

Difícil recuperação

Os indicadores de atividade econômica divulgados nas últimas semanas revelam que o desempenho da economia brasileira tem se mostrado bem pior do que o previsto por todos os analistas de mercado. Infelizmente, a esperança de que o último trimestre de 2016 pudesse ser o trimestre da virada, ou pelo menos marcasse um passo significativo nesta direção, começa a se desvanecer, conforme surgem novos números.

Nossos analistas já haviam alertado para o excesso de otimismo do mercado com a recuperação da economia brasileira, que fica claro nas projeções. O Boletim Macro FGV/IBRE destacou mais de uma vez a insistente discrepância entre os indicadores de expectativas e da situação atual nas sondagens qualitativas de empresários e consumidores, um sinal de que as condições para uma retomada robusta e acelerada poderiam ainda não estar plenamente colocadas.

De qualquer forma, até os nossos analistas foram surpreendidos por perspectivas tão negativas para outubro. A produção industrial, após o tombo de quase 4% em agosto e a módica reversão de 0,5% em setembro, deve iniciar o quarto trimestre em queda de quase 2% na margem. Os dados de vendas no varejo também deverão seguir em declínio, já que nossa prévia aponta um recuo de 0,6% em relação ao mês anterior. Ou seja, o país ainda permanece mergulhado numa grande recessão.

Por ora mantemos nossa previsão de que o PIB caia 3,4% em 2016. A piora dos dados na margem foram compensadas, em parte, pela revisão do Sistema de Contas Nacionais 2010-2014, divulgada pelo IBGE, bem como pelas estimativas do Monitor do PIB de setembro, que indicam queda menor do PIB em 2015, de 3,5%, ante recuo de 3,8% anteriormente. Para 2017, o crescimento projetado permanece em 0,6%, mas também está sob risco de baixa.

No *front* externo, o resultado das eleições americanas representa outro desafio para o Brasil. Tudo indica que, para os mercados emergentes, a vitória de Trump é negativa. O primeiro sinal foi a saída de recursos de países emergentes, que levou à forte depreciação das suas moedas.

No Brasil, este impacto sobre a taxa de câmbio não foi nada desprezível: se, antes da eleição, a cotação rodava na casa de R\$ 3,15/US\$, posteriormente passou a oscilar entre R\$ 3,35/US\$ e R\$ 3,40/US\$ – em alguns momentos até um pouco mais, movimento que foi disciplinado pelo aumento da intervenção oficial. Um estudo presente neste Boletim mostra que $\frac{3}{4}$ da desvalorização do câmbio deveram-se a fatores externos – principalmente a elevação do custo de capital no mundo e a queda dos preços das *commodities* – e $\frac{1}{4}$ à alta da percepção de risco em função de fatores domésticos.

Nesse contexto, o Banco Central se depara com novo dilema. O BC poderia acelerar o ritmo de redução da taxa de juros, pois a desaceleração do IPCA segue acima do previsto, com a atividade bem mais enfraquecida. Porém, num período em que precisamos de convergência rápida da inflação para a meta, a piora do câmbio claramente chegou em momento inoportuno, dificultando o processo de flexibilização monetária. Consequentemente, o cenário de atividade econômica para 2017 poderá ser ainda mais penalizado.

Nesse ínterim, as reformas fiscais continuam avançando, mas ainda estamos apenas no estágio inicial. A Proposta de Emenda Constitucional (PEC) que estabelece um teto para o crescimento dos gastos públicos foi aprovada em outubro na Câmara dos Deputados e tudo indica que será aprovada pelo Senado. Essa proposta tem o potencial de reverter a tendência de aumento contínuo das despesas do governo federal observada desde a Constituição de 1988. Avaliamos que a medida é fundamental para garantir uma trajetória sustentável da dívida pública.

No entanto, para que a proposta seja viável, será necessária uma ampla reforma da Previdência. Além disto, será preciso reverter também a dramática situação fiscal dos Estados brasileiros. A crise estadual surpreende pela magnitude. Sem dúvida, a recessão deteriorou a arrecadação dos Estados própria e de transferências, levando a uma perda de receita que compromete a capacidade de pagamento das obrigações correntes. Contudo, essa crise poderia ser menos intensa se os Estados tivessem gerido suas finanças de forma mais responsável e transparente.

O ajuste das contas públicas é pré-requisito para a retomada do crescimento econômico. O problema fiscal não é exclusividade do governo federal, muito pelo contrário. Estados e municípios estão à beira da insolvência. O tempo urge. É crucial restaurar a solvência das contas públicas no médio e longo prazo ao longo dos próximos meses.

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

1. Em relação ao nível de atividade, revisamos nossa previsão de queda do PIB no terceiro trimestre de 0,6% para 1% na comparação com o segundo trimestre. Em termos interanuais, isto representa uma queda de 3,0% (AsA) contra a previsão anterior de recuo de 2,9%. É importante destacar que essas previsões já incorporam a revisão das Contas Nacionais Anuais de 2010-2014, bem como seus possíveis impactos sobre o PIB de 2015, estimados pelo Monitor do PIB de setembro. [\(Seção 1\)](#)
2. Os nossos indicadores de confiança também corroboram o cenário um pouco mais pessimista sobre o ritmo de recuperação da atividade econômica. Nos últimos meses, os indicadores das sondagens mostraram os primeiros sinais de fraqueza, após meses de altas expressivas – seja por desaceleração do Índice de Confiança do Consumidor, seja por estabilização do Índice de Confiança Empresarial. Este movimento poderia ser considerado favorável caso a calibragem das expectativas viesse acompanhada de uma recuperação mais rápida dos indicadores que medem o grau de satisfação de empresas e consumidores com a situação presente da economia. Diante dos indicadores recentes da atividade econômica, dificilmente podemos esperar uma melhora expressiva na percepção sobre a situação presente neste final de ano.
3. A mesma seção também analisa o comportamento de indicadores de Situação Atual (ISA) e das Expectativas (IE) dos Consumidores e da Indústria em outros eventos recessivos datados pelo CODACE. Para o consumidor, é possível identificar que, nos meses que precedem a saída de uma recessão, a diferença é favorável ao IE. O seja, o IE costuma antecipar o ISA com um *lead* entre dois a quatro meses. Essa distância de tempo e a magnitude da diferença podem aumentar nas saídas de recessões mais longas ou profundas como a de agora. Terminado o período recessivo, a diferença entre ISA e IE tende a diminuir e o efetivo fechamento da “boca” ocorre pela alta consistente dos indicadores da situação atual. Desta forma, apenas uma melhora consistente nos indicadores de Situação Atual poderá permitir uma visão mais otimista sobre a economia brasileira. [\(Seção 2\)](#)

4. Como consequência da fraqueza da economia, o desempenho do mercado de trabalho neste segundo semestre de 2016 ainda permanece muito ruim. Os dados de emprego formal (Caged) mostram claramente este difícil cenário: após perda de quase 40 mil vagas em setembro, a previsão do IBRE para outubro é de uma nova redução líquida de 85 mil vagas. A contração do emprego também tem sido muito expressiva nos dados da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC). Porém, o baixo crescimento da população economicamente ativa (PEA) nos últimos meses sugere que a taxa de desemprego não subirá tanto, mesmo com os fracos dados do emprego. Em particular, no terceiro trimestre de 2016 a taxa de desemprego foi de 11,8%, resultado inferior aos 12,1% divulgados em nossa última projeção. No quarto trimestre deste ano, projetamos desemprego de 12,0% (contra 12,3% divulgados anteriormente). Para 2017, as projeções pouco se alteraram comparativamente, com leve recuo na projeção do quarto trimestre de 2017, de 11,4% para 11,3%. Mas, de qualquer forma, em março de 2017 a taxa atingirá 12,1% segundo os nossos modelos, o que seria um recorde histórico, superando inclusive o patamar registrado em crises anteriores (1998-99 e 2002-2003). Esta comparação histórica só é possível graças à retropolação das séries da PNAD Contínua desde 1992, elaborada pelo pesquisador Bruno Vaz, que é apresentada na Seção Em Foco deste Boletim. [\(Seção 3\)](#)

5. Em termos de inflação, as notícias são mais animadoras. A inflação de outubro nos antecipou que os preços no último trimestre de 2016 tendem a apresentar reajustes mais tímidos que os registrados no mesmo período de 2015. Ano passado, a variação média do IPCA no quarto trimestre foi de 0,9%. Já em 2016, a variação média pode ser de 0,4%, ou seja, menos da metade. Um fato importante é que os preços dos serviços livres também começaram a favorecer a descompressão da inflação. E a contribuição para a desaceleração desses preços está ocorrendo em serviços de peso no orçamento familiar. Alimentação fora do domicílio e aluguel residencial, por exemplo, estão registrando taxas acumuladas em 12 meses abaixo das apuradas nos últimos cinco anos. Em ambos os casos, a recessão e o consequente aumento do desemprego contribuíram para o arrefecimento dos preços. Com isso, o IPCA poderá fechar 2016 em 6,9%, com viés de baixa. [\(Seção 4\)](#)

6. Nosso analista de política monetária detalha o novo dilema do Banco Central. Nas últimas semanas, dois conjuntos de notícias mostraram-se particularmente relevantes para quem acompanha ou se preocupa com a condução da política monetária. O primeiro diz respeito a certa frustração com o desempenho da atividade econômica no Brasil no terceiro trimestre. Novidade igualmente importante refere-se à eleição de Donald Trump para presidente dos Estados Unidos. No Brasil, os mercados de ativos foram afetados de maneira particularmente negativa, com queda do índice Ibovespa, aumento do risco país, desvalorização cambial e aumento de taxa real de juros mais longa. Diante disso, a questão relevante parece ser até que ponto, e em que direção, esses dois conjuntos de informação acabarão influenciando as decisões do BC, em particular no tocante à reunião do Copom no final de novembro.

