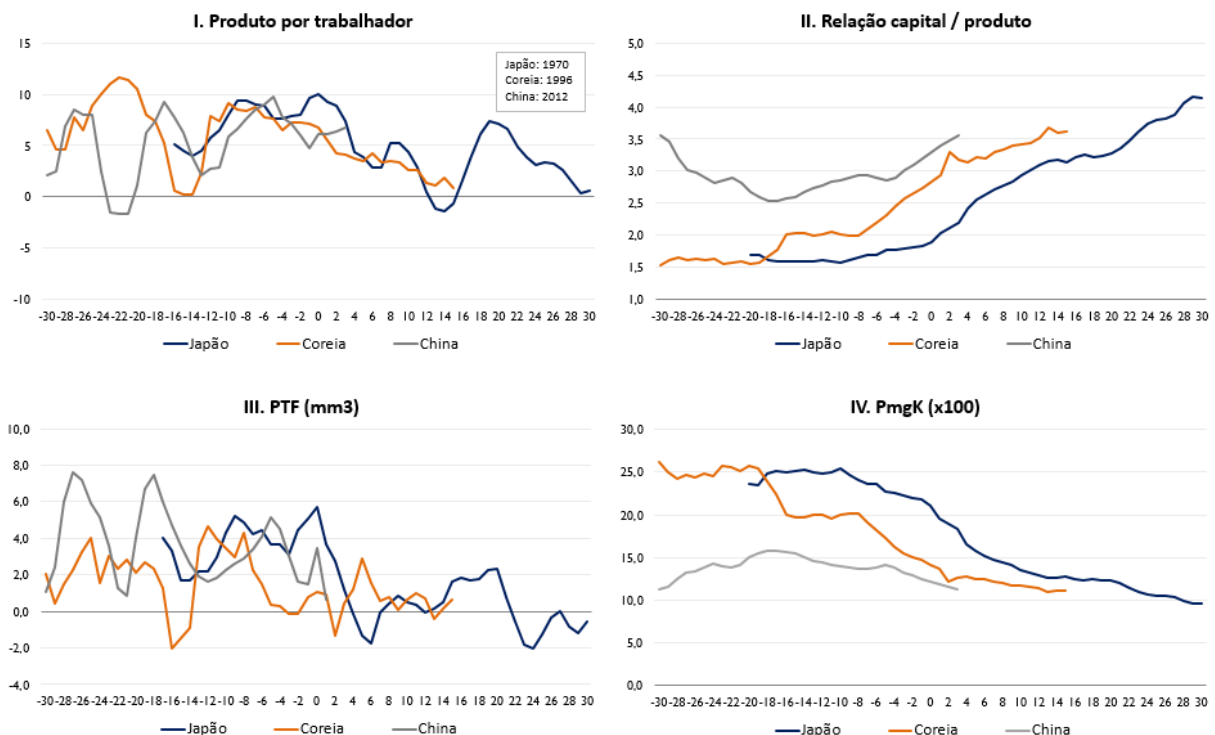
Há de fato sinais de superinvestimento em capital na China – no ano zero a relação capital-produto era 3,5 para a China, 3 para a Coreia e 2 para o Japão. No entanto, o desempenho do crescimento da PTF e da produtividade do trabalho mostra aderência com o modelo asiático de crescimento.

Há três temas que têm levantado dúvidas dos analistas quanto à estabilidade do processo de desaceleração chinesa e da transição estrutural da velha China em direção à nova China.

O primeiro, e no nosso entender, o mais importante, é o elevado endividamento das empresas estatais, com destaque para aquelas ligadas aos governos locais. Estas empresas representam empresas da velha China – siderurgia, carvão, indústria naval, cimento e alumínio, entre outras – e em geral são também os setores que apresentam forte excesso de capacidade. Avaliamos que

uma sociedade que poupa quase 50% do PIB, tem baixo endividamento do Governo Central (em torno de 45% do PIB) e posição internacional de investimento fortemente credora possui espaço para acomodar perda patrimonial.

