

Política embaralha recuperação econômica

A drástica mudança no ambiente político gerada pelos eventos divulgados a partir da noite de 17 de maio adicionou um elevado grau de incerteza às perspectivas econômicas do país, com impacto imprevisível sobre o preço dos ativos e o nível de atividade. Essa mudança certamente afetará o encaminhamento das reformas relacionadas ao ajuste fiscal e ao combate à crise econômica. Não que as reformas não venham a ser implementadas mais adiante, mas certamente entrarão em compasso de espera e, talvez, venham a ter conteúdo diferente do que até aqui se imaginava que teriam.

Mas o que virá quando a fase de turbulência que se inicia vier a se dissipar? Difícil saber, mas é provável que voltem então a prevalecer os fundamentos da economia e as tendências que se delineavam antes desse choque político. Este boletim foi quase todo escrito antes que a bomba da delação da JBS viesse a público. Nesse sentido, ele está em parte defasado. Por outro lado, ajuda a entender os fundamentos e tendências que, ao final, na nossa leitura, vão determinar para onde vai a economia.

Até meados de maio os sinais de recuperação da economia brasileira vinham se tornando cada vez mais claros, alimentando a expectativa de que sairíamos da recessão ainda este ano, possivelmente no segundo semestre. Como veremos, a maior parte dos indicadores e análises apontava para terreno positivo — o que justificava dose moderada de otimismo no marco político pré-17 de maio. Mesmo no mercado de trabalho, onde a crise de falta de empregos revela-se especialmente cruel, identificávamos uma melhora gradual. Adicionalmente, a desinflação mantém seu curso, os juros reais projetados mostram — ou mostravam — queda acentuada e o setor externo emite seguidos sinais de bom desempenho.

Porém, embora os sinais fossem sólidos, ainda embutiam elementos de incerteza e, quiçá, descontinuidade. Tudo isso ficou agora magnificado. O principal nó, a área fiscal, continua a carecer de uma solução mais duradoura no médio prazo para que a retomada se consolide. Mas a incerteza sobre a consolidação da retomada econômica também vem da própria dinâmica de crescimento setorial quando se esgotar o chamado “bônus agropecuário”, que alimentou, pelo lado da oferta, a expansão macroeconômica do primeiro trimestre. Pelo lado da demanda agregada, por outro lado, não há dúvidas sobre uma contribuição significativa das exportações líquidas nos trimestres à frente. Mas isso não impedirá uma redução do nível de atividade no segundo trimestre em curso, após expansão no primeiro deste ano.

Outros elementos já adicionavam incerteza ao quadro econômico prospectivo, mesmo antes das denúncias recentes. Parte desses elementos vem do ambiente político, no qual a incerteza quanto à aprovação das reformas com conteúdo pelo menos próximo ao programado continuava a existir. A instabilidade política detonada pelas denúncias contra o Presidente da República acentuou as dúvidas a esse respeito e tende a tornar a recuperação ainda mais incerta.

Isto posto, e como observado acima, o impacto efetivo do choque político na economia é difícil de prever. Ele dependerá da velocidade com que se encontre uma solução política para a crise, cuja natureza pode ser variada; de como vai se comportar o cenário externo, onde se destacam as agruras *Trumpianas*; e da capacidade de a equipe econômica manter a confiança dos investidores.

Dito isso, nosso resumo de aspectos de destaque das demais seções deste Boletim inclui os seguintes:

1. Nossa estimativa para o crescimento do PIB no primeiro trimestre deste ano é de 1,0%, com o resultado já expurgado de componentes sazonais. Destaque-se que o Monitor do PIB do IBRE aponta para taxa ligeiramente superior (1,2%) na mesma métrica. Por trás desse bom desempenho — afinal, trata-se da primeira taxa positiva depois de oito resultados trimestrais negativos — encontram-se, pelo lado dos setores, a agropecuária, os SIUP e a indústrias extrativa e de transformação; pelo da demanda, as exportações líquidas.

Para o segundo trimestre, no entanto, nossa previsão é de queda de 0,1% em relação ao primeiro, na medida dessazonalizada, mesmo com o bom desempenho esperado para a agropecuária, a indústria extrativa e os SIUP. Pelo lado da demanda, reverte-se o desempenho das exportações líquidas, que terão contribuição fortemente negativa. A recuperação mais lenta da indústria de transformação, em particular, sugere cautela quanto ao cenário prospectivo para o nível de atividade. Nesse meio tempo, mantivemos nossa projeção de crescimento levemente positivo para o PIB este ano: 0,4%. Naturalmente, cabe esperar o desenrolar da crise política para avaliar se, e em que grau, essa previsão precisará ser revista. ([Seção 1](#))

2. Antes mesmo da delação da JBS, os indicadores de confiança do IBRE já mostravam um avanço da incerteza, sugerindo que empresas e consumidores iniciaram o segundo trimestre sinalizando arrefecimento do ritmo de recuperação econômica. Em particular, a confiança empresarial manteve em abril a tendência de alta iniciada em janeiro, mas a dos consumidores diminuiu ligeiramente. Entre os empresários, a boa notícia é que as expectativas em relação a variáveis que sinalizam continuidade da tendência de recuperação mantiveram-se em alta, a despeito da elevada incerteza.