7. O nosso analista conclui que essas novidades são de grande importância, mas não deverão alterar o ritmo de queda da taxa de juros básica, projetada em 25 pontos para a reunião de novembro do Copom. Não fazer nada seria ruim, considerando-se as expectativas em torno da flexibilização da política monetária e o próprio quadro recessivo. Alterar o ritmo para 50 pontos também não seria recomendável. Afinal, existe o risco de o dólar lá fora continuar se fortalecendo, com reflexos no nosso mercado de câmbio, em prejuízo do controle da inflação. [\(Seção 5\)](#)

8. Na seção dedicada à política fiscal o tema é a grande magnitude da crise fiscal dos Estados. A analista aponta que os Estados com os maiores custos previdenciários são os que estão com mais dificuldades de enfrentar a atual recessão. A situação fica ainda mais grave quando se observa a fonte dos recursos utilizados para pagamento da folha. Alguns Estados utilizaram receitas temporárias para cobrir gastos permanentes, o que comprometeu ainda mais a capacidade de pagamento. São fatos e números que assustam e deixam clara a necessidade urgente de reformas na Previdência dos governos Estaduais. ([Seção 6](#))

9. Na análise do setor externo brasileiro, o Boletim destaca os possíveis impactos comerciais com a eleição de Donald Trump. Os Estados Unidos são o segundo mercado de destino das exportações brasileiras (participação média de 12% entre 2013/2016, vindo após a China, com 19%). As manufaturas explicam ao redor de 55% da pauta de exportações do Brasil para os Estados Unidos. As vendas de manufaturas brasileiras são relativamente diversificadas e incluem aviões, automóveis e peças, produtos químicos, produtos alimentícios, entre outras. Neste grupo, os produtos siderúrgicos seriam o principal alvo de medidas protecionistas, o que não seria uma novidade. No campo das *commodities*, o Brasil pode ganhar se o projeto de construção de infraestrutura de Trump avançar, ampliando a demanda por minério de ferro, mesmo num contexto de proteção aos produtos siderúrgicos. Há perdas, porém, no mercado dos Estados Unidos com a substituição de um produto manufaturado (siderúrgico) de maior valor adicionado por uma *commodity*. O momento é de especulação. Mas o maior risco reside num cenário de confronto dos Estados Unidos com as instituições multilaterais e com os principais parceiros (China, em especial), o que pode levar a uma estagnação do comércio mundial. Esta hipótese, porém, por enquanto é descartada pela analista. ([Seção 7](#))

10. O Panorama Internacional desta edição do Boletim tem foco na questão da eleição de Trump e dos efeitos iniciais sobre os mercados, com destaque para a taxa de câmbio no Brasil, já abordada anteriormente. O mercado avalia que Trump será capaz de elevar tanto a inflação como os juros reais. A origem deste movimento seria a confiança do mercado de que Trump será capaz de fazer algo que Obama não fez: o atual presidente queria aumentar o déficit público com mais despesas; Trump promete fazê-lo por meio de redução de tributos. O Congresso americano engole a segunda forma, mas não a primeira. Somando tudo, os mercados esperam que Trump aumente o déficit público em função da desoneração dos impostos corporativos; que a desoneração estimule o investimento em infraestrutura; e que o fechamento da economia, com o aumento das alíquotas de importação do México e da China, associada à redução da entrada de imigrantes, pressione os salários, principalmente dos trabalhadores mais desqualificados, para cima, o que impactará a inflação. ([Seção 8](#))

11. O Observatório Político, de autoria do Prof. Octavio Amorim Neto, faz uma instigante análise dos seis meses de Temer no Planalto, apontando para os aspectos positivos e negativos deste mandato. A conclusão do autor é de que Temer melhorou um pouco a situação política e econômica do país. Porém, a Lava-Jato, o TSE e Trump estão aí para mostrar que alta incerteza, instabilidade e vulnerabilidade governamental serão as marcas de 2017. ([Seção 9](#))

12. Finalmente, a seção Em Foco, de autoria de Bruno Vaz e Tiago Barreira, apresenta uma análise do mercado de trabalho brasileiro nos últimos 25 anos. Um dos principais obstáculos encontrados para uma análise temporal longa é a existência de inúmeras diferenças

metodológicas entre as diversas pesquisas divulgadas pelo IBGE. O foco do trabalho dos pesquisadores foi compatibilizar as diferentes pesquisas e construir séries históricas longas que permitam um estudo mais abrangente do mercado do trabalho. [\(Seção 10\)](#)

Silvia Matos e Júlio Mereb

1. Atividade Econômica

Recuperação com fôlego curto?

Os dados de atividade divulgados no terceiro trimestre indicam que o PIB deverá apresentar um desempenho bem pior do que o antecipado para este período, confirmando a expectativa de que a recuperação da economia brasileira se dará de modo bastante lento e gradual. Mesmo já esperando que o PIB se retraísse no terceiro trimestre, os números de atividade ainda assim conseguiram nos surpreender negativamente. Incorporando a publicação do Sistema de Contas Nacionais 2010-2014, o Monitor do PIB de setembro¹ (Tabela A.1) apontou mais um crescimento negativo, de -0,5% MsM (-3,1% AsA), completando a sequência de resultados frustrantes observados em julho e agosto. Com isso, esperamos que o PIB do terceiro trimestre varie -1,0% TsT (-3,0% AsA) contra a nossa projeção anterior de -0,6% TsT (-2,9% AsA), antecedente à revisão das séries de PIB e seus componentes (Tabela 1). Mesmo com o novo número e já levando em consideração a revisão esperada para o crescimento do PIB de 2015, de -3,8% para -3,5%, a projeção para o ano fechado de 2016 se manteve em -3,4% (Gráfico 1). Finalmente, o crescimento projetado para 2017 permanece em 0,6%, mas iremos atualizá-lo após a divulgação das Contas Nacionais Trimestrais.

As principais revisões positivas no crescimento de 2014 se concentraram na agropecuária (de 2,1% para 2,8%) e nos serviços (de 0,4% para 1,0%), para cuja variação os desempenhos mais positivos de comércio (de -1,2% para 0,6%) e outros serviços (de 0,4% para 1,9%) foram decisivos. Por outro lado, a indústria foi revisada para baixo (de -0,9% para -1,5%), puxada principalmente pelos piores resultados da transformação (de -3,9% para -4,7%) e da construção civil (de -0,9% para -2,1%). Para 2015, esperamos o mesmo padrão de revisões verificado em 2014, com os serviços sendo revisados para cima (-2,1%, ante -2,7%) e a indústria sendo revisada para baixo (-6,8%, ante os atuais -6,2%). Pelo lado da demanda, o consumo das famílias e o investimento deverão sofrer revisões positivas, subindo de -4,0% para -3,1% e de -14,1% para -13,9%, cada um (Gráfico 2).

Tabela 1: Projeções PIB

Atividades	2016/2015
Consumo das Famílias	-3.8%
Consumo do Governo	-1.3%
Investimento	-11.3%
Exportação	6.4%
Importação	-11.0%
PIB	-3.4%
Agropecuária	-1.6%
Indústria	-4.1%
Extrativa	-3.7%
Transformação	-7.0%
Construção Civil	-3.3%
Eletricidade e Outros	5.8%
Serviços	-2.6%
Comércio	-6,4%
Transporte	-6,8%
Serviços de informação	-3,4%
Intermediação financeira	-3,6%
Outros serviços	-2,4%
Aluguéis	0,1%
Administração pública	-0,2%

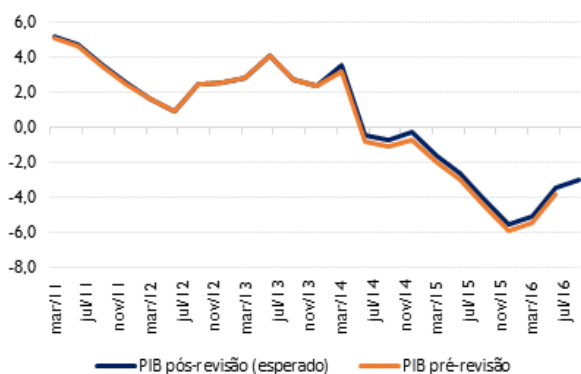
Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV

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

Para o próximo trimestre, até o momento as prévias dos indicadores de comércio e produção industrial não apontam um rebote da atividade econômica em outubro. A produção industrial, após o tombo de quase 4% em agosto e a módica reversão de 0,5% em setembro, deve iniciar o quarto trimestre em queda de 1,8% MsM. Os dados de vendas no varejo também deverão seguir em declínio, já que a nossa prévia aponta recuo de 0,6% na margem. Alguns analistas chegaram a levantar a hipótese de que o conjunto de dados fracos do terceiro trimestre deveu-se em grande medida à greve dos bancários, atipicamente mais prolongada este ano, e às paralisações pontuais de algumas montadoras. Embora possa ser parte da explicação, não acreditamos que se deva apenas a isso. Na verdade, os indicadores do terceiro trimestre sugerem que a retomada da atividade econômica será mais lenta e gradual do que se antecipava anteriormente. Com efeito, o Boletim Macro FGV/IBRE já vinha alertando para a insistente discrepância observada entre os indicadores de expectativas e situação atual nas sondagens qualitativas de empresários e consumidores, sinalizando que as condições para uma retomada robusta e acelerada da atividade econômica poderiam ainda não estar plenamente colocadas.

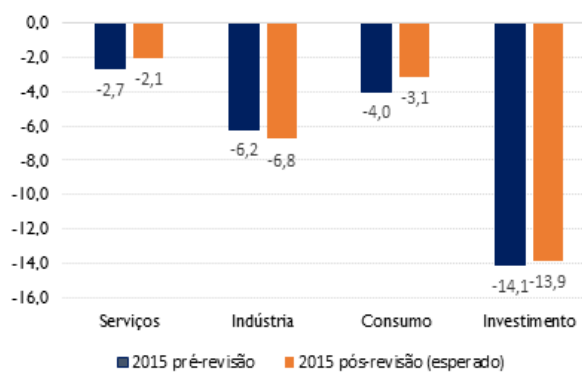
No momento, resta-nos esperar a divulgação das séries revisadas do Sistema de Contas Nacionais para, em posse delas, ajustarmos nossa projeção de PIB do quarto trimestre, até o momento em -0,3% TsT, e de 2017, atualmente em 0,6%.