**Gráfico 17: Evolução comparativa da trajetória da taxa de crescimento do produto por trabalhador, da relação capital-produto, da taxa de crescimento da produtividade total dos fatores (PTF) e do produto marginal do capital, para Japão, Coreia e China. (A data zero representa 1970 para o Japão, 1996 para a Coreia e 2012 para a China.)**



Fonte: Penn world table até 2010 e construção própria a partir de 2012 com os dados de contas nacionais. Elaboração: IBRE/FGV

Outra dúvida refere-se à forte queda do mercado acionário nos últimos meses. Avaliamos que o mercado é pequeno e sempre foi muito especulativo. Nesse sentido, a queda recente reflete o estouro de uma bolha inflada a partir de do final de 2014, com valorizações incompatíveis com o desempenho da economia. Há perdas relevantes, mas que não são expressivas em termos agregados e não sinalizam recessão à frente – as ramificações do mercado acionário chinês à economia são mínimas, de forma que a queda das cotações não é um leading indicator do desempenho da atividade.

Finalmente há a dúvida com relativa à forte saída de capitais após alguns passos de liberação da conta de capital nos últimos anos. Em uma ótica mais otimista, que tendemos a priorizar, a fuga de quase 600 bilhões de dólares em um ano pode ser interpretada, em sua maior parte, como uma realocação de portfólio de uma economia que cresceu muito com a conta de capital fechada, além de representar processo de internacionalização das empresas chinesas, principalmente da velha China, no intuito de diversificar e direcionar a estratégia de crescimento para outros

mercados. A componente especulativa seria, sob esta ótica, limitada. Já a interpretação pessimista é de que a fuga de capital constitui um leading indicator do desempenho da atividade, visto que os residentes conhecem melhor a conjuntura da economia chinesa do que os não residentes – nesta interpretação, os fluxos especulativos possuem papel central. Há que se ressaltar que a sangria de divisas deu sinais de trégua nos últimos meses, diminuindo os temores de que observemos a narrativa pessimista.

Evidentemente, quando se trata de um universo tão distante do nosso, é muito difícil ter um *call* mais seguro. Nossa percepção é que, antes de haver problemas dramáticos de coordenação, veremos queda mais acentuada da taxa de crescimento da produtividade do trabalho. Pensamos ser possível o governo chinês tocar o processo de liberalização dos mercados de forma suave e controlada por mais duas décadas. Ao final deste período, a renda da China, que hoje é da ordem de 1/5 da renda americana, será a metade. Se as experiências das demais economias asiáticas forem um guia aproximado, somente então a China deve deixar de reduzir sua diferença de PIB per capita com os EUA.

*Samuel Pessôa e Lívio Ribeiro*

## 9. Analista Convidado

### Perspectivas para o regime de metas

Os analistas de mercado esperavam, ao final da primeira semana de abril, taxas de variação anual para o IPCA superiores à meta de 4,5% até 2021. Caso tais expectativas se confirmem, a economia completará mais de uma década sem atingir a meta para a inflação, que é bastante elevada se comparada à vigente em outros países que praticam o mesmo regime monetário. Só para ficarmos na região, a meta no Chile, México e Colômbia é de 3%, e de apenas 2% no Peru.

Quando o regime foi desenhado, sob a premência de se introduzir uma nova âncora nominal para a economia, diante da flutuação do real, as autoridades da época resolveram, acertadamente a meu ver, optar por uma meta de inflação cheia, não por medidas de núcleo inflacionário, incorporando um intervalo de tolerância para lidar com choques.

Ao longo do tempo, as autoridades responsáveis pela política monetária reagiram de forma heterogênea a choques, mas com viés geralmente acomodativo.

Em 2002, por exemplo, optou-se por alterar a meta para o ano seguinte, de 3,25% para 4,0%, em decisão do Conselho Monetário Nacional (CMN). O objetivo de política monetária para 2003 seria alterado novamente, com a divulgação de carta aberta em janeiro do mesmo ano, para 8,5%. Nesse caso foi utilizado o conceito de meta ajustada, que o Banco Central definiu como a soma da meta estabelecida pelo CMN (4,0%), parcela dos impactos inerciais da inflação do ano anterior (2,8%), e o efeito primário dos choques de preços administrados por contrato e monitorados, de 1,7%. A mesma metodologia foi adotada, simultaneamente, para estabelecer uma meta ajustada de 5,5% para 2004, composta por 3,75%, 0,6%, e 1,1%, seguindo os fatores acima citados.

