

## Saímos do Fundo do Poço?

A queda acumulada de 7,1% do PIB nos oito trimestres transcorridos do início da atual recessão, no segundo trimestre de 2014, até o primeiro trimestre deste ano atesta para a severidade da perda de produto em curto espaço de tempo, mas pouco nos diz sobre até quando o PIB continuará caindo, e com que intensidade. Qual será o tamanho final da recessão que o país experimenta? Qual a sua profundidade? Até quando ela vai durar? Essas são hoje questões recorrentes nas análises do desempenho da nossa economia.

Nossas estimativas, assim como as de diversos outros analistas da cena econômica brasileira, são de que a queda do PIB avançou pelo menos até o trimestre abril-junho deste ano. Além disso, todas as projeções são de redução do PIB neste ano em relação ao ano passado — embora, em diversos casos, revisões recentes venham apontando para quedas progressivamente menores. As projeções são mais favoráveis para 2017, para quando esperamos crescimento praticamente nulo. Outros analistas estão mais otimistas. O FMI prevê expansão de 0,5%. A mediana das projeções no Boletim Focus é de alta de 1,1%. Há analistas prevendo expansão ainda mais vigorosa.

Este relativo otimismo se revela, em alguns casos, em referências ao fato de que “o fundo do poço” já teria sido alcançado, no sentido de que a partir de agora as coisas vão melhorar, com a economia iniciando uma fase de recuperação logo à frente. Diferentes segmentos do mercado e da mídia compartilham essa visão, bem como a de que existe uma reversão das expectativas predominantemente pessimistas que vigoravam há até não muito tempo.

Aceitamos que exista essa reversão das expectativas, mas, no nosso entender, a ideia de que “o pior já passou” merece qualificações por diversos motivos.

Primeiro, as revisões das projeções para o nível de atividade vêm sendo muito influenciadas pelo desempenho da indústria de transformação no segundo trimestre deste ano. Mas essa melhora nos parece insuficiente para justificar uma mudança expressiva no rumo da economia a curto prazo. Não só pelo pequeno peso da indústria de manufaturas no PIB, mas, também, porque: (i) a retomada industrial se concentra em poucas atividades — a única categoria de uso com recuperação consistente é a de bens de consumo não durável, especialmente alimentos e bebidas para consumo doméstico; e (ii) a forte desvalorização cambial do ano passado, que ajudou na retomada da indústria, vem sendo parcialmente revertida este ano.

Segundo, não é claro quão sustentável é a melhora dos indicadores de confiança empresarial, que vem sendo turbinada pela alta das expectativas. Dado o caráter subjetivo desses indicadores, não se pode descartar a hipótese de que as expectativas estejam sendo mais influenciadas pelos anúncios de substanciais reformas e mudanças na política econômica do que por resultados efetivamente obtidos no campo do tão necessário — mas difícil — reequilíbrio das contas públicas.

Terceiro, o mercado de trabalho continua apresentando um desempenho ruim e só deve se recuperar, quando isso acontecer, com certa defasagem em relação ao nível de atividade. Novas contratações, por exemplo, só serão feitas quando os empresários tiverem alguma segurança de que a recuperação é sustentável a mais longo prazo. Nesse meio tempo, a folha salarial não cresce e não apoia elevação do consumo das famílias. A inflação ainda elevada também contribui para

dificultar a recuperação da renda real, sem o que é difícil imaginar um aumento mais pronunciado do consumo.

Quarto, os juros ainda estão bastante elevados para estimular investimentos fixos, sendo ainda cedo para dizer quando cairão de forma expressiva, em função das pressões inflacionárias. O crédito também segue escasso e caro, quadro que não deve se alterar enquanto a inadimplência continuar em alta. Além disso, os gastos públicos em consumo e investimento ainda estarão contidos por algum tempo.

Por todas essas razões, parece prematura a conclusão de que a economia já saiu do fundo do poço, ou está prestes a fazê-lo. Nossa visão, detalhada nesta e em outras edições do Boletim IBRE, é mais cautelosa: a queda do PIB neste ano será apenas marginalmente menos severa do que a do ano passado, sendo seguida por uma recuperação lenta a partir de algum ponto em torno da virada deste para o próximo ano. Nada que justifique, em termos de intensidade e prazo, o otimismo expresso por analistas que, quiçá por razões subjetivas, enxergam forte elevação do PIB per capita já em 2017.

Um resumo desta edição destacaria, além desses, os seguintes aspectos:

1. No que diz respeito ao nível de atividade, mantemos nossa previsão de que o PIB caiu 0,5% no segundo trimestre, em relação ao primeiro, e 3,7% na comparação com o segundo trimestre de 2015. A série de taxas trimestrais em relação ao ano anterior revela taxas menos negativas ao longo dos trimestres, mas isso não impedirá a queda de 3,5% do PIB neste ano. Não se vislumbra retomada acelerada do PIB em 2017. Isso pois a retomada das exportações perderá fôlego e a recuperação da demanda doméstica, especialmente do consumo das famílias, será bastante lenta e acompanhada pela alta das importações. Nesse cenário, a economia como um todo, e a indústria em particular, se defrontarão com um cenário ainda desfavorável no ano que vem.

[\(Seção 1\)](#)

2. Após mais de dois anos em queda, os indicadores de confiança empresarial dão sinais de retomada, impulsionados pela melhora das expectativas. Destaque-se que a elevação recente dos índices de confiança ocorre a partir de mínimos históricos, reflexo da longa recessão e da piora dos fundamentos econômicos que o país experimentou. A solução dos problemas que ainda enfrentamos e enfrentaremos é difícil e implica grandes riscos. Logo, o acompanhamento da evolução dos indicadores que confirmariam a tendência de alta da confiança nos próximos meses é que vai nos permitir avaliar quão sustentável será a retomada. [\(Seção 2\)](#)

3. Algumas surpresas positivas animaram diversos analistas quanto à possibilidade de o mercado de trabalho já ter iniciado uma recuperação. Minimamente, essas surpresas levantaram dúvidas sobre o cenário ruim projetado para esse mercado até o fim de 2017. Será que a leve desaceleração recente no ritmo das demissões é sazonal, como costuma ocorrer em maio e junho, caso em que o mercado de trabalho poderia piorar novamente a partir de julho? Ou o nível de emprego já atingiu o fundo do poço, caso em que haverá uma retomada das contratações no restante do ano? Nossos analistas permanecem céticos em relação às perspectivas de queda do desemprego neste ano. Em suas palavras: “Sinais de retomada nas contratações formais ainda estão distantes, evidenciados não somente pela componente de PO com carteira assinada da PNAD Contínua, como pelo dado mais recente de emprego do Caged .. (o qual) registrou demissões líquidas de 72,6 mil, o segundo pior resultado para o mês (de maio) desde 1997.”

[\(Seção 3\)](#)

4. A análise da inflação destaca que a desaceleração do IPCA em junho foi indiscutível, como comprovado pelos resultados dos quatro núcleos divulgados pelo Banco Central, com baixas entre 0,30 pp e 0,54 pp na taxa acumulada em 12 meses até junho em relação à de maio. A maior contribuição ao recuo do IPCA veio, uma vez mais, dos preços administrados, cuja taxa de variação em 12 meses baixou 0,97 pp em junho. Na avaliação dos nossos analistas, “de forma não menos assimétrica, a taxa acumulada do IPCA nos próximos meses seguirá se reduzindo, até alcançar 7,1% em dezembro. Faltarão ainda 2,6 pp para chegar aos 4,5% que o Banco Central ambiciona atingir – mas o mercado considera improvável – dali a um ano.” [\(Seção 4\)](#)

5. Nosso analista de política monetária discorre sobre as duas grandes opções que a nova diretoria do BC tinha sobre a mesa antes da sua primeira manifestação pública: reconhecer as dificuldades de trazer a inflação para a meta em 2017 e, a partir de tal constatação, definir uma meta ajustada para o próximo ano; ou reconhecer essas dificuldades, mas ao mesmo tempo sinalizar que chegar aos 4,5% em 2017 não seria tão problemático quanto imaginado; especialmente na hipótese de a política fiscal ajudar. Como se sabe, a escolha recaiu sobre a segunda opção, decisão essa que nosso analista julga correta, dado o apoio sinalizado pela política fiscal. Ao concluir, ele afirma: “Para que o objetivo seja cumprido, será preciso manter constante a taxa Selic por mais algum tempo. A nosso ver, é bem possível que o juro básico da economia permaneça estável pelos próximos dois encontros do Copom.” [\(Seção 5\)](#)

6. Na arena fiscal, a preocupação central continua a ser a possibilidade de reverter a trajetória de sucessivos e crescentes déficits primários devido a uma receita que não reage o suficiente ao ciclo e despesas enrijecidas. A partir da análise do comportamento da arrecadação federal desagregada por base de incidência, nossa analista verifica se a deterioração das receitas tende a continuar, ou se já há sinais de uma reversão da queda em alguns grupos de tributos. A análise separa tributos incidentes sobre salários, lucros, faturamento, produção, importação, operações financeiras e comércio. [\(Seção 6\)](#)