Gráfico 1: PIB (trimestre contra trimestre do ano anterior)



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 2: Componentes do PIB (crescimento anual)



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

Tabela A.1: Monitor do PIB

Atividades	SET2016/SET2015 (Sem ajuste sazonal)	SET2016/AGO2016 (Com ajuste sazonal)	Trimestral	
			3T2016/3T2015 (Sem ajuste sazonal)	3T2016/2T2016 (Com ajuste sazonal)
Consumo das famílias	-2,3%	1,8%	-3,8%	-1,1%
Consumo do governo	0,0%	0,4%	-0,4%	1,6%
Formação bruta de capital fixo	-10,9%	-1,1%	-11,0%	-5,0%
Exportação	-5,0%	5,4%	-0,1%	-2,8%
Importação	4,9%	3,6%	-2,6%	1,5%
PIB	-3,1%	-0,5%	-3,0%	-1,0%
Agropecuária	2,0%	2,7%	-1,8%	-1,4%
Indústria	-1,8%	-0,2%	-2,2%	-0,4%
Extrativa	6,3%	3,1%	0,0%	3,9%
Transformação	-4,4%	-0,4%	-4,5%	-1,8%
Construção civil	-5,2%	-2,7%	-1,8%	0,5%
Eletricidade e outros	8,1%	-0,2%	6,2%	-0,2%
Serviços	-3,3%	-1,1%	-2,7%	-0,8%
Comércio	-5,4%	1,4%	-5,9%	-1,9%
Transporte	-8,0%	1,2%	-8,0%	-2,5%
Serviços de informação	-4,4%	-0,8%	-3,3%	-0,5%
Intermediação financeira	-4,8%	-0,8%	-3,9%	-0,5%
Outros serviços	-6,5%	-6,9%	-2,8%	-1,3%
Aluguéis	0,0%	0,1%	0,1%	0,0%
Administração pública	2,1%	0,5%	0,7%	1,5%

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

Silvia Matos e Julio Mereb

2. Expectativas de Empresários e Consumidores

Sinais de lenta retomada

Em outubro, o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) manteve a tendência de alta iniciada em maio e o Índice de Confiança Empresarial (ICE) recuou, sugerindo uma calibragem diante do ritmo de recuperação da economia mais lento que o previsto. Em ambos os casos, foram pequenas oscilações na margem, que podem refletir uma acomodação destes indicadores após meses de altas expressivas, influenciadas pela redução do pessimismo.

A distância entre os índices de expectativas (IE) e da situação atual (ISA), analisada em edições anteriores do Boletim, continua elevada. Nesta edição ressaltamos a importância de uma recuperação consistente dos indicadores que retratam a situação atual como sinalizadores de saída de recessão. Estes avançaram discretamente ao longo do ano e nos últimos três meses perderam fôlego, estacionando em patamar baixo e incompatível com o fim da recessão.

O Gráfico 3 apresenta agregações dos indicadores da Situação Atual e de Expectativas do consumidor e da indústria. De 1995 em diante há um padrão comum nos eventos recessivos datados pelo CODACE: nos meses que precedem o início de uma recessão, o ISA oscila acima do IE; e nos meses que precedem a saída, a diferença é favorável ao IE. A explicação é simples: os IEs costumam antecipar os ISAs com um *lead* entre dois e quatro meses, uma distância de tempo e magnitude que pode aumentar nas saídas de recessões mais longas ou profundas como a de agora.

Terminado o período recessivo, a diferença entre ISA e IE tende a diminuir e o efetivo fechamento da “boca” ocorre pela alta consistente dos indicadores da situação atual.

A Sondagem da Indústria permite observar um período mais longo por dispor de séries desde 1980, como o indicador de satisfação com a demanda, que retrata bem o estado cíclico presente da economia. Sua evolução neste período mostra que as saídas de recessão dependem tanto de uma tendência alta quanto do efetivo nível do indicador, que precisa retornar, ou ao menos se aproximar, de sua média histórica. Na série normalizada, em sete das oito saídas de recessão ocorridas entre 1980 e 2009, o Indicador de Demanda ultrapassou o nível de um desvio padrão abaixo da média em menos de três meses após o fim da recessão identificado pelo CODACE. Em outubro de 2016, o indicador de demanda ainda se encontrava 1,7 desvio abaixo da média, seguindo o mesmo critério.

Analogamente, nas saídas das oito recessões anteriores a esta, o *turning point* do Indicador de Demanda ocorreu próximo à saída da recessão, embora tenham sido observados “alarmes falsos”

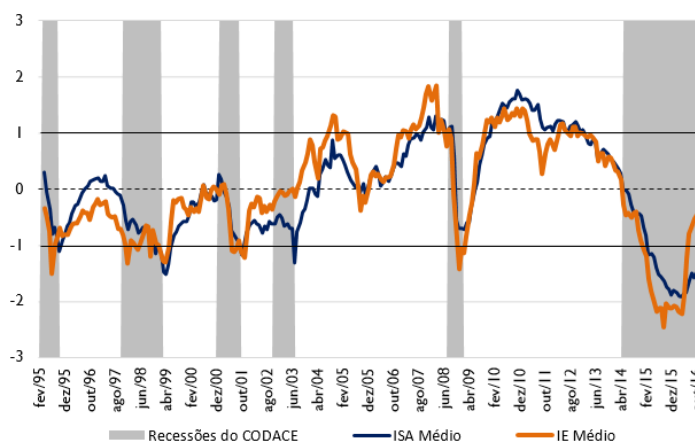
Tabela 2: Recuperação da confiança perde força

(Diferenças mensais dos indicadores em média móvel trimestral, dados dessazonalizados)

	Empresarial			Consumidor		
	IC	ISA	IE	IC	ISA	IE
ago/16	2,8	1,9	3,7	3,8	1,3	5,3
set/16	2,3	1,4	3,1	3,1	1,2	4,3
out/16	0,9	0,6	1,2	1,9	1,1	2,4

Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 3: Sinais de saída de recessão: tendência e nível do ISA são relevantes (ISA e IE médios de Consumidor* e Indústria**, normalizados, com ajuste sazonal; e recessões datadas pelo CODACE)



* Os indicadores da Sondagem do Consumidor da FGV foram retropolados de setembro de 2005 a fevereiro de 1995, tendo como variável de referência o ICC da Fecomércio-SP **. O ISA da indústria exclui o indicador de estoques que, apesar de ser obtido de uma pergunta relacionada ao presente, apresenta características cíclicas antecedentes. Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

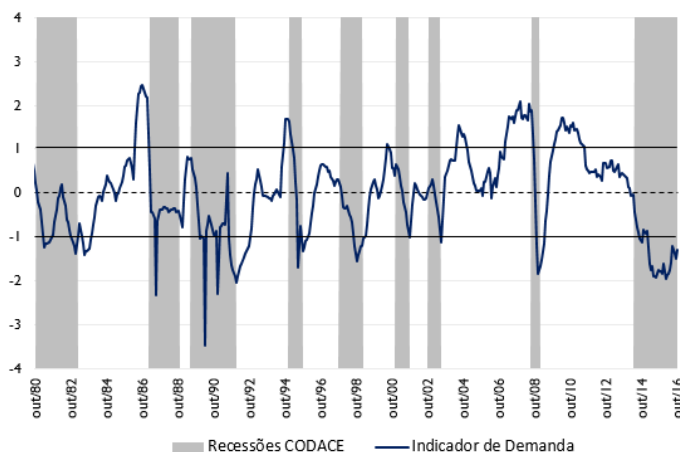
nas grandes recessões dos anos 80 e 90. Em 2016, o Indicador de Demanda registrou um mínimo local em fevereiro de 2016, mas de lá para cá, ainda não saiu do primeiro quintil na distribuição histórica dos dados.

Em síntese, a recuperação dos indicadores de sondagens perdeu força nos últimos meses, seja por desaceleração da alta (caso do ICC), seja por estabilização (ICE). Este movimento poderia ser considerado favorável caso a calibragem das expectativas viesse acompanhada de uma recuperação mais rápida dos indicadores que medem o grau de satisfação de empresas e consumidores com a situação

presente da economia. Um avanço mais consistente destes, por sua vez, costuma depender da redução de incertezas e da ocorrência de choques positivos no *front* econômico, fatos que ainda parecem escassos no horizonte econômico brasileiro neste final de ano.

Gráfico 4: Indicador de demanda industrial e recessões

(Indicador de demanda atual normalizado*, com ajuste sazonal; e recessões datadas pelo CODACE)



* A série trimestral de 1980 a 2005 foi interpolada para geração de dados mensais. Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Aloisio Campelo Jr., Pedro Teixeira e Viviane Seda

3. Mercado de Trabalho

Emprego ainda distante de recuperação

Os últimos dados de emprego, do mês de setembro, confirmaram a persistência do desaquecimento no mercado de trabalho. Segundo a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC), o desemprego permaneceu em setembro no patamar elevado de 11,8%, mesmo nível de agosto. Apesar de interromper uma sequência de 11 altas mensais, iniciada em janeiro deste ano, os resultados são pouco animadores. Os dados de emprego formal do Caged confirmam a manutenção de elevada fragilidade no mercado de trabalho. Em setembro, o saldo líquido de emprego (admissões menos desligamentos) foi de -39,8 mil. O resultado surpreendeu negativamente em relação às projeções medianas para o mês. Esperava-se que o efeito das eleições municipais (que tendem a estimular contratações no setor de serviços, vendas de material gráfico, etc.) e o aumento de contratações temporárias na indústria, para vendas de fim de ano, trouxessem um resultado próximo de zero ou até positivo para a geração de vagas em setembro. Para outubro a previsão do IBRE é de uma nova redução líquida de 85 mil vagas.

O desaquecimento prolongado do mercado de trabalho trouxe algumas surpresas que motivaram uma revisão de nossas projeções. Primeiro, a população ocupada (PO) não está apresentando sinais de reversão da atual trajetória de queda. Pelo contrário, entre agosto e setembro, a PO

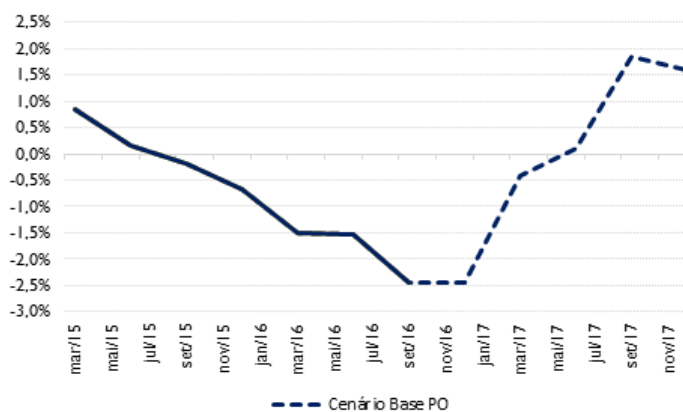
registrou piora para todas as categorias de atividade, com exceção da indústria. No Gráfico 5, apresentamos nossas projeções revisadas para a trajetória do emprego em 2016 e 2017. Mais precisamente, o gráfico fornece o crescimento da PO medido em variação do trimestre contra o mesmo trimestre do ano anterior (entre mar/2015 e dez/2017). Nele, observa-se que ainda não atingimos o fundo do poço. Há espaço para aprofundamento na contração da PO até dezembro de 2016, quando a taxa de variação será de -2,38%. A primeira recuperação na trajetória da PO virá em março de 2017. Porém, a PO só chegará a apresentar uma variação positiva em de junho de 2017.