Em setembro de 2004, a ata da reunião do Comitê de Política Monetária (Copom), reconhecendo o peso da inércia da inflação a ser acumulada no ano, anunciava que a política monetária iria combater 1/3 dos efeitos inerciais, acomodando temporariamente os 2/3 remanescentes. Dessa forma, o Copom anunciou que calibraria seus instrumentos de política monetária para perseguir um objetivo intermediário de 5,1% em 2005 – a soma da meta de 4,5% com 0,6%, que correspondia a um terço da inércia a ser herdada de 2004. O comitê se comprometeu, também, a atuar de forma assimétrica, mostrando menos tolerância perante choques que elevassem a inflação, ao passo que tiraria proveito de eventuais choques favoráveis para reaproximar a inflação da trajetória de metas.

Isso efetivamente ocorreu. A política monetária conseguiu reduzir a inflação, que atingiria seu piso sob o regime de metas em 2006, de 3,14%. Note-se aqui uma importante assimetria no comportamento do governo brasileiro: enquanto excessos inflacionários foram acomodados por diversas alterações para cima de metas e objetivos a serem perseguidos pela política monetária, o desvio da inflação em relação à meta por baixo não teve qualquer impacto sobre a trajetória de metas, apesar do comportamento benigno, na época, das expectativas de inflação — a despeito de expectativas em contrário, o governo optou em junho de 2007 por interromper o processo de desinflação, ancorando a meta em 4,5%.

Em 2008, o forte aumento dos preços de matérias primas internacionalmente comercializadas, 16% em média até meados do ano, mesmo descontada a apreciação do real, em um ambiente de aquecimento da atividade econômica, levou a uma nova aceleração da inflação, que terminaria o ano em 5,90%. Nesse contexto, o Banco Central, por meio de discurso de seu presidente no Senado federal, sinalizou em maio de 2008 que trabalharia para trazer a inflação de volta para 4,5% já em 2009, sem admitir, ex-ante, um desvio mais persistente da inflação em relação à meta. Como tanto as medidas de hiato de produto quanto de inflação subjacente, bem como o comportamento das expectativas de inflação, indicavam que a dinâmica dos preços seguiria se desviando da meta, o Banco Central começou a responder com ações de política monetária a partir de abril daquele ano. Com a crise da *Lehman Brothers* e o forte declínio da atividade econômica global, que atingiu o Brasil, as perspectivas para a política monetária se alteraram profundamente, o que levou o BC a reduzir a taxa básica de juros agressivamente, sem que isso tenha ocasionado piora das perspectivas para a inflação — as expectativas de mercado para a inflação de 2010 e 2011 se mantiveram ancoradas à meta de 4,5% durante todo o processo de flexibilização.

Também em 2009, ainda que em menor medida que em 2006-7, foi perdida uma oportunidade para desinflacionar a economia, pois a meta de 4,5%, que não foi alterada, limitou a pressão de baixa sobre a inflação, que atingiu 4,31%. Tampouco foi alterada a meta para os anos seguintes.

Nos anos subsequentes a inflação desviou-se seguidamente da meta, localizando-se, desde janeiro de 2015, ininterruptamente acima do intervalo de tolerância. Não houve nesse período alteração da meta para a inflação, nem adoção de metas ajustadas. A convergência da inflação para a meta foi simplesmente sendo adiada sucessivamente. Considerando-se as atas das últimas reuniões do



Copom em cada ano, em 2011 a promessa era de convergência no ano seguinte. Em 2012 e 2013, o Banco Central ainda expressava confiança na convergência, mas não se comprometia com prazos. Em 2014, o horizonte de convergência foi explicitamente estendido para dois anos, procedimento que se repetiu em 2015.

Esse breve resumo mostra que a meta para a inflação nunca foi revista para baixo, mesmo quando havia condições propícias, como em 2007 e 2009. Isso sugere que a preferência revelada do CMN foi sempre por acomodar taxas de inflação maiores. Já as sucessivas diretorias do Banco Central detiveram, e utilizaram, alto grau de discricionariedade quanto ao prazo de correção de desvios da inflação em relação à meta. Para inibir esse tipo de comportamento, caberiam algumas sugestões de aperfeiçoamento do regime. Em relação à meta para a inflação, caberia retornar a uma trajetória descendente, em direção ao padrão vigente nas economias emergentes, de 3% ao ano, retomando a ambição vigente quando da implantação do regime.