7. A análise do desempenho do setor externo destaca o superávit da balança comercial no período janeiro-junho deste ano como sendo o maior da série histórica para o primeiro semestre. Como vem ocorrendo há meses, as importações deram a principal contribuição para esse resultado, com queda de 28% em relação ao mesmo semestre do ano passado. Na mesma comparação, as exportações caíram apenas 4%, contração associada ao recuo nos preços das *commodities*. Segundo nossa analista, a aceleração no ritmo de valorização do câmbio real coloca em risco a manutenção dessa trajetória para os fluxos de comércio no segundo semestre. [\(Seção 7\)](#)

8. O Panorama Internacional desta edição do Boletim tem foco na questão do BREXIT, interpretada por nosso analista como um problema estrutural. Após reconhecer que existem perdedores com a globalização, ele avalia que o resultado do referendo expressa uma visão desses perdedores em relação à globalização, ao lado da reação às tendências que produziram aumento da concentração de renda nos países desenvolvidos. No seu entender, esse padrão de crescimento não parece ser um equilíbrio político. E, para finalizar, seu prognóstico: “se o modelo de desenvolvimento dos países ricos não se modernizar e encaminhar alguma solução para esses desequilíbrios que foram se acumulando ao longo das últimas três décadas, novos Brexits ocorrerão”. [\(Seção 8\)](#)

9. O Observatório Político, de autoria de Octavio Amorim Neto, analisa a “travessia de Temer”, entendida como seu desempenho nos pouco mais de dois meses desde que assumiu a

presidência interina. Após destacar aspectos positivos e negativos dessa travessia rumo à efetivação na presidência, o autor se pergunta como se comportará o Congresso em relação à aprovação das duras medidas de ajuste que vêm sendo anunciadas. E, adotando o cenário do fim da interinidade em algum momento deste ano, vaticina: “o primeiro semestre de 2017 será a grande oportunidade que Temer terá para mostrar a que veio e, eventualmente, cavar para si um lugar digno na história republicana”. [\(Seção 9\)](#)

10. A seção Em Foco, por fim, é de autoria de Vilma da Conceição Pinto e José Roberto Afonso. Nela os autores fazem especulações em torno do candente tema da possibilidade de falência dos governos estaduais. [\(Seção 10\)](#)

*Regis Bonelli, Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos*

## 1. Atividade Econômica

### Quão forte e disseminada é a retomada da indústria?

A recente revisão das projeções de PIB para o Brasil neste ano e no próximo está baseada principalmente na melhora do desempenho da indústria de transformação, cuja recuperação deve levar a indústria geral medida pela PIM-PF a apresentar, neste segundo trimestre, o primeiro crescimento positivo na série com ajuste sazonal desde o início de 2014. No entanto, o conjunto de dados da atividade econômica já incorporados ao Monitor do PIB referente a maio<sup>1</sup> (Tabela 1) foi insuficiente para que a projeção de crescimento do PIB no segundo trimestre, atualmente em -0,5% TsT (-3,7% AsA), fosse revisada.

**Tabela 1: Monitor do PIB**

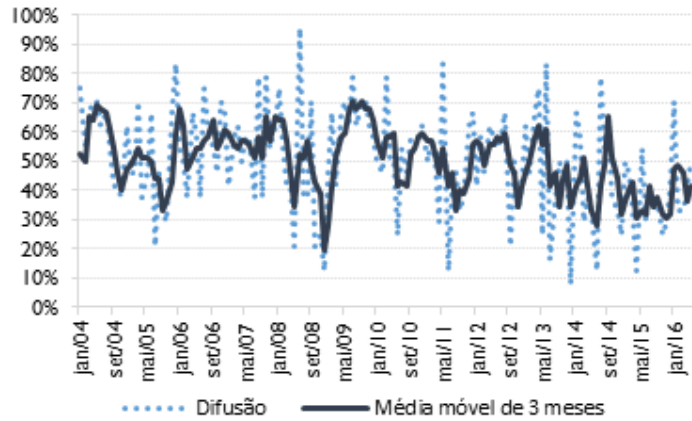
| Atividades                     | MAI2016/MAI2015 | MAI2016/ABR2016 | Média móvel 3 meses |                 |
|--------------------------------|-----------------|-----------------|---------------------|-----------------|
|                                |                 |                 | MAI2016/MAI2015     | MAI2016/ABR2016 |
| Consumo das famílias           | -3,3%           | 3,0%            | -5,4%               | -0,6%           |
| Consumo do governo             | -0,6%           | -0,2%           | -0,6%               | 1,6%            |
| Formação bruta de capital fixo | -11,5%          | -0,5%           | -14,0%              | 0,3%            |
| Exportação                     | 6,8%            | -1,0%           | 10,8%               | 1,8%            |
| Importação                     | -1,6%           | 8,4%            | -11,4%              | 5,0%            |
| <b>PIB</b>                     | <b>-4,0%</b>    | <b>-0,4%</b>    | <b>-4,5%</b>        | <b>-0,5%</b>    |
| <b>Agropecuária</b>            | <b>1,7%</b>     | <b>0,1%</b>     | <b>-3,1%</b>        | <b>-1,2%</b>    |
| <b>Indústria</b>               | <b>-3,9%</b>    | <b>0,0%</b>     | <b>-5,2%</b>        | <b>0,0%</b>     |
| Extrativa                      | -5,0%           | 5,2%            | -8,6%               | 0,4%            |
| Transformação                  | -6,4%           | -0,5%           | -7,4%               | 0,3%            |
| Construção civil               | -2,1%           | 0,8%            | -4,7%               | -1,9%           |
| Eletricidade e outros          | 5,0%            | -0,7%           | 6,0%                | 2,2%            |
| <b>Serviços</b>                | <b>-3,5%</b>    | <b>-0,4%</b>    | <b>-3,5%</b>        | <b>-0,5%</b>    |
| Comércio                       | -7,7%           | 0,1%            | -8,8%               | -1,3%           |
| Transporte                     | -10,5%          | -7,9%           | -7,7%               | -2,0%           |
| Serviços de informação         | -5,0%           | -0,6%           | -5,2%               | -2,0%           |
| Intermediação financeira       | -0,8%           | -0,8%           | -1,5%               | -0,2%           |
| Outros serviços                | -4,6%           | 0,1%            | -4,2%               | -1,4%           |
| Aluguéis                       | 0,0%            | 0,2%            | 0,2%                | 0,7%            |
| Administração pública          | -0,8%           | -0,2%           | -0,5%               | 1,2%            |

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

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

Embora o otimismo com a recuperação do setor industrial tenha alguma razão de ser, tendo em vista a expressiva depreciação cambial ocorrida no ano passado e seus nítidos impactos sobre o quantum da balança comercial de manufaturados, os dados indicam que a retomada ainda está concentrada em poucos setores. O indicador de difusão, que se encontra em aceleração desde o final do ano passado, registrou média de 42% nos três últimos meses, o que é um nível relativamente baixo (Gráfico 1).

**Gráfico 1: Difusão** (percentual de atividades da indústria com crescimento na margem, na série com ajuste sazonal)



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

Quando se analisam as grandes categorias de uso segundo a classificação do IBGE, o único grupo cuja recuperação se mostra consistente é o de bens de consumo não duráveis, especialmente a produção de alimentos e bebidas para consumo doméstico (11% da indústria geral), que vem sendo acompanhada, por sua vez, pelas vendas de supermercados ligeiramente melhores na Pesquisa Mensal do Comércio (PMC). Poder-se-ia destacar também a inflexão, na ponta, da produção de bens de capital, mas o declínio em termos interanuais desse grupo ainda permanece bastante profundo, na ordem de dois dígitos (-11,3%). Os bens de consumo duráveis, finalmente, registraram melhora pouco expressiva para merecer algum comentário.

Mais importante para a atividade agregada do setor industrial é a evolução da produção de bens intermediários, que isoladamente corresponde por 60% da indústria geral. Em especial, ainda não se observou, nessa categoria de uso, retomada da produção (Gráfico 2), embora os indicadores de estoques e tendências dos negócios na sondagem da indústria da transformação<sup>2</sup> tenham registrado consistente melhora nos últimos meses. As importações de bens intermediários, fortemente correlacionadas com a atividade da indústria como um todo,

**Gráfico 2: Crescimento de Produção de Bens Intermediários** (mês contra mesmo mês do ano anterior, sem ajuste sazonal)



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

<sup>2</sup> As sondagens também podem ser acessadas pelo site <http://portalibre.fgv.br/>.

também registraram números mais favoráveis em junho, sinalizando que a produção industrial relativa a este mês pode surpreender positivamente. De qualquer maneira, na principal categoria de uso da PIM-PF, os dados disponíveis até o momento não mostram recuperação — ainda que os sinais prospectivos sejam favoráveis. Uma retomada difusa e sustentada da indústria como um todo dependerá, certamente, da evolução da produção de bens intermediários nos próximos meses.

Em conjunto, os dados do varejo e da indústria divulgados até o momento sugerem que o PIB não deverá surpreender positivamente neste segundo trimestre, devendo apresentar na margem mais uma retração. Adicionalmente, tendo em vista que a onda exportadora propiciada pela depreciação cambial do ano passado irá se esgotar em algum momento, e que a recuperação da demanda doméstica, especialmente o consumo das famílias, deverá ser bastante gradual e lenta, e acompanhada pelo crescimento das importações, a economia como um todo e a indústria em particular se defrontarão com um cenário desafiador, no qual é difícil vislumbrar uma retomada acelerada do PIB em 2017.