Entre os consumidores, os indicadores sugerem contínua preocupação com a demora na recuperação e, possivelmente, com o grau persistentemente elevado de incerteza política. A crise detonada pela delação dos irmãos Batista não vai contribuir para aliviar esse quadro. Além disso, as famílias estão atualmente mais endividadas do que em outras saídas de recessão. Isso, combinado com elevado comprometimento da renda e o desemprego recorde, não indica que seja possível uma aceleração de vendas a prazo. Curiosamente, a despeito dessas dificuldades, os segmentos de revendedores e produtores de bens duráveis estão cada vez mais otimistas com as perspectivas de vendas. ([Seção 2](#))

3. O mercado de trabalho é outra seara em que oscilações de desempenho são indicativas de incerteza. A PNAD Contínua (PNADC), por um lado, registrou piora da taxa de desemprego em março (13,7%) relativamente a fevereiro (13,4%). Por outro lado, o fluxo de novos postos de trabalho do CAGED foi de 60 mil empregos em abril — cifra que, dessazonalizada, passa para o terreno negativo (-36,4 mil).

Os autores da seção de análise do desempenho do mercado de trabalho notam que esses resultados têm levado diversos analistas a concluir que a recuperação, que se esperava fosse ocorrer a partir deste ano, está ameaçada. Não é essa, porém, a posição de nossos analistas. Segundo eles, se analisados sob uma perspectiva de longo prazo, os resultados do desempenho do mercado de trabalho levam a conclusões mais favoráveis e apontam uma retomada, mesmo que ainda lenta, dos níveis de emprego. Sinais nesse sentido podem ser captados em indicadores antecedentes do comportamento cíclico do mercado de trabalho, no indicador de horas trabalhadas da indústria de transformação e, não menos importante, na série de desligamentos

sem justa causa do CAGED. A conclusão, em suma, é que a retomada das contratações ocorrerá a partir do final deste ano e prosseguirá em 2018. [\(Seção 3\)](#)

4. Na seção dedicada à inflação, nossos analistas examinam a convergência dos preços dos serviços livres para a meta de inflação este ano. Após notar que a desaceleração desses preços foi especialmente intensa entre agosto de 2016 e fevereiro deste ano, eles observam que a sequência de quedas foi interrompida em março, embora continuasse, com pouca intensidade, em abril. O desempenho recente poderia indicar um possível esfriamento do processo de desinflação dos serviços livres.

A análise é aprofundada com o recurso aos dados de um indicador desenvolvido pelo BACEN, que funciona como um tipo de núcleo por exclusão e mede a inflação subjacente dos serviços excluindo grupos de preços que dificultam a identificação da tendência inflacionária. Os autores concluem que o comportamento da inflação subjacente ao setor serviços permite dizer que há espaço para o movimento desses preços convergir para uma taxa que, ainda que não idêntica, é muito próxima da meta de inflação no final de 2017. [\(Seção 4\)](#)

5. A seção sobre política monetária explora um tema bastante em voga nas análises das últimas semanas, vale dizer, o ritmo de queda esperado para a taxa Selic que será decidida na próxima reunião do COPOM: a opção será por 100 ou por 125 pontos de queda da Selic? Nosso analista mantém a argumentação de que, no regime de metas, deve-se evitar flutuações expressivas da taxa básica de juros. A experiência brasileira, em particular, aponta nesse sentido, com as exceções mencionadas no texto da seção.

No seu entendimento a opção mais conservadora parece mais adequada, conclusão reforçada pelo aumento recente da incerteza. Em suas palavras: “Nosso raciocínio parte de um princípio largamente apreciado pelos banqueiros centrais em geral. A mais expressiva contribuição que determinada autoridade monetária pode dar para o crescimento da atividade econômica de qualquer país envolve trazer a inflação para baixo e, talvez principalmente, mantê-la baixa. Somente nesse caso torna-se possível lograr obter juros reduzidos em caráter permanente.... a escolha mais conservadora é a alternativa que melhor combina com a estratégia de política monetária em curso desde meados do ano passado.” [\(Seção 5\)](#)

6. A seção seguinte, focada na política fiscal, traz uma avaliação do desempenho da arrecadação dos tributos federais, cujos resultados têm sido, como se sabe, fraquíssimos. Após mencionar duas explicações para o mau desempenho da arrecadação — quebra estrutural depois da crise de 2008/09 e efeitos da recessão —, a análise se desloca para o comportamento das receitas por setores de atividade.