Quanto à ação do Copom, à exigência de apresentação de carta aberta, explicando as razões do desvio em relação à meta bem como medidas corretivas, quando a inflação extrapola os limites do intervalo de tolerância, deveria se somar exigência semelhante quando a inflação diverge da meta, ainda que siga dentro do intervalo, em margem superior a meio ponto percentual por dois ou mais anos consecutivos. Com isso, os agentes econômicos teriam maior clareza sobre os objetivos de política monetária, debates sobre metas “de facto” ou “ocultas” seriam evitados, a credibilidade do regime seria reforçada e cairia a incerteza inflacionária, bem como os prêmios de risco. No que se refere à tática, tendo em vista os desvios persistentes e pronunciados da inflação em relação à trajetória de metas que vêm sendo observados, seria apropriado retomar a postura vigente em meados da década passada: responder de forma assimétrica aos choques, priorizando a redução da inflação.

*Mario Mesquita - Brasil Plural*

## **10. Em Foco IBRE: Metodologia de retroplação da PNAD Contínua usando a PME**

O IBGE encerrou em março a Pesquisa Mensal de Emprego (PME). Uma vez que está previsto, para setembro deste ano, o encerramento da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD), restará apenas a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD-C) para acompanhar a evolução do mercado de trabalho brasileiro. Como discutido na seção de mercado de trabalho desta edição do Boletim, existem diferenças metodológicas importantes entre a PNAD-C e as demais pesquisas de emprego. Portanto, o encerramento da PNAD-C terá impactos relevantes sobre o monitoramento do mercado de trabalho do país.

A principal diferença metodológica entre a PME e a PNAD-C é referente à alocação dos indivíduos afastados do trabalho entre os desocupados e os inativos. Por um lado, a discrepância metodológica entre as pesquisas resulta em uma diferença nos níveis de indicadores importantes do mercado de trabalho. Note-se que essas diferenças se mantêm, mesmo quando o universo da PNAD-C é reduzido às seis regiões metropolitanas (PNAD-C 6 RMs). Particularmente, observa-se

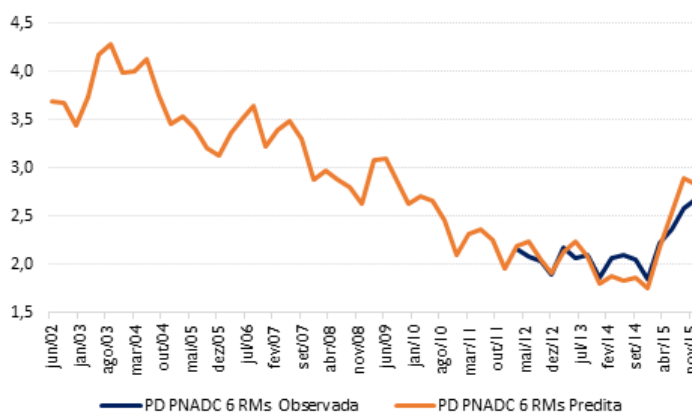
níveis diferentes para as séries de População Ocupada (PO), População Desocupada (PD), População Não Economicamente Ativa (PNEA) e Taxa de Desemprego (TD). Por outro lado, contata-se uma surpreendente estabilidade nas diferenças dos indicadores ao longo do tempo. Portanto, pode-se dizer resumidamente que as comparações entre a PME e a PNAD-C 6 RMs indicam que os dados divergem em nível, porém estas diferenças se mantêm praticamente inalteradas ao longo da série histórica.

Esta seção propõe uma metodologia de retopolação da PNAD-C 6 RMs a partir dos dados da PME.

O principal objetivo, ao sugerir um procedimento de retopolação da PNAD-C 6 RMs, é auxiliar no processo de substituição das pesquisas que serão eliminadas (PME e PNAD). O método proposto se baseia tanto na constatação de que as séries de ambas as pesquisas (PME e PNAD-C 6 RMs) divergem em nível quanto no fato que estas diferenças se mantêm constantes no tempo. Uma vez constatado que a razão dos dados da PME e da PNAD-C 6 RMs permanece praticamente inalterada ao longo do tempo, torna-se possível estabelecer uma relação linear entre os indicadores de ambas as pesquisas. Desta maneira, é criada uma nova série para todos os indicadores, chamada de PNAD-C 6 RMs Predita, que é calculada justamente a partir da divisão dos dados da PME pela razão encontrada.