*Silvia Matos e Julio Mereb*

## 2. Expectativas de Empresários e Consumidores

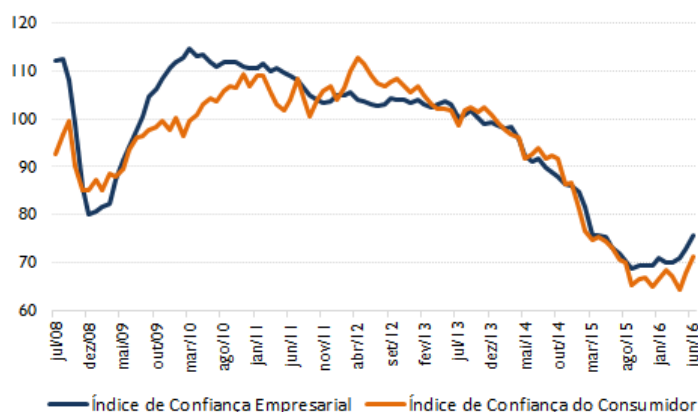
### O *check list* da recuperação

Após mais de dois anos em queda, os indicadores de confiança empresarial dão sinais de retomada, impulsionados pela melhora das expectativas. Esta seção avalia o significado desse movimento e aponta aspectos que precisam ser monitorados nos próximos meses para confirmar a virada e avaliar sua sustentabilidade.

Antes de seguir, é importante lembrar que a alta recente dos índices de confiança ocorre a partir de mínimos históricos, reflexo da longa recessão e da piora dos fundamentos econômicos, que impuseram severos prejuízos às firmas e levaram à deterioração das expectativas.

Feita a ressalva, a primeira pergunta: qual o significado desse ensaio de virada para a evolução da economia real? Deixando de lado aspectos mais subjetivos desses indicadores, o *turning point* do Índice de Confiança da Indústria em agosto de 2015 (caso mais avançado) representaria o fim de uma fase de desaceleração e o início de uma fase de aceleração da produção industrial. Para um setor que registrara taxas de crescimento anualizadas da ordem

**Gráfico 3: Índices de Confiança Empresarial\* e do Consumidor**  
(dados dessazonalizados)



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

de -12% no ano passado, a aceleração começa pela atenuação gradual das taxas negativas.

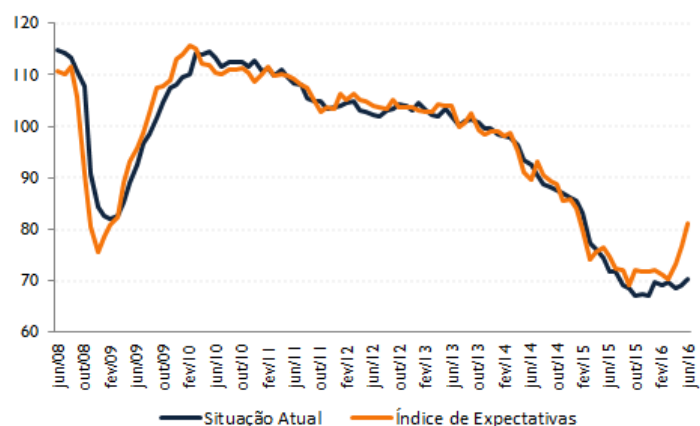
Adicionalmente, a maioria dos indicadores-síntese das sondagens apresenta propriedades de antecedência em relação a indicadores quantitativos. No caso da indústria, observa-se causalidade unidirecional, no sentido de Granger, entre os indicadores da Sondagem do setor e o emprego formal, a produção física e os investimentos, com *leads* de um a quatro meses.

Por fim, pode-se estimar, por meio de funções de impulso-resposta, se existe impacto significativo de um choque na confiança sobre as variáveis quantitativas. Exercícios apontam que um choque positivo na confiança industrial, por exemplo, impacta positivamente o hiato do produto industrial durante sete meses, com efeito máximo após quatro, resultado não muito diferente do apresentado pelo Banco Central em seu Relatório de Inflação de Setembro de 2014.

Podemos então partir para a segunda questão: a virada está garantida? Há sinais favoráveis à recuperação nas sondagens, mas há também riscos e etapas a serem vencidas na saída da recessão.

A grande notícia recente foi a melhora das expectativas. Os indicadores de expectativas das sondagens costumam antecipar eventos futuros da economia, resultado que pode ser atribuído tanto à existência de indicadores organicamente antecedentes a que as firmas teriam acesso quanto ao efeito “profecia autorrealizável”, em que a mudança de humor levaria à tomada de decisões favoráveis ao crescimento. Ou ambos.

**Gráfico 4: Índices da Situação Atual e de Expectativas Empresarial** (dados dessazonalizados)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

A atual crise brasileira, no entanto, tem sido motivada por uma inédita combinação de fatores jurídicos, políticos e fiscais. A solução desses problemas é difícil e os riscos são grandes. Por isso, torna-se importante acompanhar a evolução dos indicadores que confirmariam a tendência de alta da confiança nos próximos meses.

Do ponto de vista dos indicadores de confiança, o *check list* da recuperação inclui: i) redução do descolamento entre os índices de expectativas e da situação atual, de preferência com o avanço dos últimos;<sup>3</sup> ii) registro de avanço do otimismo e não apenas redução do pessimismo, como vem ocorrendo; iii) redução dos níveis de incerteza; e iv) redução dos níveis de alavancagem dos consumidores.

<sup>3</sup> Em caso de excesso de subjetividade das expectativas, é recomendável que os índices de confiança sejam substituídos pelos da situação atual para fins de *nowcasting* da economia, por exemplo.



*Aloisio Campelo Jr. e Rodolpho Tobler*

### 3. Mercado de Trabalho

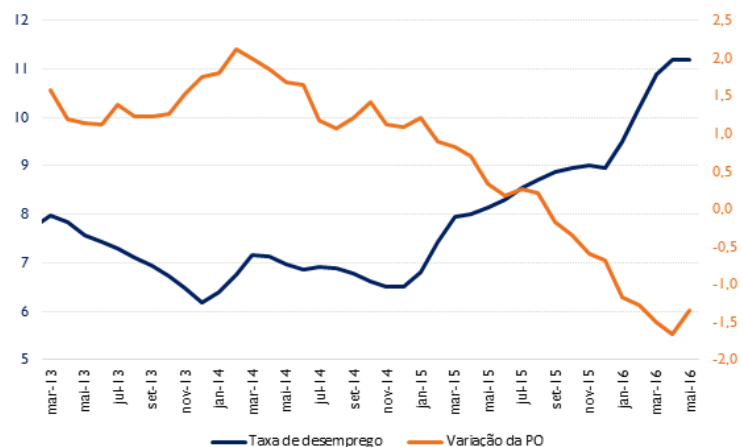
#### Demissões arrefecem: chegamos ao final da crise?

O desempenho do mercado de trabalho em maio foi semelhante ao de abril, apresentando leve desaceleração no ritmo das demissões. É o que mostra a última Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua). Os resultados, que surpreenderam os analistas, levantam dúvidas e especulações sobre a evolução do nível de emprego nos próximos meses. Alguns analistas acreditam que se trata de uma melhora sazonal, que costuma ocorrer em maio e junho, e que o mercado de trabalho deve voltar a piorar a partir de julho. Porém, já existem análises que creem que o nível de emprego atingiu o fundo do poço e que, portanto, haverá uma retomada das contratações no restante do ano.

No Gráfico 5, podemos observar que a taxa de desemprego, que chegou a 11,2% em maio, permaneceu estagnada pela primeira vez em quatro meses. Essa manutenção do desemprego representa uma interrupção no ciclo de alta iniciado em dezembro de 2015. A População Ocupada (PO) apresentou desaceleração no ritmo de queda pela primeira vez desde julho de 2015, com a variação contra o mesmo período do ano anterior indo de -1,66% em abril para -1,35% em maio. Esses dois resultados, manutenção da taxa de desemprego e desaceleração na queda da PO, podem ser interpretados como sinal de reversão na trajetória de piora do mercado de trabalho, mas merecem uma qualificação.

Para melhor compreender a dinâmica dessa leve melhora relativa, decomposemos a PO por setores de atividade. O Gráfico 6 mostra que a maioria dos setores apresenta suave retomada no emprego e desaceleração das demissões (a única exceção ocorre na agropecuária).<sup>4</sup> A PO em serviços domésticos elevou-se em 106 mil trabalhadores, contra o trimestre anterior. A indústria reduziu o seu ritmo de piora para -231 mil, contra -409 mil em abril. O setor de serviços, que se destacou em perdas de vagas no final de 2015, tem apresentado melhores resultados na margem no último trimestre. Por fim, a construção civil, um dos primeiros setores afetados pela crise atual, também mostrou melhora relativa em maio, com perdas de 71 mil trabalhadores, contra 180 mil

**Gráfico 5: Taxa de Desemprego (nível, %) x Variação da PO (AsA, %)**



Fonte: PNAD-C (IBGE). Elaboração: IBRE/FGV.