As conclusões, sucintamente, são de que: (i) a composição da arrecadação mudou bastante com o passar do tempo, com a queda da arrecadação das indústrias sendo parcialmente compensada pela dos serviços; no interior da indústria, a de transformação foi a que mais sofreu; (ii) no atual sistema tributário, isso é especialmente ruim para a arrecadação, pois a carga sobre a indústria é maior do que aquela que incide sobre os serviços; adicionalmente, (iii) os gastos tributários recaem mais sobre os serviços do que sobre a indústria. [\(Seção 6\)](#)

7. Outra área onde os bons resultados abundam é a do setor externo onde, no mês de abril, foram registrados o maior superávit na série histórica para o mês (US\$ 7 bilhões), o maior superávit no ano até abril (US\$ 21 bilhões) e o maior superávit acumulado em 12 meses (US\$ 56 bilhões). O desempenho da balança resultou principalmente de uma expansão em valor das exportações bem

superior à das importações no primeiro quadrimestre de cada ano: 22% contra 10%. Por trás dessa diferença estão os ganhos dos preços de exportação, que provocaram sensível melhora nos termos de troca. Esses resultados, junto com a redução do risco Brasil até meados de maio, foram a causa principal da interrupção do processo de desvalorização cambial de até bem pouco tempo atrás e da valorização da taxa real efetiva de câmbio. Naturalmente, o choque político alterou esse quadro, com altas do risco país e do dólar, mas ainda não é claro o tamanho e a permanência que essa alta terá.

A melhora nos termos de troca está associada ao desempenho das *commodities*, como ocorreu em 2010/2011. Nossa analista explora as semelhanças e as diferenças entre os dois episódios para concluir que as primeiras estão no papel dos preços das *commodities* como principal fator no aumento em valor das exportações, enquanto as diferenças estão no que se espera em relação às *commodities* e às manufaturas, área esta em que se espera uma recuperação, se o câmbio se mantiver próximo dos níveis atuais. Nesse contexto, a projeção para a balança comercial este ano é moderadamente otimista: saldo entre US\$ 55 e 60 bilhões. [\(Seção 7\)](#)

8. No Panorama Internacional, nosso analista debruça-se, uma vez mais, sobre o desempenho da economia dos EUA no curto prazo. Após notar que o processo de normalização do mercado de trabalho continua avançando, ele observa que, apesar dos resultados positivos nesta área, as últimas duas leituras de inflação foram baixistas. E, para complicar a análise, a economia americana apresenta claros sinais de baixa produtividade. Logo, trata-se de uma economia com baixo crescimento da produtividade, com mercado de trabalho muito apertado e com inflação que teima em permanecer muito baixa — uma configuração difícil de entender, na sua avaliação.

Uma possibilidade por ele aventada é a de que pode ter havido melhora tecnológica no varejo, em função dos ganhos com a informatização, que não estaria sendo captada pelas contas nacionais — em cujo caso o crescimento da produtividade seria superior ao registrado. Esse é, em particular, um fascinante tema de pesquisa. [\(Seção 8\)](#)

9. No Observatório Político, escrito antes que viesse a público a delação da JBS, o Prof. Octavio Amorim Neto vale-se de analogias retiradas do jargão militar para analisar o quadro político atual e especular sobre as perspectivas para o ano em curso e o próximo, destacando duas ocorrências potenciais: “se a reforma da Previdência for, porventura, derrotada no Congresso, o governo Temer estará, para todos os fins práticos, acabado, podendo a economia voltar a entrar em recessão; se Lula for condenado e não puder concorrer à presidência em 2018, poderá haver grande turbulência”.

Da conclusão do seu texto destacamos a seguinte passagem: “para que a atual guerra política possa encontrar um fim, o melhor será ter Lula como candidato, pois, caso venha a ser rejeitado pelas urnas — o que é provável, dada sua alta taxa de rejeição —, sua derrota será definitiva e o país, quiçá, poderá se concentrar em questões mais relevantes para seu futuro.” Como se vê, um quadro político que já se prenunciava difícil. [\(Seção 9\)](#)

10. A seção Em Foco, de autoria de Juliana Cunha e Sílvia Matos, traz uma instigante investigação sobre como os componentes do PIB reagem aos ciclos econômicos. [\(Seção 10\)](#)

Boa leitura!

Regis Bonelli, Armando Castelar Pinheiro e Sílvia Matos

1. Atividade Econômica

PIB do primeiro trimestre está recheado de incertezas, mas recuperação segue lenta e gradual

O quadro favorável para a agropecuária, combinado às revisões nas séries da Pesquisa Mensal dos Serviços (PMS) e da Pesquisa Mensal do Comércio (PMC), é consistente com alta do PIB de 1,0% TsT (-0,4% AsA) no primeiro trimestre de 2017 (Tabela 1). O Monitor do PIB-IBRE/FGV, incorporando essas mesmas informações, apontou crescimento de 0,0% MsM (0,3% AsA) em março e de 1,2% MsM (-0,2% AsA) nos três primeiros meses deste ano. O segundo trimestre, por outro lado, deve abrir com os dados de atividade em queda, já que a prévia de abril para o IBC-Br aponta retração de 0,3% MsM, com resultados ruins tanto para a indústria (-0,7% MsM para a PIM) quanto para o comércio varejista (-1,6% MsM para a PMC restrita).