Em segundo lugar, a população economicamente ativa (PEA), que vinha de um crescimento de 1,8% em junho deste ano (contra mesmo mês do ano anterior), desacelerou fortemente para um aumento de 0,78% em setembro. Esta desaceleração, já mencionada na última edição do Boletim Macro, ao se repetir em setembro motivou uma revisão significativa das nossas projeções para a taxa de crescimento da PEA (em 2016 e 2017). As novas previsões aparecem no Gráfico 6 e

sugerem que a taxa de crescimento da PEA ficará entre 0,5% e 1%, nos próximos trimestres. Portanto, reduzimos significativamente nossas projeções para a trajetória da PEA, visto que estimávamos, anteriormente, crescimento entre 1,5% e 2,0%.

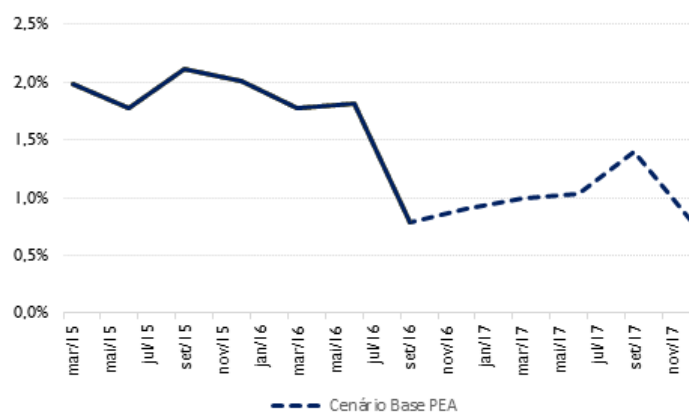
A revisão da PEA fortemente para baixo (o que exerce pressões baixistas sobre o desemprego) é contrabalançada pela leve piora na PO (o que exerce pressões de alta), resultando numa pequena redução no nível projetado de desemprego para os próximos trimestres. No Gráfico 7, apresentamos nossas previsões para a trajetória da taxa de desemprego no período entre março de 2016 e dezembro de 2017. Para o terceiro trimestre de 2016, a taxa observada foi de 11,8%, resultado inferior aos 12,1% divulgados em nossa última projeção. No quatro trimestre deste ano,

Gráfico 5: População Ocupada - PO (variação AsA em %)



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

Gráfico 6: População Economicamente Ativa - PEA (variação AsA em %)



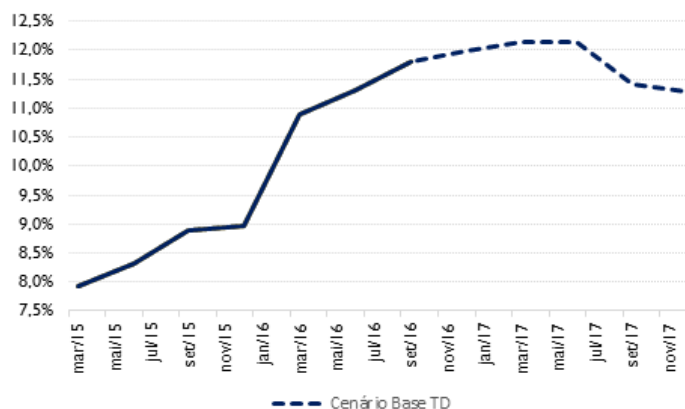
Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

projetamos desemprego de 12,0% (contra 12,3% divulgados anteriormente). Os resultados de 2017 pouco se alteraram comparativamente, com leve recuo na projeção do quarto trimestre de 2017, de 11,4% para 11,3%.

Na seção em Foco deste Boletim apresentamos o resultado de um trabalho que realizamos para a retropolação das séries da PNAD Contínua desde 1992. O gráfico referente à taxa de desemprego,

fornecido naquela seção, indica que o pico de 12,1%, previsto para ser atingido ainda na atual depressão (mais precisamente em meados de 2017), será um recorde histórico, superando inclusive o patamar registrado em crises anteriores (1998-99 e 2002-2003). Para maiores detalhes acerca do processo de construção das séries retropoladas da PNAD Contínua desde 1992, e para uma apresentação dos principais resultados, recomendamos que o leitor consulte diretamente a própria Seção em Foco.

Gráfico 7: Taxa de Desemprego (variação AsA em %)



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

Bruno Ottoni Eloy Vaz e Tiago Cabral Barreira

4. Inflação

O enfraquecimento dos pilares da inflação

A inflação de outubro nos antecipou que os preços no último trimestre de 2016 tendem a apresentar reajustes mais tímidos que os registrados no mesmo período em 2015. Ano passado, a variação média do IPCA no quarto trimestre foi de 0,9%. Já em 2016, a variação média pode ser de 0,4%, ou seja, menos da metade.

O ritmo de desaceleração do IPCA segue acima do previsto. No final do terceiro trimestre, a expectativa Focus para a inflação de 2016 era de 7,2%. Já no início de novembro, passou para 6,8%. A deflação de 1% acumulada pelos alimentos no domicílio nos últimos dois meses contribuiu para a desaceleração da expectativa de inflação. Entre os gêneros alimentícios que influenciaram esse comportamento estão itens de expressão no orçamento familiar: leite (-10,68%), feijão (-8,79%) e açúcar (-0,88%). Não por acaso, estes gêneros alimentícios foram os que mais subiram nos últimos 12 meses: 24,75%, 127,41% e 51,16%, respectivamente. Tais aumentos favorecem, neste momento, novas desacelerações, que aliás, podem perdurar por mais alguns meses, mesmo que de forma menos acentuada.

A contribuição dos preços monitorados – aqueles que mais estão favorecendo a redução da inflação em 2016 – continua relevante. A começar pelas quedas dos preços do diesel e da gasolina

registradas em outubro e novembro. Estas reduções, sobretudo da gasolina, ainda não chegaram às bombas, por conta de aumentos registrados nos preços do álcool anidro. Mas tão logo tal pressão se dissipe, as quedas serão percebidas pelos consumidores, o que ampliará a contribuição dos preços administrados para o recuo da inflação. Ademais, a queda de 12% na tarifa elétrica de uma das companhias que servem o RJ compensará parte do aumento do preço da energia, inflacionado pelo início da vigência da bandeira amarela em novembro.

Os preços dos serviços livres também começaram a favorecer a descompressão da inflação. A taxa acumulada em 12 meses chegou em outubro a 6,88%, menor patamar desde agosto de 2010, quando a variação acumulada foi de 6,85%.

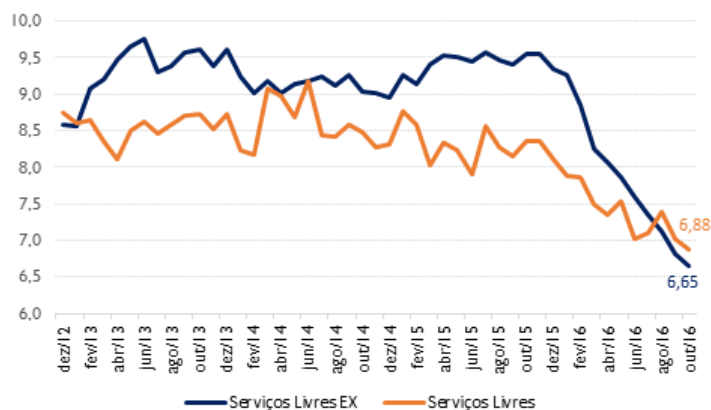
A contribuição para a desaceleração dos preços está ocorrendo entre serviços de peso no orçamento familiar. Alimentação fora do domicílio e aluguel residencial, por exemplo, estão registrando taxas acumuladas em 12 meses abaixo das apuradas nos últimos cinco anos. Em ambos os casos, a recessão e o consequente aumento do desemprego contribuíram para o arrefecimento dos preços.

Além disso, em outubro, 23 dos 38 serviços não administrados componentes do IPCA apresentaram desaceleração em suas taxas de variação, o que reforça o viés de baixa de preços que tradicionalmente apresentam elevada persistência.

Alguns subitens componentes da inflação de serviços podem dificultar a leitura da tendência deste segmento, pois certos preços são reajustados em período específico, como as mensalidades escolares; outros são influenciados por efeitos transitórios, como os hotéis e as passagens aéreas; e outros ainda estão sujeitos a regras especiais, como o salário dos empregados domésticos. Para revelar a provável tendência dos preços desse segmento, é possível excluir aqueles itens cujos preços seguem essas influências, calculando-se o indicador subjacente do setor serviços.

Como pode ser observado no Gráfico 8, o índice dos serviços EX² (indicador subjacente do setor serviços) registrou desaceleração mais forte em sua variação acumulada em 12 meses, o que reforça a expectativa de continuidade de recuo dos preços dos serviços.

Gráfico 8: Evolução da Taxa em 12 Meses dos Serviços Ex e dos Serviços Livres do IPCA (%)



Fontes: IBGE; IBRE (elaboração própria com dados do IPCA). Elaboração: IBRE/FGV.

² Para o cálculo da série Serviços EX foram excluídos os seguintes subitens: passagem aérea, hotel, excursão, empregado doméstico, mão-de-obra, cursos regulares, cursos diversos, telefonia celular, acesso à internet, telefonia com internet e TV por assinatura com internet.

Pelo exposto, os pilares de sustentação da inflação começam a ceder, especialmente entre os alimentos no domicílio e os serviços livres. No primeiro caso, a taxa em 12 meses pode recuar dos atuais 14,85% para 12% e, no segundo, é provável que se mantenha em 6,9%. Havendo confirmação desses resultados, e ainda, contando com monitorados em 5,5%, o IPCA poderá fechar 2016 em 6,9%, com viés de baixa.

Salomão Quadros e André Braz

5. Política Monetária

O novo dilema do Banco Central

Nos últimos 30 dias, dois conjuntos de notícias mostraram-se particularmente relevantes para quem acompanha ou se preocupa com a condução da política monetária. O primeiro diz respeito a certa frustração com o desempenho da atividade econômica no Brasil no terceiro trimestre. No entender de muitos analistas e participantes de mercado, eram boas as chances de o período julho-setembro marcar o fim do processo de retração continuada da economia, podendo mesmo assinalar o início da retomada. No decorrer desses meses, porém, os sinais não foram bons, sendo bem possível que, na margem, o PIB trimestral apresente taxa de crescimento significativamente mais negativa que a observada no trimestre anterior.

Novidade igualmente importante refere-se à eleição de Donald Trump para presidente dos Estados Unidos. Como é notório, o surpreendente resultado do pleito eleitoral provocou uma série de ajustes de preços de ativos financeiros mundo afora. De modo geral, muito simplificado, pode-se dizer que os efeitos em mercado acabaram refletindo a linha básica do pensamento de Trump, expressa durante a campanha: “América primeiro”. De fato, as reações iniciais foram boas nos Estados Unidos, observando-se bolsas firmes, juros de mercado em alta, aumento das expectativas de inflação e dólar mais forte, mas foram ruins no resto do mundo, em especial nos países emergentes.