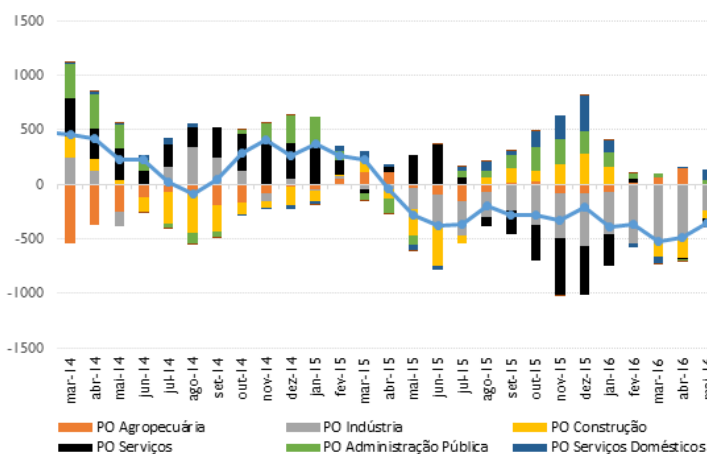
no mês anterior. Logo, os resultados de maio evidenciam uma pequena melhora em praticamente todos os setores.

Decompondo a PO por vínculo empregatício, no Gráfico 7, também se observa melhora na maior parte das categorias.<sup>5</sup> Em maio, houve destaque positivo para o trabalho sem carteira assinada (+190 mil em abril e + 240 mil em maio, contra o trimestre anterior) e doméstico (+ 106 mil). O trabalho com carteira assinada também apresentou melhora relativa, com estagnação no ritmo de demissões após meses de aceleração, indo de -434 mil em abril para -401 mil no último mês. Em contrapartida, a PO por conta própria piorou para queda de 51 mil trabalhadores, contra +186 mil em abril. Apesar da retração deste vínculo, os resultados apontam para desaceleração no ritmo de queda da PO.

Não há dúvidas de que o mercado de trabalho apresentou nos últimos meses melhor desempenho em relação aos anteriores, com crescimento da PO e estabilidade no nível de desemprego. Entretanto, por se tratar de recuperação muito tímida e recente, os resultados não são suficientes para indicar crescimento duradouro no emprego para os próximos meses. Além disso, o aumento da PO está sendo acompanhado por piora na qualidade do emprego médio, com forte crescimento do trabalho precarizado e informal (trabalhadores domésticos e também os sem carteira).

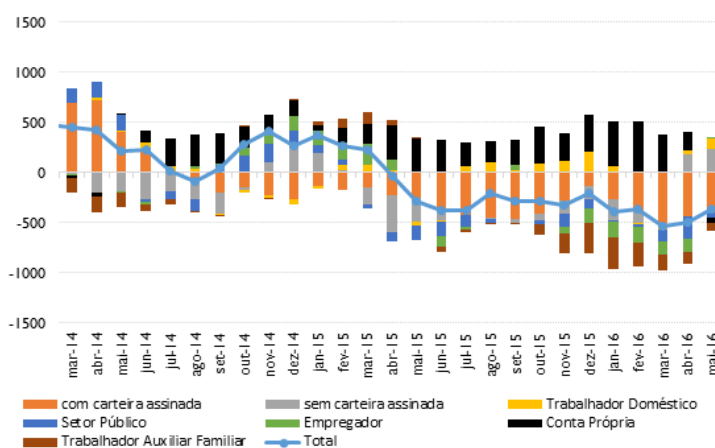
Nesse sentido, permanecemos céticos quanto às perspectivas de queda do desemprego para 2016. Sinais de retomada nas contratações formais ainda estão distantes, evidenciados não

**Gráfico 6: Decomposição da PO (em mil) por Setor**  
(variação absoluta contra 3 meses anteriores)



Fonte: PNAD-C (IBGE). Elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 7: Decomposição da PO (em mil) por Vínculo**  
(variação absoluta contra 3 meses anteriores)



Fonte: PNAD-C (IBGE). Elaboração: IBRE/FGV.

<sup>45</sup> Todos os números apresentados nos Gráficos 2 e 3 são calculados a partir de séries dessazonalizadas para a PO.

somente pela componente de PO com carteira assinada da PNAD Contínua, como pelo dado mais recente de emprego do Caged. Este indicador registrou demissões líquidas de 72,6 mil, o segundo pior resultado para o mês desde 1997. Por fim, a situação financeira de famílias e empresas, com os indicadores de inadimplência em alta e renda média em baixa, inibem o crescimento da demanda doméstica. Como consequência, a capacidade da indústria e do comércio permanece subutilizada no curto prazo, inibindo contratações. Um crescimento duradouro das contratações formais e o aumento do nível de emprego não ocorrerão antes de meados de 2017.

*Bruno Ottoni Eloy Vaz e Tiago Cabral Barreira*

## 4. Inflação

### Recuo assimétrico, mas indiscutível

Enquanto o Banco Central, sob nova administração, revalidava o compromisso de levar a inflação aos 4,5%, em 2017, frente a um mercado respeitosamente cético quanto à concretização desta meta, a taxa de 2016 voltou a cair, alcançando 8,84% nos 12 meses terminados em junho. Em relação a maio, o IPCA acumulado no período de um ano desceu um degrau de 0,47 ponto percentual (pp). A composição deste recuo, entretanto, esteve longe de ser homogênea quando se comparam as principais parcelas do indicador.

A inflação de alimentos, por exemplo — da qual ainda se espera uma contribuição relevante à desaceleração do índice geral em 2016 — permaneceu, em junho, nos mesmos 14,86% registrados em maio. E as perspectivas para julho não são das mais animadoras. Os *in natura* começaram o mês em elevação, a eles se juntando os laticínios e, com intensidade menor, as carnes. Pelos dados do Monitor da Inflação, a rubrica alimentação no domicílio pode chegar, no fim do mês, a 1%, superando não só o percentual de junho, como o de julho de 2015, o que significaria aumento da taxa acumulada em um ano para 15,3%. Sobrariam cinco meses para que o ritmo de alta deste grupo retornasse ao patamar dos 11%, sem o que se torna improvável o IPCA terminar 2016 ao redor de 7%.

Os bens não duráveis, exceto alimentação no domicílio, pouco se alteraram, passando de 12,18% para 12,14%. Exemplos de inércia neste grupo são alimentos para animais e produtos de limpeza e cigarro, este último item impulsionado também pelo aumento de impostos.

Já os duráveis e semiduráveis, mais suscetíveis ao avanço da recessão, registraram desacelerações de, respectivamente, 0,34 pp e 0,41 pp em suas taxas acumuladas em 12 meses. O primeiro grupo teve em junho a menor taxa em quase três anos, enquanto para os semiduráveis a desaceleração é bem recente, tendo começado em abril.

Afastando-se novamente do fato estilizado, os serviços livres apresentaram um grau de inércia menor do que o dos bens de consumo, tendo sua taxa em 12 meses caído 0,5 pp entre maio e junho. Recuos com amplitude igual ou superior a esta não são habituais no segmento de serviços livres, tendo sido observadas somente duas vezes nos últimos três anos. Mais importante do que a magnitude da queda de junho é a perspectiva de que a trajetória de desaceleração, de 1,3 pp em

oito meses, não será revertida no futuro próximo. A sequência de retrações do nível de atividade no setor de serviços aponta nessa direção.

A maior contribuição ao recuo do IPCA veio, outra vez, dos preços administrados, cuja taxa de variação em 12 meses baixou 0,97 pp em junho. Nos primeiros seis meses de 2016 a taxa deste grupo diminuiu 8,15 pp. Espera-se que ela ainda se reduza outros 3,8 pontos, terminando o ano em 6,1%. Esta trajetória tornou-se ainda mais factível depois do anúncio das quedas das tarifas de eletricidade residencial em São Paulo e no Paraná, que terá impacto destacado na inflação de julho. Se a taxa dos administrados prevista para o ano se verificar, eles terão sido responsáveis por mais de 80% da desaceleração projetada para o IPCA em 2016.

Apesar da assimetria dos impactos aqui relatados, a desaceleração da inflação em junho foi indiscutível. Os quatro núcleos divulgados pelo Banco Central o comprovam, baixando entre 0,3 pp e 0,54 pp. De forma não menos assimétrica, a taxa acumulada do IPCA nos próximos meses seguirá se reduzindo, até alcançar 7,1% em dezembro. Faltarão ainda 2,6 pp para chegar aos 4,5% que o Banco Central ambiciona atingir – mas o mercado considera improvável – dali a um ano.

*Salomão Quadros e André Braz*

## 5. Política Monetária

### Definida a nova estratégia de política monetária

Uma vez escolhido o nome do substituto do presidente Tombini, e aprovada sua indicação pelo Senado Federal, analistas e participantes de mercado esperavam uma definição sobre a estratégia de política monetária a ser seguida pela nova administração do Banco Central. Ilan Goldfajn não frustrou as expectativas, pois em sua primeira entrevista coletiva tratou de sinalizar como pretende conduzir a política monetária.

Em linhas gerais, pode-se dizer que o presidente Ilan tinha duas grandes opções. A primeira seria reconhecer as dificuldades de trazer a inflação para a meta em 2017 e, a partir dessa constatação, definir uma meta ajustada para o próximo ano. Examinamos e defendemos essa alternativa nas duas últimas edições do Boletim Macro. A segunda envolveria reconhecer as referidas dificuldades, mas ao mesmo tempo sinalizar que chegar aos 4,5% em 2017 não seria tão problemático quanto imaginado. Em poucas palavras, seria difícil, mas poderia ser conseguido, especialmente na hipótese de a política fiscal dar alguma ajuda. Como se sabe, a escolha recaiu sobre a segunda opção.