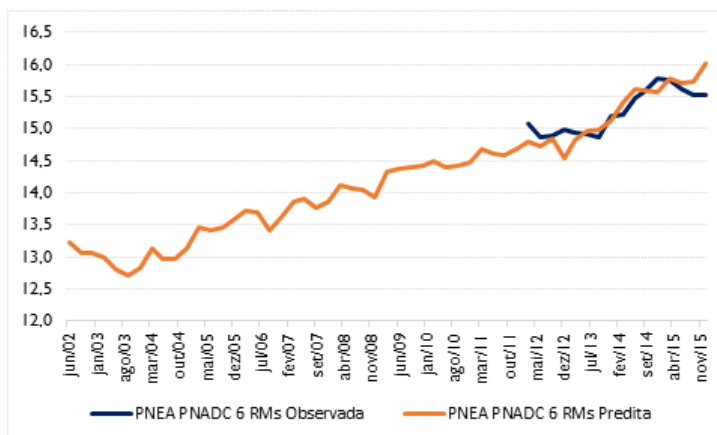
Por exemplo, dado que a razão entre a população desocupada da PME e da PNAD-C 6 RMs oscila em torno de 0,66 ( $PD\ PME/PD\ PNAD\ C\ 6\ RMs = 0,66$ ), é razoável supor que os desocupados da PNAD-C 6 RMs sigam a 152% ( $1/0,66$ ) do nível dos desocupados da PME.<sup>4</sup> Assim, cria-se, a partir

**Gráfico 18: Série Predita da PD PNADC por 6 RMs x Série Observada PD PNADC por 6 RMs (em milhões)**



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 19: Predita da PNEA PNADC por 6 RMs x Série Observada PNEA PNADC por 6 RMs (em milhões)**



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

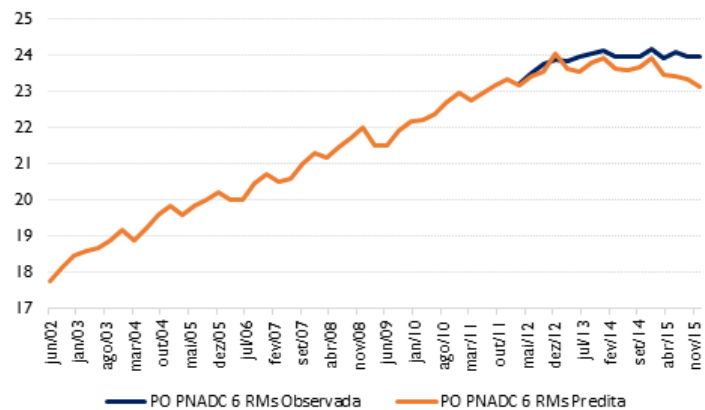
<sup>4</sup> Do mesmo modo, é possível criar uma série predita da PME, projetando-a para o futuro. Neste caso, basta realizar o inverso da operação. Ao invés de multiplicar a PME pelo fator 1,52 para encontrar o valor da PNADC 6 RMs do mês, divide-se a PNADC 6 RMs por 1,52 (ou multiplica-se por 0,66) para encontrar a PME predita.

dos dados da PME, uma série histórica de desocupados, chamada de PD PNAD-C 6 RMs Predita, como observado no Gráfico 18. Nos Gráficos 19 e 20, o mesmo procedimento é aplicado à PNEA e à PO, mantendo-se fixas as proporções (0,8 para a PNEA e 1 para a PO). De forma semelhante, a partir das séries preditas de PO e de PD, pode-se construir uma série predita da taxa de desemprego para a PNAD-C 6 RMs, como visto no Gráfico 21. Finalmente, as séries retropoladas da PNAD-C 6 RMs são idênticas às preditas, porém se considerando apenas o período anterior a março de 2012. As séries retropoladas compreendem somente o período anterior a março de 2012, visto que a partir desta data devem-se utilizar os dados efetivamente observados.