Os mercados de ativos brasileiros foram afetados de maneira particularmente negativa. Entre o dia da eleição e o do fechamento deste Boletim, o índice Bovespa caiu 5% em moeda local e 12% em dólar. Avaliado pelo CDS-5 anos, o risco Brasil subiu de 264 para 310 pontos, enquanto o real perdeu cerca de 6% de seu valor com relação do dólar, passando de 3,17 R\$/US\$ para 3,35 R\$/US\$. A estrutura a termo de taxa real de juro praticamente não sofreu alteração de formato, mas deslocou-se integralmente para cima. A taxa real mais longa, por exemplo, subiu de 5,8% para 6,2%. As inflações implícitas também se elevaram consideravelmente.

Diante de tudo isso, a questão relevante parece ser até que ponto, e em que direção, esses dois conjuntos de informação acabarão influenciando as decisões do BC, em particular no tocante à reunião do final do mês. Antes das novidades acima apontadas, era razoável esperar outro ajuste de 25 pontos na taxa Selic, dando-se sequência ao movimento iniciado em outubro. Embora seja verdade que diminuiu a preocupação com a inflação de alimentos e que os sinais mais recentes acerca do comportamento dos preços mais sensíveis também tenham melhorado, o fato concreto é que o ajuste fiscal ainda se mostra uma grande incógnita, a despeito da provável aprovação da

chamada PEC dos gastos. Note-se que, segundo as últimas notas da reunião do Copom, os dirigentes do BC querem que o ritmo de aprovação e implementação dos ajustes efetivamente “contribua” para a convergência da inflação para a meta. Como isso ainda parece distante, não seria razoável esperar aceleração do ritmo de queda do juro.

A nosso ver, as novidades são de grande importância, mas não nos fazem imaginar outra decisão que não seja a de manter o ritmo de 25 pontos. Não fazer nada seria ruim, considerando-se as expectativas em torno da flexibilização da política monetária e o próprio quadro recessivo. Alterar o ritmo para 50 pontos também não seria recomendável. Afinal, existe o risco de o dólar lá fora continuar se fortalecendo, com reflexos no nosso mercado de câmbio, em prejuízo do controle da inflação.

José Júlio Senna

6. Política Fiscal

O custo previdenciário dos Tesouros estaduais

A atual crise enfrentada pelos Estados surpreende pela magnitude. É fato que a recessão deteriorou a arrecadação própria e a de transferências dos Estados, levando a uma perda de receita que compromete a capacidade de pagamento das obrigações correntes. Contudo, essa crise poderia ser menos intensa se os Estados tivessem gerido suas finanças de forma mais responsável e transparente.

Diante desses problemas, alguns temas necessitam ser revisitados, entre eles o elevado custo previdenciário dos governos estaduais.

Para fins de apuração do limite previsto pela Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) para gastos com pessoal, é permitido que algumas despesas sejam deduzidas do gasto total, a depender da fonte de receita que financiou tal gasto. Dessa forma, o indicador de despesa com pessoal em relação à receita corrente líquida (RCL) acaba por não capturar com precisão o custo total da folha para os Tesouros estaduais.

Por outro lado, boa parte dessas deduções diz respeito aos gastos com inativos e pensionistas. A seguir, analisamos estes gastos e o déficit financeiro do Regime Próprio da Previdência dos Servidores (RPPS) dos Estados. Conforme mostra o Gráfico 9, existe uma diferença de origem metodológica³ entre os aportes ao RPPS divulgados pelos Estados no Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO) e o custo previdenciário calculado pelo Tesouro Nacional no âmbito do Programa de Ajuste Fiscal (PAF).⁴

³ Alguns aspectos das diferenças metodológicas entre PAF e o Demonstrativo de Pessoal da LRF podem ser vistos em Afonso e Pinto, 2016. Disponível em: <http://bit.ly/2eGpKhw>.

⁴ “O Programa de Ajuste Fiscal (PAF), assinado pelos governadores dos 25 Estados que refinanciaram suas dívidas (Amapá e Tocantins não o fizeram), apresenta metas anuais para um triênio, considerando a evolução das finanças estaduais, os indicadores macroeconômicos para o novo período e a política fiscal adotada pelos governos estaduais. A cada ano é avaliado o cumprimento das metas e compromissos do exercício anterior. Também anualmente poderá ser realizada a atualização de metas para um

Dessa forma, optou-se por avaliar o custo do RPPS pela ótica do PAF e não pelo RREO, pelo fato de que o PAF considera o custo total para o Tesouro estadual. Ou seja, quanto de fato representa para os cofres estaduais o Regime de Previdência, sem considerar outras fontes de receitas que não sejam o Tesouro Estadual.

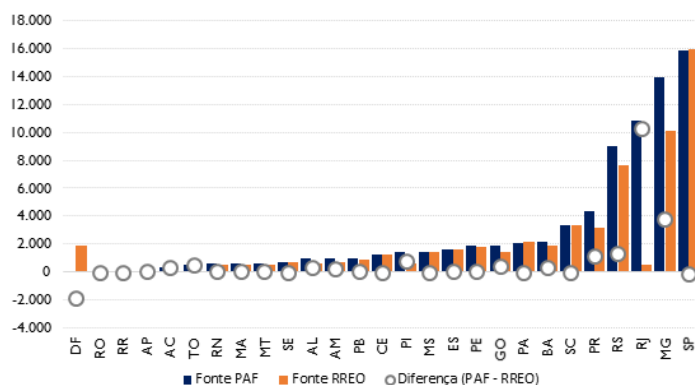
Em termos agregados, o custo em 2015 de inativos e pensionistas foi de R\$ 77,1 bilhões para os governos estaduais. Se comparado com 2014, o custo previdenciário cresceu R\$ 17,1 bilhões (28,4%) em termos nominais e R\$ 10,6 bilhões (16,0%) quando descontada a inflação.

Outro indicador relevante é a participação do gasto com inativos e pensionistas no total das despesas de pessoal dos Estados. Nesta comparação, observa-se que, no agregado de todos os Estados, cerca de um quarto dos gastos com pessoal são para pagamento dos inativos e pensionistas.

Em termos desagregados, dentre os Estados com maiores custos previdenciários situam-se os que estão com mais dificuldades para pagar a folha – vide Tabela 3. O Gráfico 10 mostra o gasto por UF com inativos e pensionistas como proporção do total da folha desses Estados. O Rio Grande do Sul RS lidera, com 41% da folha comprometida com gastos com pessoal inativo e pensionistas. Minas Gerais compromete 36%, e o Rio de Janeiro, 34%.

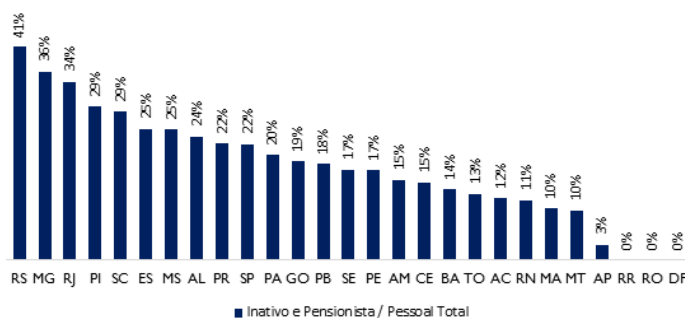
A situação fica ainda mais grave quando se observa a fonte dos recursos utilizados para pagamento da folha. Alguns Estados utilizaram receitas temporárias para cobrir gastos

Gráfico 9: Custo da Previdência dos Estados em 2015. Comparação Diferentes Fontes (R\$ Milhões Correntes)



Fonte: Boletim das finanças subnacionais MF/STN. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 10: Custo do Regime de Previdência para o Tesouro Estadual (Conta "Inativos e Pensionistas") (em proporção do gasto total com pessoal)



Fonte: Boletim das finanças subnacionais MF/STN. Elaboração: IBRE/FGV.

permanentes, o que comprometeu ainda mais a capacidade de pagamento. Exemplo disso foi o Rio de Janeiro, que usou *royalties* e depósitos judiciais como receitas da RioPrevidência.⁵

São fatos e números que assustam e deixam clara a necessidade urgente de reformas na previdência dos governos Estaduais.

Tabela 3: Custo do Regime de Previdência para o Tesouro Estadual (Conta "Inativos e Pensionistas")
(em R\$ Milhões e variação % em termos reais)

UF	R\$ Milhões Constantes				Crescimento % Constante		
	2012	2013	2014	2015	12 x 13	13 x 14	14 x 15
AC	86	125	132	283	45,05%	5,50%	114,88%
AL	757	730	881	937	-3,56%	20,66%	6,36%
AM	862	927	960	947	7,54%	3,53%	-1,31%
AP	25	54	51	63	117,16%	-6,02%	23,75%
BA	1.661	1.385	1.825	2.196	-16,64%	31,78%	20,33%
CE	1.000	1.181	1.149	1.222	18,08%	-2,74%	6,37%
DF	0	0	0	0	-	-	-
ES	1.453	1.580	1.731	1.652	8,76%	9,52%	-4,56%
GO	1.635	1.637	1.652	1.905	0,11%	0,94%	15,29%
MA	540	541	595	585	0,09%	10,15%	-1,75%
MG	9.647	9.232	10.349	13.903	-4,31%	12,11%	34,34%
MS	687	831	849	1.434	20,98%	2,10%	68,93%
MT	452	575	718	636	27,28%	24,98%	-11,45%
PA	1.660	1.823	1.925	2.071	9,81%	5,57%	7,61%
PB	770	870	978	951	13,09%	12,42%	-2,80%
PE	1.330	1.406	1.920	1.847	5,76%	36,56%	-3,81%
PI	410	1.368	1.370	1.384	233,48%	0,12%	1,01%
PR	4.635	4.773	4.623	4.344	2,98%	-3,15%	-6,03%
RJ	6.549	5.785	5.505	10.841	-11,68%	-4,84%	96,93%
RN	816	1.061	1.108	566	30,08%	4,41%	-48,91%
RO	47	20	19	0	-57,76%	-6,02%	-100,00%
RR	0	0	0	0	-	-	-
RS	7.667	7.999	8.443	8.971	4,33%	5,56%	6,25%
SC	2.420	2.690	3.041	3.314	11,16%	13,07%	8,97%
SE	610	712	992	653	16,82%	39,18%	-34,15%
SP	14.920	14.960	15.610	15.860	0,27%	4,35%	1,60%
TO	0	0	0	508	-	-	-
Total Geral	60.639	62.264	66.426	77.073	2,68%	6,68%	16,03%

Fonte: Boletim das finanças subnacionais MF/STN. Elaboração: IBRE/FGV.