Definida a nova estratégia, parecem pertinentes as seguintes indagações: a decisão foi correta? O que é possível esperar daqui por diante em matéria de política monetária?

A nosso ver, apesar de termos defendido o caminho alternativo, acreditamos que a decisão foi boa. No mercado financeiro e no mundo dos bancos centrais são comuns situações em que as perspectivas que se têm dos fatos se alteram, fazendo com que opiniões e atitudes também se modifiquem. No caso presente, nossa percepção sobre as dificuldades para atingir os 4,5% em 2017 mudou, em parte pela pouca atenção que antes dispensávamos às estimativas de inflação do

próprio Banco Central, em parte pela expectativa de bons frutos a serem colhidos a partir de uma nova política de câmbio – o Relatório Trimestral de Inflação referente a junho trouxe projeção de 4,7% de inflação no final de 2017 e 4,2% no final do segundo trimestre do ano seguinte, ao mesmo tempo em que a opção por uma estratégia menos intervencionista no mercado de câmbio gerou expectativa de importantes ganhos derivados de apreciação cambial.

Nosso apoio à estratégia escolhida talvez possa ser visto também sob o seguinte ângulo. Definir meta ajustada tem custo; perseguir os 4,5% no ano seguinte numa época em que o quadro recessivo se mostra profundo também tem custo. Se há percepção de que falta pouco para cumprir a meta de inflação, parece natural que se escolha perseguir os 4,5%.

De qualquer modo, a opção foi feita. E, pelo visto, a nova política do Banco Central será conduzida *by the book*, dando-se ênfase às projeções oficiais de inflação. Como afirmou Ilan Goldfajn em sua primeira entrevista coletiva como presidente da instituição, a projeção do modelo tem de estar na meta, observação que lembra raciocínio exposto certa vez pelo economista sueco Lars Svensson: *inflation targeting é o mesmo que inflation forecast targeting*.

Por certo, para que o objetivo seja cumprido, será preciso manter constante a taxa Selic por mais algum tempo. A nosso ver, é bem possível que o juro básico da economia permaneça estável pelos próximos dois encontros do Copom. À medida que a expectativa de que isso aconteça se consolide, e o recuperado “canal do câmbio” continue ajudando, as expectativas de inflação reagirão favoravelmente, contribuindo para que se reduzam ainda mais as projeções do modelo do Banco Central. A queda das expectativas Focus das três últimas semanas sugere exatamente isso.

*José Júlio Senna*

## 6. Política Fiscal

### **Arrecadação Federal: Será que chegamos ao fundo do poço?**

Uma das maiores preocupações fiscais é a capacidade de o governo reverter a trajetória de sucessivos e crescentes déficits primários. Estancar o processo de deterioração dos resultados primários é importante para reduzir a velocidade do crescimento da dívida pública.

A maneira como estão estruturadas as receitas e despesas é um dos principais fatores que levou à atual crise fiscal. A receita altamente sensível aos efeitos cíclicos e a despesa extremamente enrijecida colaboraram para a dificuldade de cortar gastos em níveis suficientes para enfrentar a recessão. Dessa forma, esta seção traz uma análise do comportamento da arrecadação federal, desagregada por base de incidência, para verificar se existem evidências de que a deterioração irá continuar ou se já é possível registrar a reversão da queda em alguns grupos de tributos.

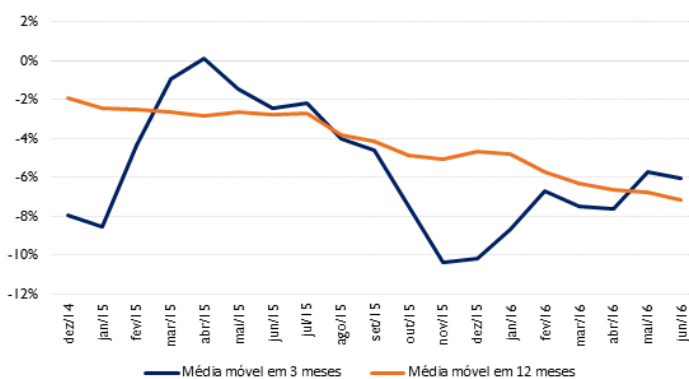
Em termos do valor global da arrecadação das receitas federais reais, há estabilidade na queda desde março de 2016 — embora num nível bastante forte, em torno de 6,5% acumulados em três meses. É possível que isso seja sinal de desaceleração da queda.

A desagregação da arrecadação das receitas federais<sup>6</sup> por base de incidência pode ajudar a entender essa possível estabilização da queda. Para tanto, nossa análise identificou tributos incidentes sobre salários, lucros, faturamento, produção, importação, operações financeiras e comércio.

Os tributos de maior peso para a arrecadação são aqueles vinculados a salários, ou seja, Imposto de Renda do trabalho, inclusive o retido na fonte, arrecadação para a Previdência Social e Contribuição do servidor público; juntos, eles representam cerca de 45% do total arrecadado. Esses tributos parecem estar segurando a queda, pois, na comparação de junho de 2016 com o mesmo mês do ano anterior, caíram em termos reais 4,8%. Já quando a comparação é no acumulado em 12 meses, o resultado é bem pior, com queda de 6,9%.

Além dos vinculados a salários, outros tributos que colaboraram para a acomodação da arrecadação total foram os vinculados aos lucros, ou seja, IRPJ, CSLL e IRRF, rendimentos do capital. Este grupo de tributos apresentou resultado negativo de apenas 0,7%, na comparação de junho como mesmo mês em 2015, basicamente pelo crescimento da arrecadação referente aos resultados apresentados pelo setor financeiro (Tabela 2).

**Gráfico 8: Arrecadação das Receitas Federais**  
(taxa de crescimento real da móvel em 12 meses e em três meses)



Fontes: STN e IBGE. Elaboração: IBRE/FGV

**Tabela 2: Arrecadação Federal Desagregado por Base de Incidência**  
(valores deflacionados pelo IPCA a preços de junho de 2016)

| Rubrica                                  | Peso       | Valor Mensal  |                |              | Valor Acumulado em 12 meses |                  |              |
|--|------------|---------------|----------------|--------------|-----------------------------|------------------|--------------|
|  |            | jun/16        | jun/15         | Var. %       | 2016                        | 2015             | Var. %       |
| <b>Arrecadação Total Ex ICMS</b>         | <b>100</b> | <b>95.863</b> | <b>103.662</b> | <b>-7,5%</b> | <b>1.252.543</b>            | <b>1.349.747</b> | <b>-7,2%</b> |
| Trib. s/ Salários                        | 44         | 42.308        | 44.452         | -4,8%        | 545.663                     | 585.913          | -6,9%        |
| Trib. s/ Renda do Capital/ Lucratividade | 20         | 19.163        | 19.290         | -0,7%        | 243.619                     | 262.747          | -7,3%        |
| Trib. s/ Faturamento                     | 22         | 20.777        | 22.696         | -8,5%        | 268.459                     | 287.399          | -6,6%        |
| Trib. s/ Op. Financeiras                 | 5          | 4.511         | 5.686          | -20,7%       | 60.498                      | 61.834           | -2,2%        |
| Trib. s/ Importação                      | 4          | 3.593         | 5.017          | -28,4%       | 52.877                      | 61.857           | -14,5%       |
| Trib. s/ Produção                        | 2          | 2.255         | 2.692          | -16,2%       | 32.666                      | 39.777           | -17,9%       |
| Demais                                   | 3          | 3.256         | 3.829          | -15,0%       | 48.761                      | 50.220           | -2,9%        |

Fontes: STN e IBGE. Elaboração: IBRE/FGV

<sup>6</sup> Esta análise considera apenas as receitas administradas pela RFB.

Outro grupo de tributos cuja queda pareceu se estabilizar é o dos vinculados à produção, porém em um nível muito negativo. Este grupo saiu de um crescimento real de cerca de 5% em 12 meses, em dezembro de 2014, para se estabilizar em queda de cerca de 20% real desde janeiro deste ano (Gráfico 9).

De qualquer forma, a pior notícia de junho são as variações na arrecadação dos tributos vinculados ao faturamento e à produção. Assim como registrado em maio, houve quedas muito altas em cima de bases que já eram ruins. Esse desempenho reforça a ideia de que as quedas seguem mais acentuadas até do que os indicadores de produção e comércio, apontando a hipótese de inadimplência tributária como alternativa para a falta de oferta de crédito bancário.

Em suma, é possível que haja uma melhora pelo lado da atividade econômica, especialmente tributos vinculados a lucros e salários. Por outro lado, os tributos sobre importações, produção e vendas trazem preocupações futuras, dado o elevado nível de deterioração recente.