Algumas constatações relevantes emergem ao se analisar a evolução da taxa de desemprego a partir da nova série histórica, que é o dado retropolado da PNAD-C 6 RMs. O método sugerido está resultando, principalmente no início da série retropolada, em taxas de desemprego muito elevadas, tanto em comparação com os números da PME, quanto em relação aos números da PNAD, restrita às seis regiões metropolitanas. Por um lado, os resultados estão de acordo com o esperado, visto que o

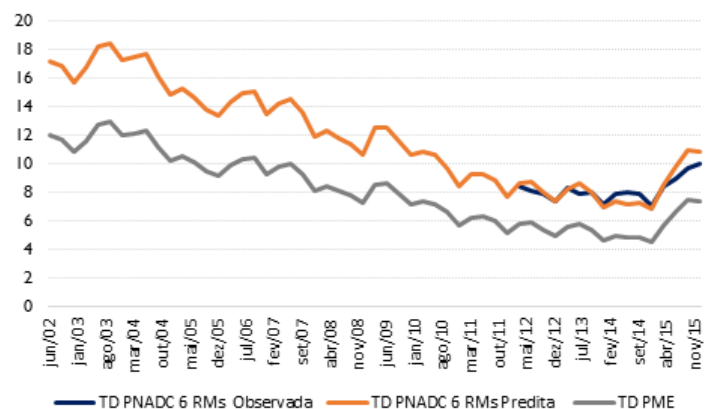
procedimento proposto deveria produzir uma taxa de desemprego para a PNADC 6 RMs superior à da PME. Por exemplo, em meados de 2003 o desemprego na série retropolada da PNAD-C 6 RMs atingiu impressionantes 18%, contra 13% da PME. Por outro lado, o exercício deve ser utilizado com cautela, visto que o método deveria gerar uma taxa de desemprego para a PNADC 6 RMs semelhante à da PNAD, restrita às seis regiões metropolitanas. Porém, ao contrário do esperado, o procedimento sugerido está produzindo uma taxa de desemprego significativamente maior para a PNAD-C 6 RMs do que a observada para a PNAD, restrita as seis regiões metropolitanas. Por exemplo, em meados de 2003 observou-se uma taxa de desemprego de 14% na PNAD, restrita às

**Gráfico 20: Série Predita da PO PNADC por 6 RMs x Série Observada PO PNADC por 6 RMs (em milhões)**



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 21: Série Predita do desemprego PNADC por 6 RMs x Série Observada de desemprego PNADC por 6 RMs (em %)**



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

seis regiões metropolitanas, número que é expressivamente menor do que os 18% encontrados na PNAD-C 6 RMs.

A retroplação da PNADC 6 RMs segundo o método de razões fixas proposto nesta seção possui ao menos duas vantagens: (i) simplicidade e (ii) poder preditivo relativamente elevado. Como visto nos Gráficos 18-21, os valores preditos são muito próximos dos valores efetivamente observados, havendo baixo erro de previsão. A principal desvantagem do procedimento proposto se encontra no fato de que ele capta somente diferenças nos níveis, guardando proporções e variações constantes. Particularmente, a hipótese de razões constantes parece gerar erros de previsão maiores no início da série. Para períodos mais recentes, os resultados obtidos a partir da hipótese de razões constantes tendem a ser mais confiáveis. Por exemplo, em meados de 2009 observou-se taxa de desemprego semelhante entre a série retroplada da PNADC 6 RMs (11,6%) e a PNAD, restrita às seis regiões metropolitanas (10,8%).

*Bruno Ottoni Eloy Vaz e Tiago Cabral Barreira*

**Revisão Editorial do Boletim Macro IBRE: Fernando Dantas**

## **Instituto Brasileiro de Economia**

Diretor: Luiz Guilherme Schymura de Oliveira

Vice-Diretor: Vagner Laerte Ardeo

Superintendente de Estudos Econômicos: Marcio Lago Couto

Coordenador de Economia Aplicada: Armando Castelar Pinheiro

### **Pesquisadores**

Bráulio Borges

Bruno Ottoni Vaz

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

Samuel Pessôa

Silvia Matos

Tiago Barreira

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 20 de abril de 2016. 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.