Vilma da Conceição Pinto

7. Setor Externo

Perspectivas para a balança comercial: o efeito Trump nas exportações brasileiras

O superávit da balança comercial de outubro foi de US\$ 2,3 bilhões, o que levou a um saldo acumulado até esse mês de US\$ 38,5 bilhões. Com esse resultado, o saldo da balança comercial de 2016 deverá ficar entre US\$ 48 bilhões e US\$ 50 bilhões e irá superar o maior valor registrado anteriormente na série histórica, de US\$ 46 bilhões em 2006.

⁵ Para mais detalhes ver Afonso e Pinto, 2016. Disponível em: <http://bit.ly/2eGpKhw>.

A análise dos fluxos de comércio (Gráficos 11 e 12) mostra que os preços das exportações entre os meses de outubro de 2015 e 2016 subiram (+4,2%), puxados pela melhora nos preços das *commodities* (+ 6,7%, índice IBRE), embora ainda não o suficiente para reverterem a queda acumulada no ano (-11%). O volume exportado caiu em outubro, em relação ao mesmo mês de 2015, influenciado pela queda na quantidade exportada do complexo soja (-58%), responsável por 19% das exportações totais do Brasil (o pico das exportações foi entre março e maio). A quantidade importada cresceu pouco em outubro (+0,8%), mas confirma a trajetória de aumento em relação ao ano de 2015, que tem sido registrada a partir de agosto. Até o momento, portanto, os resultados não alteram as projeções para a balança comercial de 2017 (ver a edição de outubro desse Boletim).

Uma nova e importante questão é como o efeito Trump pode mudar esse quadro do ponto de vista das exportações, supondo estabilidade cambial, passadas as turbulências da surpresa inicial.

Os Estados Unidos são o segundo mercado de destino das exportações brasileiras (participação média de 12% entre 2013/2016), após a China (19%). As manufaturas explicam ao redor de 55% da pauta de exportações do Brasil para os Estados

Unidos – o país alterna com a Argentina a primeira posição como principal mercado das vendas de manufaturas brasileiras (Gráfico 13).

As vendas de manufaturas brasileiras são relativamente diversificadas e incluem aviões, automóveis e peças, produtos químicos, produtos alimentícios, entre outros. Neste grupo, os produtos siderúrgicos seriam o principal alvo de medidas protecionistas, o que não seria uma novidade. Desde a década de 1980, o setor é demandante de medidas especiais de proteção que já foram atendidas com restrições quantitativas (o Brasil entrou no sistema de cotas voluntárias de exportações), agora proibidas pela OMC. Em seu lugar, tarifas *antidumping* que elevam o preço do produto importado têm sido frequentemente utilizadas. A resposta “dura”, via limites de

Gráfico 11: Variação (%) dos Preços e Volumes Exportados

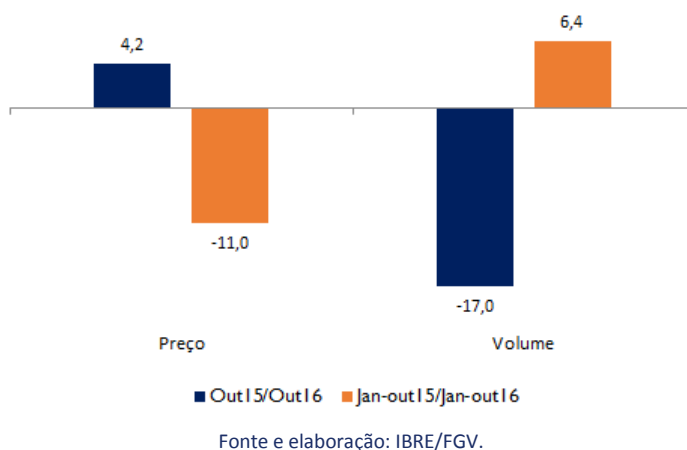
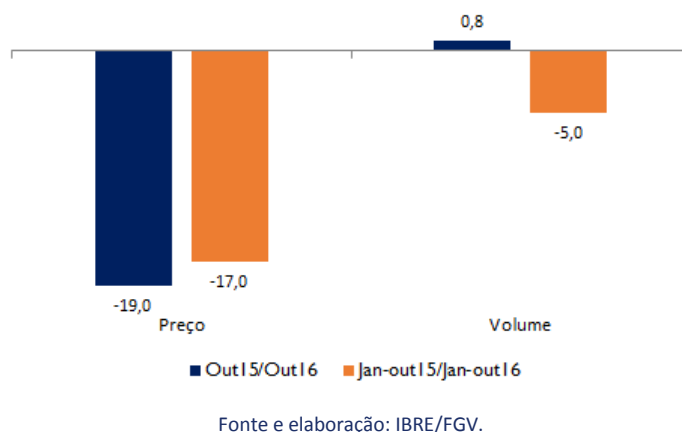


Gráfico 12: Variação (%) dos Preços e Volumes Exportados



importações, colocará os Estados Unidos em confronto com a OMC e com setores industriais americanos, como o automotivo, que usam aço importado. No entanto, o arsenal protecionista é amplo: exigências de conteúdo local, normas técnicas especiais só atendidas pela indústria americana e outros mecanismos podem ser acionados, mesmo que sejam futuramente contestados na OMC. Na década de 1980, o Brasil desviou suas vendas dos Estados Unidos para a Ásia (inclusive China). Agora, com o aço barato chinês, não há essa opção.

No campo das *commodities*, o Brasil pode ganhar se o projeto de construção de infraestrutura de Trump avançar, ampliando a demanda por minério de ferro, mesmo num contexto de proteção ao produto siderúrgico. Neste caso, o ganho está associado a uma alta de preço do minério no mercado internacional. Há perdas, porém, no mercado dos Estados Unidos com a substituição de um produto manufaturado (siderúrgico) de maior valor adicionado por uma *commodity*. Além disso, a proposta de Trump de reduzir a relevância das fontes de energias limpas estimula o setor de petróleo e gera impactos positivos sobre o seu preço, o que é positivo para o Brasil. Outros produtos, porém, como carne e suco de laranja, poderão entrar na lista de possíveis alvos de proteção.

O momento é de especulação. Além da disciplina da OMC, muitas das medidas comerciais exigem aprovação no Congresso americano e há setores domésticos que não querem medidas de proteção que elevem o seu custo de produção. Alguns setores no Brasil poderão ser impactados negativamente pelo efeito Trump, mas não ao ponto de inviabilizarem um aumento das exportações brasileiras totais para os Estados Unidos, num cenário similar ao período do protecionismo dos anos de 1980. Do nosso ponto de vista, o maior risco reside num cenário de confronto com as instituições multilaterais e com os principais parceiros (China, em especial), o que pode levar a uma estagnação do comércio mundial, mas esta é uma hipótese que descartamos, por enquanto.

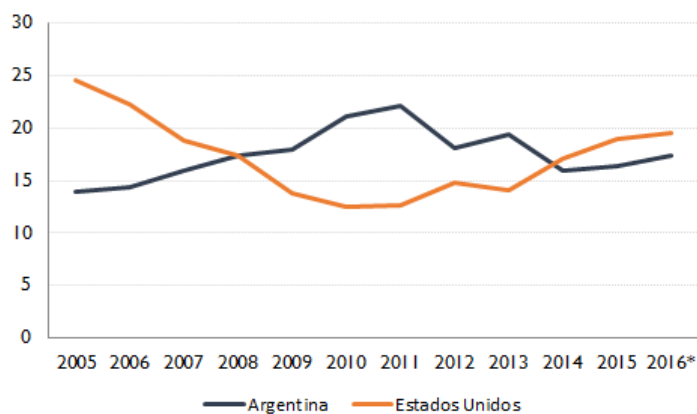
Lia Baker Valls Pereira

8. Panorama Internacional

Trump e o ajuste do câmbio

A eleição do ruidoso Trump movimentou os mercados. Os juros pagos pelas notas do Tesouro Americano de dez anos se elevaram em 0,52 ponto percentual (pp). Desta elevação,

Gráfico 13: Participação (%) dos Países no Total das Exportações de Manufaturas Brasileiras



Fonte: SECEX/MDIC. Elaboração: IBRE/FGV.

aproximadamente 0,24 pp foi devido à elevação da inflação implícita, de forma que 0,28 pp correspondeu a uma reprecificação das taxas de juros de longo prazo.

Os números acima contam uma história: o mercado avalia que Trump será capaz de elevar tanto a inflação como os juros reais. A origem deste movimento seria a confiança do mercado de que Trump será capaz de fazer algo que Obama não fez: o atual presidente queria aumentar o déficit público com mais despesas; Trump promete fazê-lo por meio de redução de tributos. O Congresso americano engole a segunda forma, mas não a primeira.

Assim, a mudança objetiva com a eleição de Trump foi a maioria Republicana nas duas casas. Os democratas não poderão bloquear a nova *supply-side economics* de Trump. Todas as simulações que vimos dos impactos de longo prazo da *Trumponomics* sinalizam redução da capacidade de crescimento de longo prazo da economia americana. Algumas, no entanto, sugerem que no curto prazo é possível alguma aceleração.

Somando tudo, os mercados esperam que Trump aumente o déficit público em função da desoneração dos impostos corporativos; que a desoneração estimule o investimento em infraestrutura; e que o fechamento da economia, com o aumento das alíquotas de importação do México e da China, associada à redução da entrada de imigrantes, pressione os salários, principalmente dos trabalhadores mais desqualificados, para cima, o que impactará a inflação.

Essa foi a leitura dos mercados sobre o que acontecerá nos Estados Unidos. Por aqui, a elevação dos juros americanos parece ter tido impacto não desprezível sobre o câmbio: se antes da eleição a cotação rodava na casa de R\$3,15/US\$, após a eleição passou a oscilar entre R\$3,35/US\$ e R\$3,40/US\$ – em alguns momentos até um pouco mais, movimento que foi disciplinado por aumento da intervenção oficial.

Nossos modelos indicam que metade da desvalorização do câmbio (de pouco mais de 8% entre a última semana de outubro e a segunda de novembro) deveu-se à elevação da percepção do risco-país medida pelo CDS de dez anos. Pouco mais de 1/3 da desvalorização foi fruto da elevação do custo de capital nos EUA e o resto ficou por conta da queda dos preços das *commodities* (puxada principalmente pelo recuo das cotações de energia e alimentos nesse período)

Por sua vez, a subida do risco-país (de 11% no período analisado) ocorreu de forma quase equivalente por piora nos fatores externos, com destaque para o fortalecimento da moeda americana ante as demais moedas centrais e a redução dos preços das *commodities* (cada uma com contribuição na faixa entre 25% e 30%); e pelos fatores domésticos.