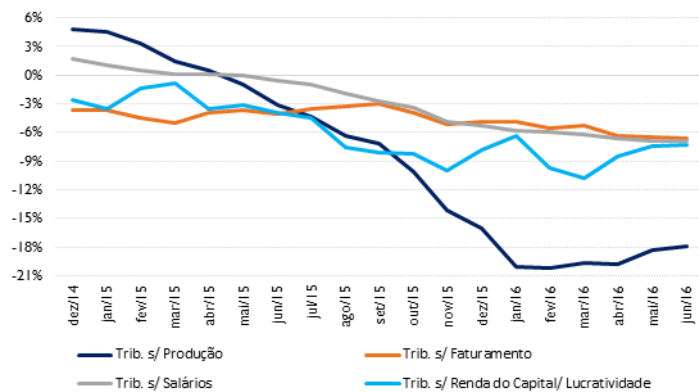
*Vilma da Conceição Pinto*

## 7. Setor Externo

### Queda expressiva no déficit da balança comercial da indústria de transformação

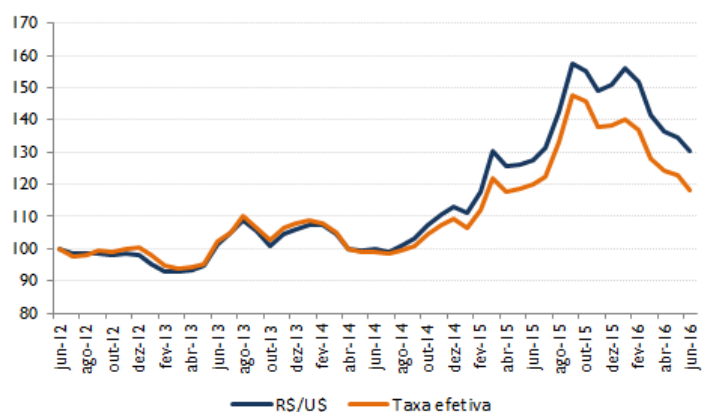
O superávit da balança comercial — US\$ 24 bilhões — atingiu o valor máximo da série histórica no primeiro semestre de 2016. As importações, com queda de 28% na comparação entre os acumulados de janeiro a junho de 2015 e 2016, deram a principal contribuição para esse resultado, pois as exportações caíram 4% no mesmo período. Recessão e desvalorização cambial explicam o resultado das importações. A queda do valor das exportações está associada ao recuo nos preços das *commodities* (-18%), grupo responsável por cerca de 60% das vendas externas brasileiras. Já a quantidade exportada total aumentou 12%.

**Gráfico 9: Arrecadação das Receitas Federais por Grupo de Principais Tributos (taxa de crescimento real em três meses)**



Fontes: STN e IBGE. Elaboração: IBRE/FGV

**Gráfico 10: Taxas Reais de Câmbio\*: Dólar e Efetiva**



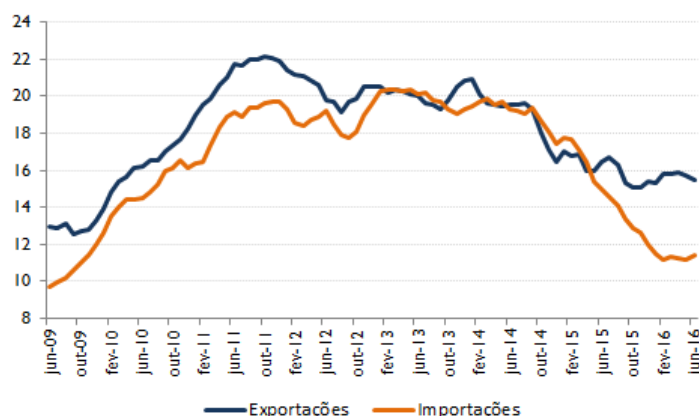
\* Deflatores: IPCA Brasil e IPC países.

Fontes: Bloomberg e BCB. Elaboração: IBRE/FGV

A aceleração no ritmo da valorização do câmbio real (Gráfico 10) — entre maio e junho houve queda de 3,4% no câmbio R\$/US\$ e de 3,7% na taxa efetiva — tem levantado dúvidas sobre a manutenção da trajetórias dos fluxos de comércio no segundo semestre. A previsão do Relatório

Focus, que ao longo dos últimos meses sempre revisou para cima o saldo comercial de 2016, registrou entre 01/07 e 08/07 recuo de US\$ 51 bilhões para US\$ 50,4 bilhões, após a divulgação da balança comercial de junho: as exportações caíram 14,7% e as importações 15,4% entre junho de 2015 e de 2016. O resultado das exportações é influenciado pela base desse mês em 2015, quando houve exportação de uma plataforma de petróleo. No entanto, o dado trimestral com ajuste sazonal (Gráfico

**Gráfico 11: Fluxos de Comércio Trimestrais**  
(com ajuste sazonal, em US\$ bilhões)



Fonte: SECEX/MDIC. Elaboração: IBRE/FGV

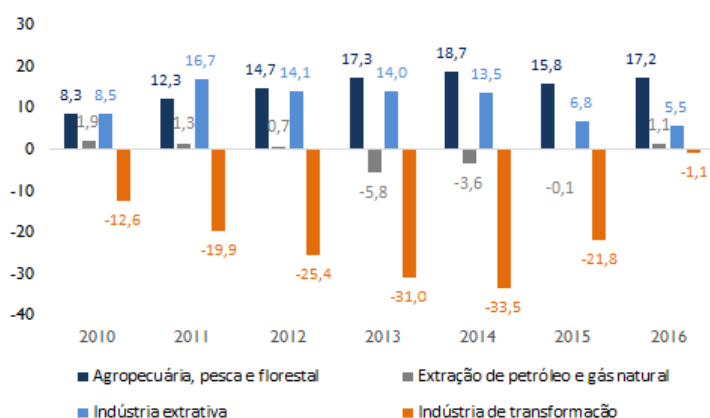
11) aponta retração de 1,8% nas exportações e aumento de 2,1% nas importações. O resultado é compatível, portanto, com a revisão para menos do saldo da balança comercial, mas ainda se mantendo a projeção de se chegar ao final de 2016 com o maior superávit da série histórica (ao redor de US\$ 50/55 bilhões).

A análise setorial dos saldos comerciais do acumulado de janeiro a junho (Gráfico 12) mostra que o ajuste externo recaiu sobre a indústria de transformação, cujo déficit passou de US\$ 21,8 bilhões para US\$ 1,1 bilhão entre 2015 e 2016. As exportações recuaram 1,1% e as importações 26% na comparação entre os dois primeiros semestres. Entre os meses de junho de 2015 e 2016, a diferença entre os dois fluxos é menor: exportações com -9,9% e importações com -12%.

Logo, se o processo de aceleração da valorização cambial não for adiante, o saldo deficitário da indústria de transformação pode ficar ao redor de US\$ 3 bilhões em 2016, o que não ocorre desde 2008.

Observa-se que a contribuição da indústria de transformação para o aumento de US\$ 22 bilhões no superávit comercial entre os primeiros semestres de 2015 e 2016 (de US\$ 2 bilhões para US\$ 24 bilhões) foi de US\$ 20,7 bilhões. Todos os setores da indústria registraram melhora nos

**Gráfico 12: Balança Comercial**  
(saldo de janeiro/junho, em US\$ bilhões)



Fonte: FUNCEX. Elaboração: IBRE/FGV



saldos comerciais, com exceção de fumo e madeira, que reduziram seus superávits entre os dois primeiros semestres de 2015 e 2016. Além disso, não há mudanças na composição da pauta: o setor de alimentos continua como o principal gerador de superávit para a indústria; e químicos e eletrônicos são os setores com maiores déficits. Quanto aos outros setores da economia, as contribuições foram de US\$ 1,4 bilhão (agropecuária), US\$ 1,2 bilhão (petróleo). O setor de extração mineral reduziu o seu superávit e contribuiu negativamente com US\$ 1,3 bilhão.

A indústria de transformação explica cerca de 90% das importações brasileiras. Logo, é sobre ela que recai o ajuste. Não está claro ainda, porém, se esse processo foi acompanhado de substituição de importações ou foi apenas corte associado ao nível de atividade. Num cenário de incertezas e instabilidade cambial, a segunda hipótese é mais plausível. A queda no déficit, portanto, pode ser uma “comemoração às avessas”, pois dura enquanto perdurar a recessão. Uma valorização do câmbio só iria piorar esse resultado.

*Lia Valls Pereira*

## 8. Panorama Internacional

### Brexit: Problema estrutural

A saída do Reino Unido da União Europeia (UE) foi interpretada por muitos como um erro. Pareceu uma brincadeira. Esses britânicos, pragmáticos e fleumáticos, às vezes aprontam uma dessas. Seria a expressão de um sentimento de independência que historicamente caracteriza os ilhéus.

Essa sensação aumenta quando lembramos que há inúmeros estudos que sugerem que a saída da UE representará perdas significativas de produto per capita frente ao que ocorreria se o *status quo* fosse mantido.

Por exemplo, o estudo “The economic consequences of Brexit: a taxing decision”, *policy paper* da OCDE de abril de 2016, sugere quedas de produto per capita de 3% no médio prazo e de 5% no longo prazo.

Assim, parece que os ingleses acordaram naquele dia meio – digamos assim – da pá virada, e resolveram pregar uma peça neles mesmos!

Essa interpretação parece-me muito superficial. A decisão de saída da UE é equivalente a uma decisão de elevação dos impostos sobre a importação, além de aumentar a dificuldade para a imigração.