Tabela 1: PIB: Projeções

Atividades	2017T1 (TsT)	2017T1 (AsA)
Consumo das Famílias	-0,3%	-2,1%
Consumo do Governo	0,1%	-0,2%
Investimento	-1,9%	-4,2%
Exportação	4,5%	1,2%
Importação	2,0%	10,1%
PIB	1,0%	-0,4%
Agropecuária	11,1%	12,4%
Indústria	1,4%	-0,2%
Extrativa	2,6%	10,9%
Transformação	2,0%	0,4%
Construção Civil	-0,9%	-7,7%
Eletricidade e Outros	6,1%	7,2%
Serviços	0,6%	-1,3%

Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

Além das incertezas quanto à forma como o IBGE tratará as referidas revisões no Sistema de Contas Nacionais,¹ a importância da atividade agropecuária, cujo crescimento é naturalmente mais difícil de projetar, será mais um fator a adicionar volatilidade sobre o resultado final do PIB. Nossa projeção conta com crescimento para o PIB agropecuário da ordem de dois dígitos (11,1% TsT e 12,4% AsA), resultando em uma contribuição individual de 0,7 pp (Gráfico 1) para a projeção de -0,4% AsA. E tendo em vista que os impactos do bônus agropecuário e da intervenção nas pesquisas mensais de atividade econômica são pontuais, o maior crescimento no primeiro trimestre deverá ser compensado com uma expressiva desaceleração no segundo (-0,1% TsT e -0,2% AsA) (Gráficos 1 e 2). Parte deste movimento se deve a um efeito puramente estatístico, derivado do impulso artificialmente induzido pelas revisões metodológicas de comércio e serviços no primeiro trimestre. Outra parte deve-se a um efeito econômico, gerado pela dissipação da maior parte do bônus agropecuário deste ano.

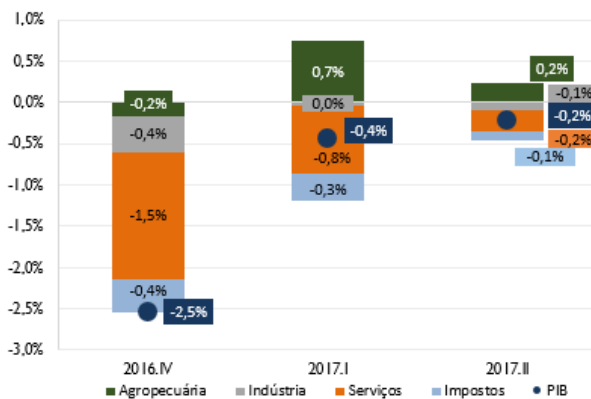
O desempenho inferior ao esperado da indústria de transformação ao longo dos três primeiros meses do ano apenas reforça a expectativa de desaceleração no segundo trimestre. Com efeito, nossa prévia para a produção industrial em abril, mencionada acima, é compatível com um desempenho do segmento da transformação de 0,1% MsM, perpetuando o desempenho pífio

¹ O IBGE atualizou a amostra de empresas informantes nas pesquisas da PMC e da PMS a partir dos estratos certo e gerencial da Pesquisa Anual do Comércio (PAC) e da Pesquisa Anual dos Serviços (PAS) de 2014.

observado no início deste ano. De maneira geral, ainda são poucos os dados de atividade econômica disponíveis, mas tudo indica que o processo de recuperação da economia continuará gradual e lento após o impulso pontual do primeiro trimestre. Pelo lado da demanda, ainda é difícil vislumbrar retomada sustentada do consumo, já que os indicadores de mercado de trabalho e de crédito continuam a sinalizar expressiva fraqueza, a despeito do processo de distensão continuada das condições financeiras.

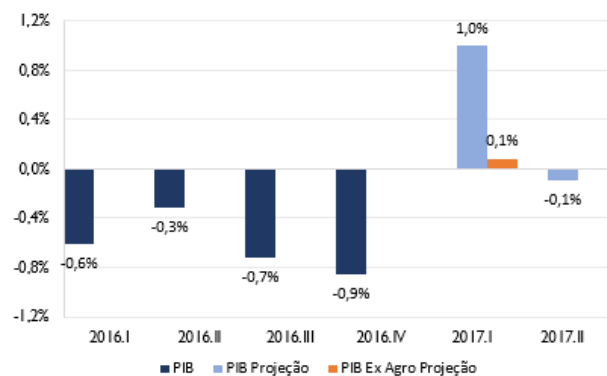
Mesmo com uma projeção de crescimento do PIB razoavelmente forte para o primeiro trimestre, a recuperação mais lenta da indústria de transformação traz cautela quanto ao cenário prospectivo. Uma vez esgotado o bônus agropecuário nos próximos trimestres, uma dinâmica mais fraca da indústria deverá dominar o processo de recuperação lenta e gradual da atividade econômica, em virtude, inclusive, dos impactos que o seu desempenho acarreta sobre outros setores no PIB, como comércio e serviços de transporte. Por essa razão, mantemos nossa projeção de crescimento de 0,4% em 2017, mas com viés de baixa em virtude do aumento da crise política. Aguardamos também informações mais completas do desempenho das atividades do PIB nas Contas Nacionais.