Em síntese, podemos afirmar que, segundo nossos cálculos, $\frac{3}{4}$ da desvalorização do câmbio deveu-se a fatores externos – principalmente a elevação do custo de capital no mundo e a queda dos preços das *commodities* – e $\frac{1}{4}$ à elevação da percepção de risco em função de fatores domésticos. É possível que o reconhecimento da situação fiscal dramática dos Estados tenha contribuído para essa percepção.

Independente dos motivos, num período em que precisamos de convergência rápida da inflação para a meta, a piora do câmbio claramente chegou em momento inoportuno.

Lívio Ribeiro e Samuel Pessôa

9. Observatório Político

Seis Meses de Temer no Planalto

A grande crise política e econômica que levou de roldão o segundo mandato da ex-presidente Dilma Rousseff em maio de 2016 teve como fatores estruturais, ou condições necessárias, o fim dos bons tempos da economia internacional a partir de 2013, a enorme rigidez orçamentária que caracteriza o país (ao impor aumentos constantes do gasto público) e a crescente pulverização do sistema partidário, a qual nos acompanha desde o começo da década de 1990. Como fatores conjunturais ou pacote de fatores suficiente, encontram-se as amplas heterogeneidade e fragmentação da coalizão governativa de Dilma, sempre gerando terríveis problemas de coordenação; a trágica inabilidade política da líder petista e as decisões econômicas equivocadas que tomou (ex.: a desastrosa expansão fiscal por meio do BNDES); a operação Lava-Jato e seus efeitos devastadores sobre a classe política; e, por último, nosso sistema de governo presidencial, que não possui mecanismos institucionais ágeis ou para resolver impasses entre o Executivo e o Legislativo ou para remover chefes de Estado que tenham perdido totalmente a credibilidade para continuar dando expediente no Palácio do Planalto.

Como o Presidente Temer tem sido afetado ou afeta os parâmetros da equação acima descrita desde sua posse há seis meses?

Começamos com as condições necessárias da crise. Com a estupeficante vitória de Donald Trump na eleição presidencial dos EUA, carregadas nuvens cinzentas começam novamente a se formar no horizonte da economia internacional. Tudo indica que as propostas econômicas do próximo inquilino da Casa Branca levarão ao aumento da taxa de juros praticada pelo Fed, dificultando a tão esperada redução da taxa praticada pelo Bacen. O real já se desvalorizou frente ao dólar desde o anúncio do êxito do candidato republicano. E um dólar mais forte significa pressão sobre a inflação brasileira. Em suma, Temer – junto com toda América Latina – deu azar com a chegada de Trump. Todavia, o atual governo brasileiro já conseguiu dar importantes passos no sentido de alterar a rigidez orçamentária, ao lograr a aprovação, pela Câmara dos Deputados, do projeto de emenda constitucional que estabelece um teto para os gastos públicos. O Senado deverá seguir a Câmara até dezembro. Ponto para Temer. Mas a PEC do teto dos gastos é apenas uma condição necessária para que se reduza o buraco fiscal em que está mergulhado o país. Só a reforma da Previdência alcançará suficiência para a realização dessa hercúlea tarefa, como a própria equipe econômica reconhece.

No tocante à crescente pulverização do sistema partidário, as eleições municipais de outubro passado – conquanto tenham premiado as agremiações que apoiam Temer e punido duramente o PT – sugerem que esse triste processo vai continuar, caso não se aprove uma reforma política até

o começo do segundo semestre de 2017. Apesar de o PSDB, o mais importante aliado de Temer, ter sido considerado o ganhador do pleito, não há o menor sinal de que uma grande força partidária vá emergir nos próximos anos, na ausência de um considerável reordenamento da legislação eleitoral. Tal força seria fundamental para dar mais estabilidade à política nacional.

Passemos aos fatores conjunturais. A coalizão governativa de Temer, marcadamente de centro-direita, é bem menos heterogênea do que a de Dilma, conquanto seja tão fragmentada quanto esta. Isso porque um grande partido de esquerda saiu do Executivo, o PT, ainda que duas agremiações deste campo ideológico continuem a chefiar ministérios, o PSB e o PPS. Temer tem se revelado um político extremamente hábil no trato com os parlamentares. Suas opções de política econômica, ainda que não tenham tirado ao país da recessão, lograram obter a confiança do empresariado e dos investidores, algo que Dilma jamais conseguira no seu segundo mandato. Mais dois pontos para Temer.

E aí terminam as boas notícias porque, em primeiríssimo lugar, a Lava-Jato continua a todo vapor. Espera-se que, em pouco tempo, sejam homologadas as delações premiadas dos executivos da Odebrecht. Tudo indica que será muito alto o número de políticos de alto coturno envolvidos em atividades ilícitas. Ninguém tem a menor noção das consequências do vendaval que vem por aí. Tem-se falado muito de uma possível anistia a ser concedida pelo Congresso aos parlamentares que tenham se beneficiado do caixa dois. Como a opinião pública reagirá a tal manobra? Serão o núcleo do governo e o próprio Temer atingidos? Em suma, a Lava-Jato permanece como o fator mais possante da política brasileira na atualidade. Seus efeitos, de várias maneiras, tendem a ser negativos para Temer.

Por último, o presidencialismo continua o mesmo, isto é, com sua inerente rigidez para lidar com crises de governo. Sabiamente, Temer tem lhe dado um caráter mais congressional. Isso é muito importante para um morador do Palácio do Planalto com as fragilidades do atual. Se porventura Temer for gravemente envolvido na Lava-Jato ou condenado no processo de cassação da chapa Dilma-Temer de 2014 que corre no TSE, a única maneira que o país terá para escapar de um prolongado conflito será a renúncia do chefe de Estado.

Resumo da ópera: Temer melhorou um pouco a situação política e econômica do país. Porém, a Lava-Jato, o TSE e Trump estão aí para mostrar que alta incerteza, instabilidade e vulnerabilidade governamental serão as marcas de 2017.

Octavio Amorim Neto - Professor da EBAPE/FGV

10. Em Foco IBRE: O comportamento do mercado de trabalho brasileiro entre 1992 e 2016

A Pesquisa Mensal de Emprego (PME), divulgada mensalmente pelo Instituto Brasileiro de Geografia e Estatística (IBGE), foi descontinuada no início de 2016. A Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) é, desde então, a única pesquisa mensal relacionada ao mercado de trabalho brasileiro a ser disponibilizada ao público. Esta nova pesquisa de emprego,

apesar de possuir maior abrangência territorial (a PME selecionava somente seis regiões metropolitanas), é frequentemente criticada por fornecer séries temporais relativamente curtas. Não existem dados para a PNADC anteriores a março de 2012, como havia para a PME, cuja série histórica tem início em 1980. Nesta seção em Foco, buscamos contornar tal problema com a construção de séries longas retropoladas, baseadas em dados da PME, da PNADC e da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios (PNAD), que é outra pesquisa de emprego divulgada anualmente pelo IBGE. Os resultados mais detalhados deste procedimento de construção podem ser encontrados na Nota Técnica “Metodologia de Retropolação da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua de 1992 a 2012”, publicada no Portal do IBRE.

Um dos principais obstáculos encontrados para a construção de séries temporais longas é a existência de inúmeras diferenças metodológicas entre a PNAD e a PNADC, como as definições de idade mínima de ocupação e os critérios de classificação de inatividade. As pesquisas também divergem quanto ao tamanho e a distribuição geográfica das amostras coletadas. Tomando como exemplo o ano de 2014, tais diferenças geram uma discrepância, entre as pesquisas, de aproximadamente 10 milhões na População Economicamente Ativa (PEA) e de tamanho semelhante na População Ocupada (PO).

Tabela 4: Decomposição da compatibilização da PNAD na PNADC segundo critérios

Média 2012-14 (variação absoluta)			
	PEA	PO	Renda Real
Total PNAD Contínua (A)	97.961.000	91.175.333	2041,3
Total PNAD (B)	104.229.645	97.402.427	1913,1
Diferença (C = A-B)	-6.268.645	-6.227.094	128
Variação por procedimento			
	PEA	PO	Renda Real
14 anos (D)	-503.816	-469.610	9,1
S/Trabalhadores próprio consumo/uso (E)	-3.894.492	-4.104.911	87,7
S/Trabalhadores afastados (F)	-1.636.933	-1.636.933	4,3
S/Trabalho inferior a 1 h (G)	-345.662	-372.810	-0,6
Parte Explicada da Variação (H = D+E+F+G)	-6.380.903	-6.584.263	101
Parte Não Explicada (H-C)	-112.258	-357.170	-28

Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

Resumidamente, pode-se dizer que o processo de construção de séries temporais longas, apresentado nesta Seção em Foco, visa lidar, em primeiro lugar, justamente com as incompatibilidades entre a PNADC e a PNAD, para apenas em seguida realizar a retropolação. Portanto, o procedimento desenvolvido aqui pode ser dividido em duas etapas. Na primeira, chamada de Processo de Compatibilização, buscamos minimizar os possíveis desníveis existentes entre as séries das duas pesquisas. Mais especificamente, buscamos ajustar os dados da PNAD para reproduzir os números da PNADC. Realizamos essa primeira etapa para o período compreendido entre 2012 e 2014, em que ambas as pesquisas coexistem. A vantagem de realizar a primeira etapa para um período em que as pesquisas coexistem é poder verificar em que medida os dados da PNAD Ajustada são capazes de reproduzir os números da PNADC.

Notamos quatro divergências nas definições utilizadas nas duas pesquisas, que motivaram o estabelecimento de quatro critérios de compatibilização. No primeiro eliminamos os indivíduos de idade inferior a 14 anos da PNAD. No segundo excluímos da PNAD indivíduos que trabalham habitualmente um período igual ou inferior a uma hora por semana. No terceiro, eliminamos o trabalho não remunerado para o próprio consumo/uso da PNAD. Por fim, no quarto, excluímos da PNAD os trabalhadores afastados do trabalho.

Na Tabela 4, mostramos que o Processo de Compatibilização descrito acima praticamente elimina as diferenças iniciais existentes entre a PNAD e a PNADC. Por exemplo, pode-se verificar na Tabela 4 que existia uma diferença de 6,26 milhões entre a PEA apresentada na PNAD e aquela fornecida pela PNADC (os dados apresentados na tabela, inclusive aqueles referentes à PEA, são na verdade uma média para os meses de setembro de todos os anos entre 2012 e 2014). Dentre os critérios de ajuste utilizados para a eliminação desta diferença, os principais foram a retirada de trabalhadores para o próprio consumo/uso (o que contribui para uma queda de 3,8 milhões na variação absoluta em relação à PNAD) e a exclusão de trabalhadores afastados (queda de 1,6 milhão). Ao todo, os ajustes não só corrigem 100% da diferença inicial entre a PEA da PNAD e aquela da PNADC (ou -6.268.645), como produzem uma variação excessiva em 1,7% (ou -112.258). O resultado é uma variação total de 101,7% (ou -6.380.903) da diferença inicial entre a PEA de ambas as pesquisas.