É mais do que conhecido que, na média, o comércio internacional e a imigração aumentam o crescimento ao longo de um período, e, portanto, permitem que a produtividade da economia no longo prazo seja maior.

Mas também é amplamente conhecido que tanto o comércio quanto a migração de pessoas não são neutros para a distribuição de renda.

Com a globalização há perdedores. Minha avaliação é que o resultado do referendo expressa a visão dos perdedores com a globalização.

Diversas dinâmicas têm contribuído para manter estagnada a renda dos trabalhadores e dos extratos médios da distribuição de renda dos países desenvolvidos nas últimas décadas. Podemos citar pelo menos quatro temas:

1. A globalização comercial com a incorporação de enormes contingentes de trabalhadores desqualificados, principalmente da Ásia, explica parte do fenômeno da estagnação dos salários dos trabalhadores com baixa e média qualificação nos países desenvolvidos;
2. A migração tem o mesmo impacto do comércio. Resultado conhecido da teoria do comércio internacional é que a mobilidade de bens, isto é, comércio, é um substituto da mobilidade de fatores. Mais um fator de aumento da competição nos mercados de trabalho dos trabalhadores menos qualificados nos países desenvolvidos;
3. O progresso tecnológico nas últimas décadas, com a revolução da informática e da robótica, foi fortemente poupador das atividades com médias qualificações, tanto no chão de fábrica quanto nos escritórios. Adicionalmente, esse progresso técnico aumentou muito a renda das elevadas qualificações;
4. Finalmente o progresso tecnológico permitiu que para algumas profissões o melhor fosse remunerado desproporcionalmente, o que se chamou de “winners take all society”. Por exemplo: Messi é muito mais bem remunerado do que Pelé foi, simplesmente porque hoje o mundo para na hora de assistir a uma partida do Barcelona contra o Real.

Essas tendências produziram forte concentração de renda nos países desenvolvidos. Nos EUA, todo o ganho de renda dos anos 80 para cá foi apropriado pelo 1% mais rico.

Esse padrão de crescimento não parece ser um equilíbrio político. É difícil imaginar solução para essas forças de mercado, principalmente porque a globalização tem muito mais ganhadores do que perdedores — os pobres e os ricos do mundo emergente melhoram e os ricos do mundo desenvolvido também.

No entanto, se o modelo de desenvolvimento dos países ricos não se modernizar e encaminhar alguma solução para esses desequilíbrios que foram se acumulando ao longo das últimas três décadas, novos Brexits ocorrerão.

*Samuel Pessôa*

## **9. Observatório Político**

### **A Travessia de Temer**

Passados pouco mais de dois meses desde a posse de Temer como presidente interino, a situação do seu governo tem-se revelado muito ambígua. A favor do atual mandatário, contam-se os seguintes elementos: (1) a nomeação de uma boa equipe econômica, que tem conseguido reassegurar os mercados de que os graves problemas fiscais do país estão sendo enfrentados de

maneira realista e serão, mais tarde e de alguma forma, sanados; (2) o Executivo tem obtido, em média, amplo e relativamente sólido apoio parlamentar, próximo de 2/3 do Congresso; (3) no dia 14 de julho, um aliado de Temer, Rodrigo Maia (DEM-RJ), foi eleito Presidente da Câmara dos Deputados com a promessa de pacificar os ânimos políticos da Casa; (4) apesar de o presidente interino ter uma popularidade baixa, ela é maior do que a de Dilma em alguns indicadores; e (5) tudo indica que, ao final de agosto, o Senado afaste definitivamente a líder petista do Palácio do Planalto.

Do lado negativo, destacam-se (i) a falta de um programa claro de ação governamental, devidamente comunicado à população; (ii) a aprovação de um alto déficit orçamentário de 170 bilhões de reais para 2016, fruto, em boa medida, de uma série de concessões do Executivo a poderosos grupos de interesse, sinalizando fraqueza da atual administração; (iii) as frequentes menções de ministros e aliados nas investigações da Lava-Jato e a citação do próprio Temer na delação premiada de Sérgio Machado, ex-diretor da Transpetro, (iv) a sensação de que o Congresso, hoje liderado pela coalizão do presidente interino, continua sendo uma balbúrdia desconectada dos anseios do eleitorado, apesar do acachapante desgaste que tem sofrido a classe política por conta do envolvimento de dezenas dos seus membros no catastrófico escândalo da Petrobras, e (v) a decretação de calamidade financeira do estado do Rio de Janeiro, governado há nove anos e meio pelo PMDB de Temer – justamente às vésperas das Olimpíadas!

Os porta-vozes do Planalto têm insistido que os dois primeiros aspectos negativos acima referidos dizem respeito à interinidade de Temer. Assim que ele for efetivado como chefe de Estado, estarão dadas as condições para que o novo Executivo diga a que veio e pare de se submeter aos grupos de pressão. Conquanto tudo que os políticos afirmem deva ser sempre lido com saudável dose de ceticismo, essa explicação faz sentido. As agudas crises política e econômica pelas quais o Brasil tem passado desde o final de 2014, o caráter traumático e polarizador da destituição de Dilma e a necessidade imperativa de passar ao mundo a imagem de haver no país uma módica estabilidade institucional e social às vésperas dos Jogos Olímpicos na complicada cidade do Rio de Janeiro forçariam qualquer governante realista e lúcido a adotar posturas de cautela e a mais negociar do que impor. Dito isso, depois da Olimpíada em agosto, e das eleições municipais de outubro, Temer se verá premido a propor ao Congresso e à nação projetos que deem plena credibilidade à promessa de resgate da economia, o que significa necessariamente apontar uma trajetória de queda da dívida pública. Se este objetivo não for alcançado, a montanha russa da política brasileira voltará a todo vapor em 2017.

Cabe, então, perguntar: aceitará o Congresso aprovar o teto para os gastos públicos e as idades mínimas para a aposentadoria de homens e mulheres, as duas peças-chave do ajuste fiscal? Difícil saber. O máximo que se pode dizer é que duas poderosas forças se digladiarão nas salas, corredores, comissões e plenários do Congresso: de um lado, obviamente, os setores que perderão renda com as duas medidas, somados aos seus aliados partidários à esquerda e à direita; e, do outro, o instinto de sobrevivência da classe política, atingida duramente pela Lava-Jato. A atual classe política só terá chance de sobrevivência nas eleições gerais de 2018 se a economia

renascer a partir de 2017. Alguém consegue ver nossos maiores partidos (PMDB, PT, PSDB, PP, PR e PDS) saindo como vencedores dos pleitos de outubro de 2018 depois de quatro anos de recessão econômica e massivos escândalos de corrupção?

Nessa batalha que se avizinha, e na qual estará em jogo o desempenho futuro da economia, Temer e seus ministros terão o papel vital de comunicar à sociedade – de maneira sincera, límpida e cristalina – que, sem reforma da Previdência, o Brasil estará fadado a envelhecer sem ter antes superado a pobreza, correndo o sério risco de viver longas décadas a mais de frustrante subdesenvolvimento. Cabe registrar que, até o momento, Temer não dá sinais de ser um exímio comunicador. Porém, tem-se mostrado um bom negociador parlamentar, outra virtude relevante para vencer a referida batalha.

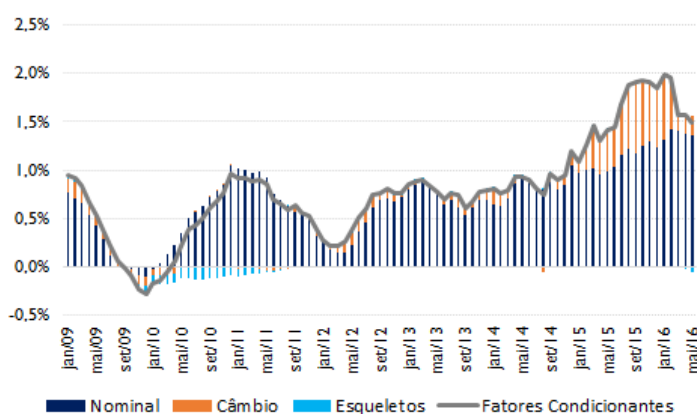
De qualquer modo, o primeiro semestre de 2017 será a grande oportunidade que Temer terá para mostrar a que veio e, eventualmente, cavar para si um lugar digno na história republicana. Convém lembrar também que será o último momento para se tentar discutir e aprovar uma reforma política que reduza a fragmentação partidária antes das eleições de 2018. Como se vê, será uma agenda difícil e pesada, que requer as mais sofisticadas artes de liderança política, bem do qual o país hoje carece. Oremos, pois.

*Octavio Amorim Neto - Professor da EBAPE/FGV*

## 10. Em Foco IBRE: Rumo à falência dos governos estaduais?

Governos regionais já faliram nos Estados Unidos, como ocorre com empresas e bancos. Essa figura não existe especificamente no direito brasileiro, mas a prática não está muito distante. A Constituição prevê a intervenção federal nos Estados em várias hipóteses, inclusive o não pagamento da dívida. Talvez em estágio anterior a esse extremo, o Estado do Rio de Janeiro decretou calamidade pública por razões financeiras, formalmente reconhecida pelo governo federal para lhe conceder uma ajuda financeira extraordinária. A mesma exceção já teria sido decretada por prefeituras, até de grande porte (como Teresópolis e Betim). É curioso que, até há pouco, o Brasil era reconhecido no exterior, até por organismos multilaterais, como um dos casos mais bem-sucedidos de disciplina fiscal dos governos subnacionais.