Gráfico 1: Contribuições dos Setores no PIB – (AsA, %)



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV

Gráfico 2: Crescimento do PIB – TsT (com ajuste sazonal)



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV

Silvia Matos e Julio Mereb

2. Expectativas de Empresários e Consumidores

Recuperação continua apesar de incerteza elevada

Os indicadores de confiança de empresas e consumidores entraram no segundo trimestre de 2017 sinalizando atenuação do ritmo de recuperação da economia. Em abril, a confiança empresarial manteve a tendência de alta iniciada em janeiro e a dos consumidores acomodou-se, ao perder três dos 12 pontos que havia conquistado desde o início do ano.

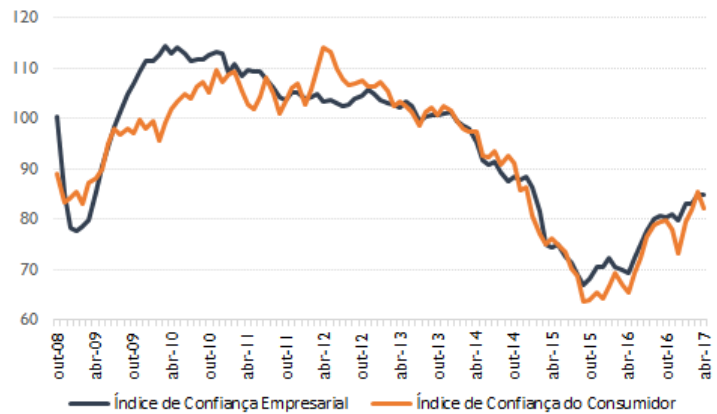
No âmbito empresarial, a evolução na margem dos indicadores de situação atual (ISA) superou a dos indicadores de expectativas (IE) em abril pela primeira vez desde junho de 2016. A alta do ISA Empresarial (1,2 ponto) foi, contudo, modesta e o manteve 18 pontos abaixo do IE Empresarial, o que sustenta a leitura de recuperação lenta, com taxas de crescimento interanual ainda no terreno negativo. A boa notícia é que as expectativas em relação a variáveis que sinalizam continuidade da tendência de recuperação – como o ímpeto de contratações ou o ambiente de negócios nos seis meses seguintes – mantiveram-se em alta, a despeito da elevada incerteza.

Enquanto isso, a calibragem da confiança do consumidor em abril mostra que este continua preocupado com a demora na recuperação da economia e, possivelmente, com o grau persistentemente elevado de incerteza política.

A maior volatilidade da confiança do consumidor nos últimos meses também suscita dúvidas quanto ao fôlego do cidadão brasileiro para sustentar uma retomada de vendas de duráveis ainda este ano. As famílias estão hoje mais endividadas do que em outras saídas de recessão, e a combinação de elevado comprometimento do fluxo de renda e desemprego recorde não soa animadora quanto à possibilidade de aceleração robusta de vendas a prazo. Os indicadores de saúde financeira das famílias nas sondagens mostraram avanços nos últimos meses, mas há ainda uma proporção significativa de famílias retirando recursos de poupança para cobrir gastos correntes (14%), nível comparável ao de novembro de 2015 (12,5%). É possível que a injeção de recursos de FGTS acelere esse ajuste, mas um avanço mais expressivo de vendas de duráveis dependerá da consolidação da percepção de saída de recessão e da retomada de contratações por parte das empresas. Esse momento ainda não chegou.

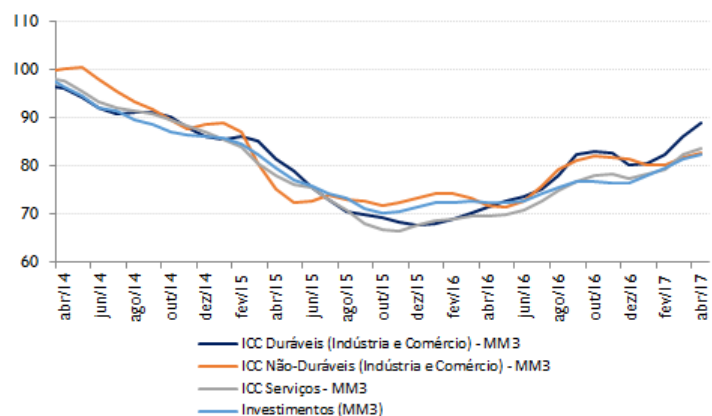
A despeito dessas dificuldades, os segmentos de revendedores e produtores de bens duráveis estão cada vez mais otimistas com as perspectivas de vendas. O Gráfico 4 mostra

Gráfico 3: Índices de Confiança Empresarial e do Consumidor
(Dados dessazonalizados)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 4: Juros e FGTS Animam Segmento de Duráveis
(Índices de Confiança dessazonalizados, média móvel trimestral)