Ainda na Tabela 4, apresentamos o mesmo tipo de comparação para os demais indicadores. A PO é menor em 6.227.094 na PNADC com relação à PNAD. Neste caso, o trabalho para o próprio consumo/uso e os trabalhadores afastados constituem os principais componentes explicativos para as discrepâncias de nível entre as pesquisas (que contribuem para queda absoluta de -4,1 milhões e -1,6 milhão, respectivamente). Os ajustes eliminam 100% das diferenças iniciais (-6.227.094) e ainda produzem uma variação excessiva em 5,7% (-357.170). O resultado é uma variação total de 105,7% (ou -6.584.263) da diferença inicial entre a PO de ambas as pesquisas. Na mesma tabela, verifica-se que é possível eliminar grande parte da diferença absoluta de 128 reais entre a Renda Real da PNADC e da PNAD, a partir da exclusão do trabalho para o próprio consumo/uso e da eliminação de indivíduos de idade inferior a 14 anos (87,7 e 9,1 reais,

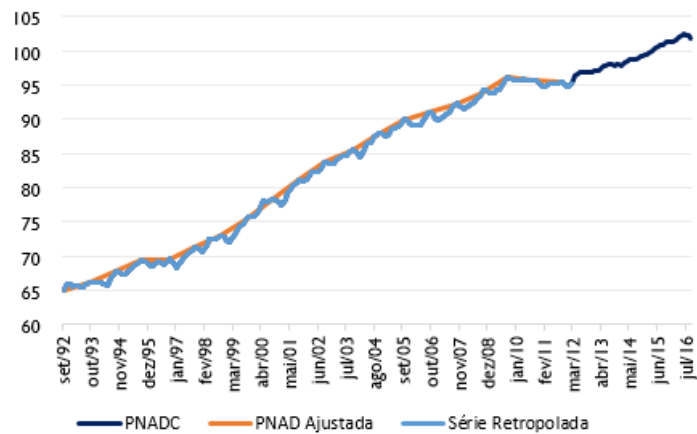
respectivamente). No total, os ajustes eliminam 78% das diferenças (101 reais), com uma componente não explicada de 22% (-28 reais).

Na segunda etapa, chamada de Processo de Retropolação, são geradas as Séries Retropoladas da PNADC, para o período anterior a março de 2012, a partir dos dados da PNAD Ajustada. Mais precisamente, as Séries Retropoladas são construídas de modo a coincidir a cada setembro com as séries da PNAD Ajustada. Adicionalmente, a variação

mensal das Séries Retropoladas é produzida a partir dos dados da PME.⁶ Como podemos ver nos Gráficos 15, 16, 17 e 18, traçamos as Séries Retropoladas para PEA, PO, Taxa de Desemprego (TD) e Renda Real, respectivamente. A partir da metodologia de retropolação aqui apresentada, conseguimos gerar séries expressivamente mais longas do que as inicialmente fornecidas pela PNADC. Enquanto as séries originais, disponibilizadas pela PNADC, começam em março de 2012, as novas séries, produzidas a partir da interpolação dos dados da PNAD Ajustada, têm início em setembro de 1992.

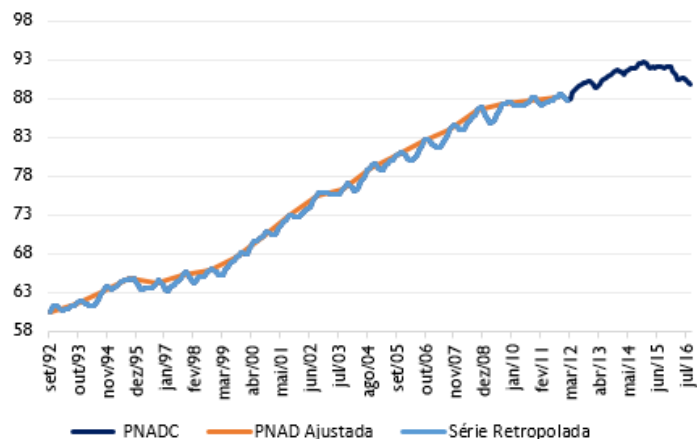
Observamos que as novas séries apresentam trajetórias bastante razoáveis, segundo os contextos vividos pela economia brasileira. Para a série retropolada da taxa de desemprego, no Gráfico 17, observamos picos nos períodos recessivos de 1998-2000, 2002-2004 e no ano de 2009, momentos que a taxa alcançou os valores de 10,9%, 10,8% e 9,7%, respectivamente. Os resultados indicam ainda que a taxa de desemprego da PNADC superou, em setembro de 2016, o seu recorde

Gráfico 15: População Economicamente Ativa - PEA
(milhões de pessoas)



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 16: População Ocupada - PO (milhões de pessoas)



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

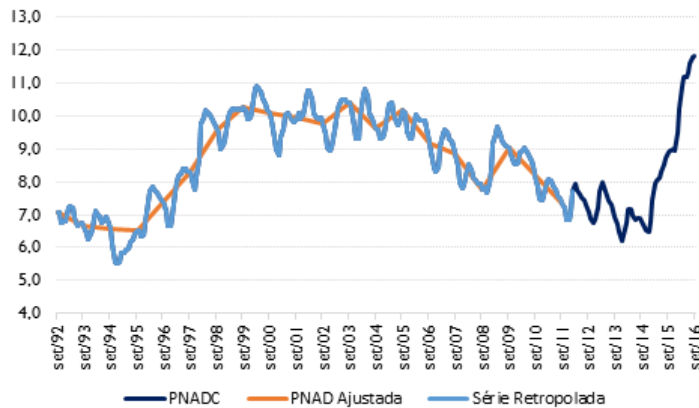
⁶ Para replicar de forma mais precisa os movimentos sazonais da PNADC, detectamos a necessidade de utilizar as variações mensais da PME, porém defasadas em 1 mês com relação ao mês corrente. Além disso, para gerar séries coincidentes com as séries da PNAD Ajustada, nos meses de setembro, realizamos uma correção nas variações mensais da PME. Mais precisamente, padronizamos a volatilidade da PME de forma a seguir a tendência de crescimento anual da PNAD Ajustada. Assim, conseguimos construir séries retropoladas que captam tanto a tendência anual presente na PNAD Ajustada como os ruídos das variações mensais existentes na PME. Ver a Nota Técnica disponibilizada no portal do IBRE para maiores detalhes.

em toda a série histórica (nesse mês, a taxa de desemprego chegou a 11,8%).

Também notamos um comportamento mais volátil da renda real nos anos 90 e início dos 2000 (Gráfico 18). Nas crises de 1998-2000 e 2002-2003, a renda apresentava quedas bruscas de nível, um fenômeno que não se repetiu em um cenário de crise de maior magnitude como o atual. Isso corrobora a tese de aumento da rigidez dos salários reais na economia brasileira, dada a crescente formalização dos trabalhadores ao longo das décadas de 2000 e de 2010.

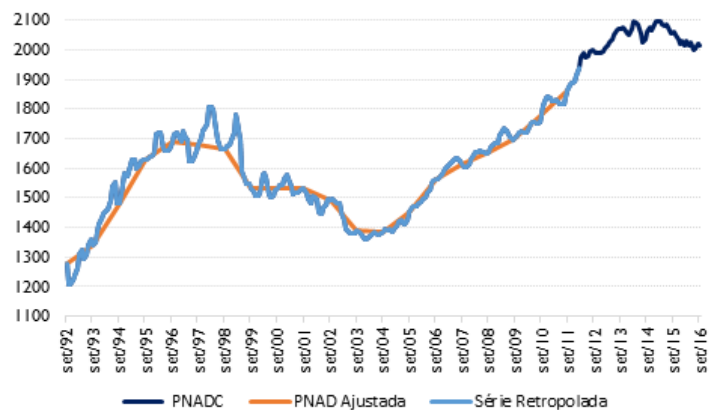
O fim da PME, restrita às seis principais regiões metropolitanas, criou inúmeras dificuldades relacionadas à continuidade das séries de emprego e renda. Com a metodologia de retroposição, descrita nesta seção em Foco, acreditamos ter conseguido não somente contornar o problema da incapacidade de gerar séries longas a partir da PNADC, como também fornecer um importante ferramental para compreendermos o comportamento histórico do emprego e da renda nacionalmente. Finalmente, é importante notar que a metodologia de retroposição apresentada aqui pode ser estendida às demais variáveis categóricas da PNADC. Portanto, é possível aplicar os mesmos processos para gerar séries retropostadas para os seguintes recortes da PO: (i) por vínculo, (ii) por região e (iii) por setor. Também é possível estender a série para períodos anteriores a 1992, uma vez que há dados da PNAD e da PME disponíveis desde 1980. No entanto, deixaremos estes e outros exercícios para trabalhos futuros.

Gráfico 17: Taxa de Desemprego (%)



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 18: Renda Real (em reais, a preços correntes de set/16)



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

Bruno Ottoni Eloy Vaz e Tiago Cabral Barreira

Instituto Brasileiro de Economia

Diretor: Luiz Guilherme Schymura de Oliveira

Superintendente de Estudos Econômicos: Marcio Lago Couto

Coordenador de Economia Aplicada: Armando Castelar Pinheiro

Pesquisadores

Bráulio Borges

Bruno Ottoni Vaz

Fernando Augusto Adeodato Veloso

Fernando de Holanda Barbosa Filho

José Júlio Senna

José Roberto Afonso

Julio Mereb

Lia Valls Pereira

Lívio Ribeiro

Mauricio Canêdo Pinheiro

Paulo Lins

Regis Bonelli

Samuel Pessoa

Silvia Matos

Tiago Barreira

Vilma Pinto

Boletim Macro IBRE

Coordenação Geral: Regis Bonelli

Coordenação Técnica: Silvia Matos

Apoio Editorial: Marcel Balassiano

Equipe Permanente

Armando Castelar Pinheiro, Bruno Ottoni Vaz, José Júlio Senna, Julio Mereb, Lia Valls Pereira, Lívio Ribeiro, Samuel Pessoa, Tiago Barreira e Vilma Pinto

Colaboradores Permanentes da Superintendência de Estatísticas Públicas

Aloísio Campelo Jr., André Braz e 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 23 de novembro 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.