**Gráfico 13: Fatores Condicionantes da Dívida Líquida dos Governos Estaduais** (valores acumulados em 12 meses em percentual do PIB)



Fonte: Banco Central. Elaboração: IBRE/FGV

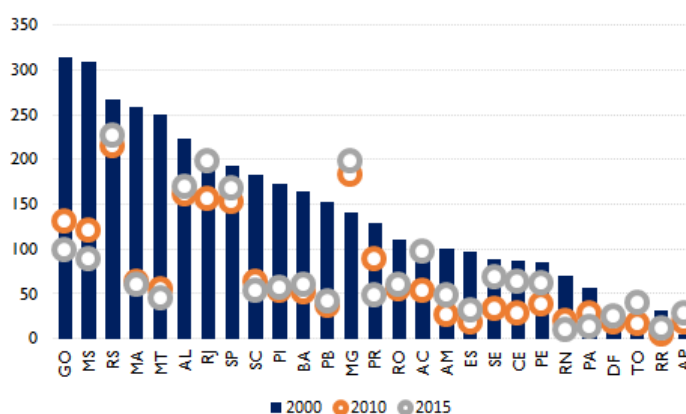
Na conta oficial (do BCB) da dívida líquida estadual, houve expansão de 2,1 pontos percentuais (pp) do PIB em apenas dois anos e meio (Gráfico 13). Em dezembro de 2009, a mesma dívida chegou a ser reduzida em 0,3 pp, mas sofreu forte escalada depois, até chegar a 11,2% do PIB em maio de 2016. A desvalorização cambial explicou parte desta deterioração – porque os governos tinham se endividado no exterior, com garantias do Tesouro, desde o final da década passada –, mas foi a deterioração nominal o principal condicionante. E mesmo desde 2015, quando praticamente se fechou o acesso a novos créditos, houve muitos empréstimos anteriormente contratados para serem liberados e computados na dívida pública.

O início desta década marcou o relaxamento pelas autoridades fazendárias do ajuste fiscal que havia sido acordado com os Estados por

ocasião da rolagem de suas dívidas antes de ser editada a Lei de Responsabilidade Fiscal, e que resultou em considerável esforço de redução do endividamento até 2010. No Gráfico 14, a barra azul mostra o ponto de partida (ao final de 2000) da dívida líquida como proporção da receita corrente de cada um dos governos; o círculo laranja, a posição em 2010; e o círculo cinza, em 2015. Fica evidenciada a inflexão da trajetória de ajuste para a de endividamento – inclusive dois Estados (MG e AP) já estão em pior situação ao final do período e raros são os Estados com redução da dívida nos últimos anos. O limite para essa dívida, fixado pelo Senado em duas vezes a receita corrente líquida anual, foi ultrapassado, ou está próximo de sê-lo, exatamente pelos três Estados que aparecem no noticiário como aqueles em pior situação financeira (RS, MG e RJ).

A União contribuiu diretamente para essa deterioração porque a maior parte dos novos créditos foi tomada com garantias dadas pelo Tesouro Nacional, inicialmente para organismos multilaterais, depois para seus próprios bancos – aos quais também concedeu os recursos a serem cedidos e até determinou as condições (prazos, taxas e mesmo valores a contratar por cada ente federado). Paradoxalmente, houve a justificativa de que os Estados estavam em situação fiscal saudável para contrair novos empréstimos e por isso a União nunca precisou anteriormente honrar nenhuma garantia, sem contar que havia enorme folga no limite específico também fixado pelo Senado para concessão de garantias. O Gráfico 15 apresenta a evolução crescente do estoque de garantias concedidas pelo Tesouro como proporção do PIB, sobretudo das internas (a maioria passando pelo BNDES); assim como, no eixo da direita, o que o Tesouro precisou honrar de garantias – o que voltou a ocorrer em 2016, depois de 12 anos, quando a União honrou dívidas referente a contratos de responsabilidade do Estado do Rio de Janeiro no montante de R\$ 293,35 milhões.

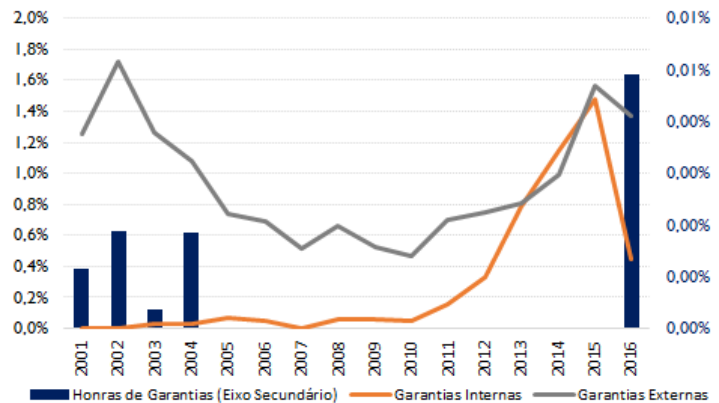
**Gráfico 14: Dívida Consolidada Líquida em Percentual da Receita Corrente Líquida (DCL/RCL) dos Governos Estaduais – Anos 2000, 2010 e 2015**



Fontes: STN e Portal da Transparência do MS. Elaboração: IBRE/FGV

A situação fiscal dos governos subnacionais é pior do que aparece nas estatísticas divulgadas pelo Banco Central. Este conta apenas dívidas bancárias porque, mesmo depois das famosas pedaladas, ainda são ignorados os demais compromissos, apesar de todos governos contarem a despesa pelo regime de competência e os demais passivos constarem nos balanços. Nem mesmo se conta o saque de depósitos judiciais, até mesmo de terceiros. No passado, apenas prefeituras de pequeno porte e do interior se financiavam basicamente por meio dos restos a pagar, quitados no ano seguinte, com atrasos crescentes. Esta prática agora também se generalizou entre os Estados, de modo que fornecedores, empreiteiros e servidores têm sido convertidos forçadamente em financiadores dos governos estaduais. Entre os primeiros quadrimestres de 2015 e de 2016, cresceu em 15 Estados a distância entre o montante da despesa empenhada e o total pago, sendo que no agregado o aumento real foi de 94% (em sete Estados cresceu até mais do que essa taxa). No caso da folha salarial, que sempre foi paga dentro do mesmo mês de competência, apenas 12 Estados ainda seguem a regra. A folha passou para o mês seguinte em oito Estados e tem sido de alguma forma parcelada em sete.

**Gráfico 15: Saldo Devedor das Operações de Crédito Garantidas com Estados, Municípios e suas Entidades Controladas**  
(valores em % do PIB)



\*2016 saldo das garantias até abril e honras de garantias até junho.  
Fontes: CGU e STN. Elaboração: IBRE/FGV

O Rio de Janeiro, como se vê, não é uma exceção. Mas, por sua dependência das receitas de petróleo, antecipa e potencializa as dificuldades financeiras que alcançarão, ainda que mais tarde, também os outros Estados, assim como prefeituras, se não forem superadas as razões de crise tão grave. Além da óbvia retomada do crescimento, será inevitável refundar o regime próprio de Previdência (urgente recalibrar as alíquotas das contribuições); impor e reduzir teto de salários, vedada qualquer vinculação de um para outro governo e de um para outro Poder; apurar corretamente o limite de gasto com pessoal da LRF e aplicar as sanções já determinadas na Constituição (que podem chegar à demissão de servidores concursados, se não for aceita a redução da jornada de trabalho e de salários); e, do lado da receita, trocar o obsoleto ICMS por um moderno e amplo imposto sobre valor adicionado. Estas são apenas algumas propostas que, em comum, são tanto mais necessárias e inevitáveis quanto mais são rejeitadas ou negadas pelos interesses políticos. Em sua maioria, elas dependem de decisões nacionais, seja pela coordenação e liderança do Executivo, seja pela aprovação no Congresso e posterior confirmação nas Cortes Superiores.

Pode ser social e politicamente muito perigoso tratar a crise dos Estados como se tivesse sido causada por suas próprias decisões e, o mais arriscado, como se cada um tivesse condições

suficientes para a superar apenas com medidas próprias. Estados são provedores de serviços sociais básicos (como ensino, saúde e, sobretudo, segurança pública) e o desarranjo financeiro pode levar a grave comprometimento da ordem pública e daí tornar inevitável uma intervenção. Afastadas as autoridades locais, caberá ao interventor federal responder pela coisa pública e pelas contas públicas e, na prática, passará ao outro nível superior de governo (isto é, à União) a responsabilidade de equacionar a crise, sendo que, durante este período, não se poderá emendar a Constituição da República.

O desafio de evitar e depois superar a falência dos Estados é tão grande e complexo quanto o custo social e político que imporá, que extrapola as fronteiras regionais.

*Vilma da Conceição Pinto e José Roberto Afonso*

**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

Julio Mereb

Lia Valls Pereira

Lívio Ribeiro

Luísa Azevedo

Mauricio Canêdo Pinheiro

Mauro de Rezende Lopes

Regis Bonelli

Samuel Pessôa

Silvia Matos

Tiago Barreira

Vilma Pinto

## 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 21 de julho 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.