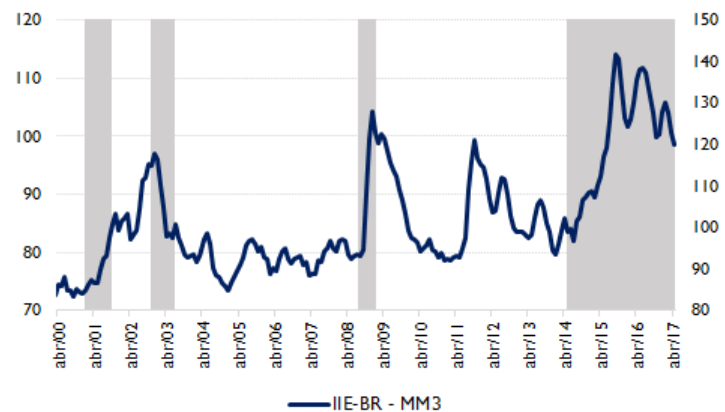


Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

como a confiança no comércio e na indústria dessa categoria de consumo vem avançando mais rapidamente que a das categorias de não duráveis, de serviços ou do que nos segmentos relacionados aos investimentos produtivos. Na prática, apesar das recomendações de analistas para uma saída de recessão pelos investimentos produtivos, as condições para que acelerem fortemente talvez ainda não sejam favoráveis, principalmente levando-se em conta a difícil situação nos segmentos de construção residencial e comercial, os níveis de ociosidade e o elevado grau de incerteza.

Para o restante do ano, os indicadores de confiança não sancionam a perspectiva de recuperação robusta do crescimento, ficando a retomada a depender da evolução da política monetária e de medidas que possam: i) facilitar a desalavancagem de empresas e famílias; ii) induzir alguma redução das incertezas, como, por exemplo, a aprovação das reformas ora propostas pelo governo ao Congresso; e iii) realização de mais iniciativas para a realização de parcerias público-privadas em investimentos de infraestrutura.

Gráfico 5: Incerteza Ainda Supera Nível de Outras Recessões
(Índice de Incerteza Brasil da FGV/IBRE, médias móveis trimestrais)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Aloisio Campelo Jr. e Viviane Seda Bittencourt

3. Mercado de Trabalho

A Recuperação do mercado de trabalho está ameaçada?

O mercado de trabalho tem apresentado fortes oscilações nos últimos meses. Por um lado, houve piora expressiva da taxa de desemprego medida pela Pesquisa Nacional de Amostra por Domicílios Contínua (PNADC), com alta de 13,4% para 13,7% entre fevereiro e março. Por outro, houve surpresa positiva no saldo de emprego formal do Cadastro Geral de Empregados Admitidos e Desligados (CAGED) em abril, que registrou geração líquida de 60 mil vagas. Contudo, esse crescimento significativo no saldo de emprego formal registrado pelo CAGED entre março e abril é atenuado pelo ajuste sazonal. Mais precisamente, o saldo dessazonalizado do CAGED de abril se situa em terreno negativo (queda de -36,4 mil), o que sugere que ainda existe um quadro de fraqueza no mercado de trabalho formal.

Esses resultados, que apontam alta do desemprego e debilidade no mercado formal (dessazonalizado), têm levado alguns analistas a concluir, erroneamente, que a recuperação do mercado de trabalho, projetada para ocorrer a partir deste ano, está ameaçada. Os números erroneamente interpretados como sinais de contínua piora do mercado de trabalho, se analisados sob uma perspectiva de longo prazo, nos levam a conclusões mais favoráveis, apontando um

processo de retomada, mesmo que ainda lenta, do emprego. No Gráfico 6, observamos tendência à estabilização do ritmo de aumento da taxa de desemprego da PNADC, medido em diferença interanual de nível, em pontos percentuais. Também é possível notar uma desaceleração na queda da população ocupada (PO), medida em variação do mês contra o mesmo mês do ano anterior. Após atingir a mínima de -2,6% em out/2016, esse indicador reduziu-se para -1,9% em março deste ano.

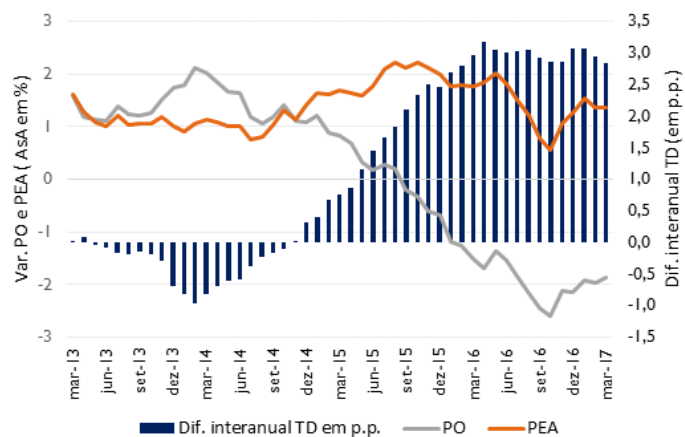
Sinais positivos de lenta e gradual retomada do emprego podem ser captados através de indicadores capazes de antecipar o comportamento cíclico do mercado de trabalho. Um importante indicador

anterior utilizado é a sondagem de situação de emprego atual da indústria, medida pelo IBRE. Observamos gradual recuperação desse índice, tendo alcançado 89,5 (medido em número índice com base 100) em abril deste ano. O valor era de 80,7 no mesmo mês do ano anterior.

Uma segunda medida importante para a captação de sinais futuros da trajetória do mercado de trabalho é o indicador de horas trabalhadas da indústria de transformação, medido mensalmente pela Confederação Nacional da Indústria (CNI). Esse indicador pode ser visto no Gráfico 7. Nele observa-se que as horas totais na indústria apresentaram contínua queda ao longo da crise atual, iniciada entre o final de 2014 e início de 2015. Entretanto, esse resultado, que registrou mínima de -11,5% em set/2015 (medido em variação no

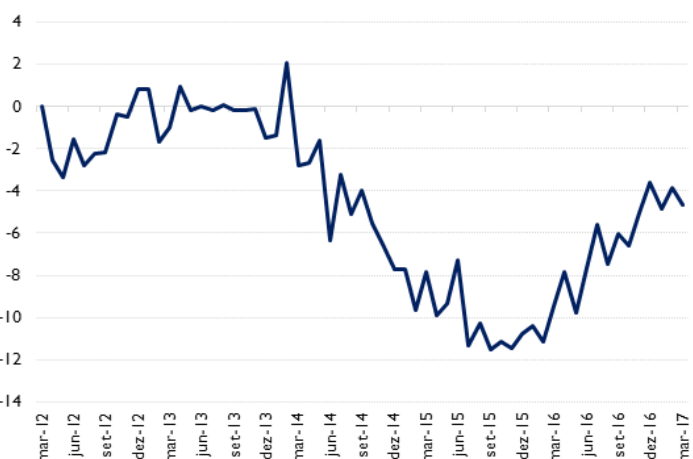
período contra mesmo período do ano anterior), vem apresentando lenta e contínua recuperação desde meados de 2016. Apesar de ainda se situar em terreno negativo em março de 2017 (com queda de -4,65%), trata-se de uma evidência de retomada de contratações no longo prazo.

Gráfico 6: Evolução do Mercado de Trabalho (PO, PEA e TD)



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

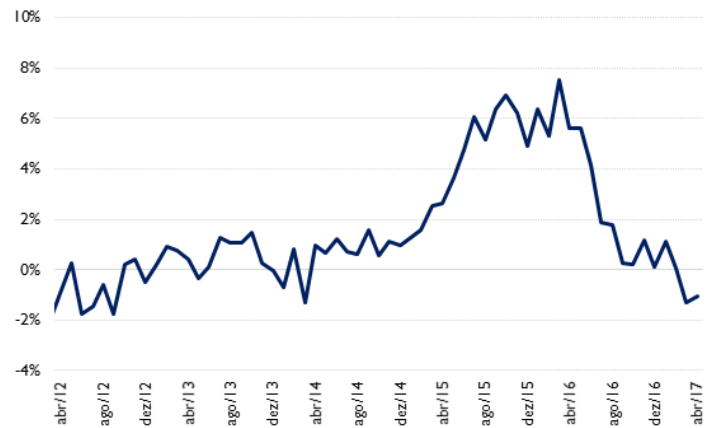
Gráfico 7: Indicador CNI de Horas trabalhadas da Indústria (Var. AsA, em %)



Fonte: CNI. Elaboração: IBRE/FGV.

Por fim, um terceiro indicador relevante para a antecipação de trajetórias do mercado de trabalho é a série de desligamentos sem justa causa. Uma vez que desligamentos voluntários tendem a predominar em períodos de crescimento, enquanto desligamentos não-voluntários (sem justa causa) tendem a ser a maior fatia em períodos recessivos, espera-se que sinais de retomada futura de mercado de trabalho estejam acompanhados de arrefecimento dos desligamentos sem justa causa. Pois é exatamente isso o que vem ocorrendo, como podemos observar no Gráfico 8. A partir de dados do CAGED, observamos a variação interanual do total de desligados ao longo do período de crise atual. Houve forte aceleração dos desligamentos sem justa causa ao longo de 2015, à medida em que a atividade se arrefecia. No entanto, esse indicador vem caindo

Gráfico 8: Desligados Sem Justa Causa - CAGED (Var. AsA, em %)



Fonte: CAGED. Elaboração: IBRE/FGV.

firmemente a partir de meados de 2016, sugerindo que o mercado de trabalho está realmente em processo de recuperação — ainda que esse movimento esteja ocorrendo de forma gradativa.

Os indicadores antecedentes são sinalizadores importantes de retomadas futuras do emprego, da renda e do mercado de trabalho em geral. Portanto, a melhora nesses indicadores reforça as projeções do IBRE/FGV, sugerindo retomada das contratações já a partir do final de 2017. Tendência que deve prosseguir ao longo de 2018.

Bruno Ottoni Eloy Vaz e Tiago Cabral Barreira

4. Inflação

Serviços livres encaminham-se para a meta de inflação

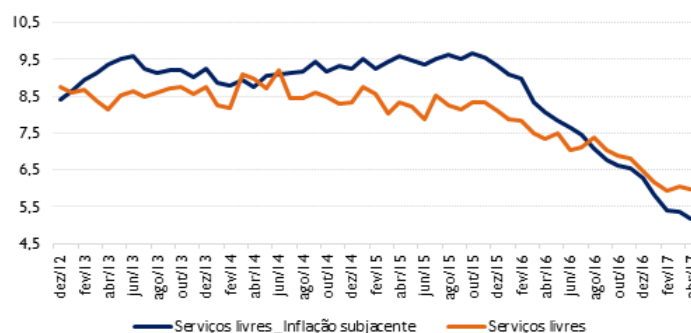
Segundo o IBGE, o ritmo de desaceleração dos preços dos serviços livres foi intenso entre agosto de 2016 e fevereiro de 2017. Nesse intervalo, a taxa acumulada pelo IPCA em 12 meses recuou 1,45 ponto percentual (pp), passando de 7,40% para 5,94%. Se esse ritmo fosse mantido, a inflação dos serviços livres chegaria a 3,5% no final do ano.

No entanto, em março de 2017, após seis meses de desaceleração contínua, os preços dos serviços livres interromperam este ciclo, registrando avanço de 0,10 pp. Nessa ocasião, a taxa subiu de 5,94% para 6,05%. A aceleração não foi estatisticamente relevante, mas interrompeu a forte desaceleração iniciada no começo do segundo semestre de 2016. Em abril, a taxa retomou sua trajetória de declínio, passando para 5,96%. Essa sequência de percentuais, pelo contraste com a dinâmica anterior, poderia indicar um possível esfriamento do processo de desinflação dos serviços livres.

Nesse cenário, para que os serviços livres fechassem o ano com uma taxa de 4,5%, seria necessário que o segmento experimentasse uma desaceleração de 1,5 ponto percentual entre maio e dezembro, ou de 0,18 pp ao mês, o que não tem registro na série histórica.

Não podemos deixar de levar em conta, porém, que o país ainda está sob o impacto de uma profunda recessão, a maior em quase um século, com tênues sinais de recuperação e uma taxa de desemprego recorde em torno de 14%. Em tais circunstâncias, não deveria haver espaço para o reaparecimento extemporâneo da inércia inflacionária, visivelmente enfraquecida desde o segundo semestre do ano passado.

Gráfico 9: Serviços Livres x Serviços Livres_Infl. Subjacente
(Var.% 12 meses)



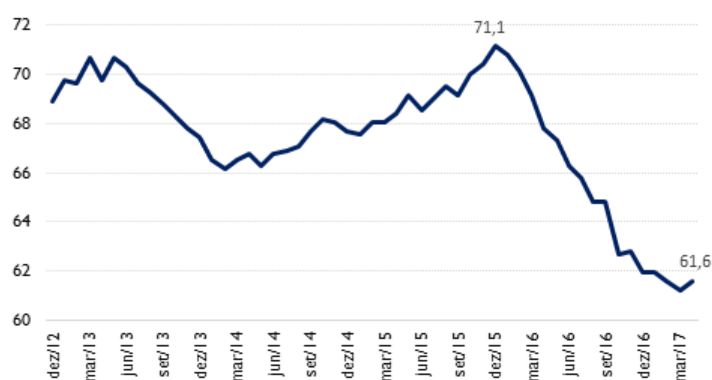
Fontes: Banco Central; IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

Por essa razão, aprofundou-se neste Boletim a análise dos preços do setor serviços, utilizando o indicador desenvolvido pelo Bacen, que funciona como um tipo de núcleo por exclusão. Esse índice mede a inflação subjacente dos serviços, excluindo quatro grupos² de preços que dificultam a identificação da tendência inflacionária.

Ao se observar os resultados desse indicador, constata-se que o ritmo de desaceleração segue em declínio e de maneira bem distribuída entre a grande maioria dos serviços livres. A desaceleração da taxa em 12 meses – iniciada em novembro de 2015 – chegou ao seu décimo-oitavo mês de forma consecutiva. Nesse intervalo de tempo, registrou-se desaceleração de 4,5 pp, passando a taxa de 9,66% para 5,16%.

O comportamento da inflação subjacente ao setor serviços permite concluir que há espaço para o movimento de preços neste segmento convergir para uma taxa, ainda que não idêntica, ao menos muito próxima da meta de inflação no final de 2017. A reforçar esse prognóstico está o fato de que a desinflação retratada pelo indicador resulta de desacelerações disseminadas por quase todos os itens que o compõem. Isso pode ser

Gráfico 10: Índice de Difusão dos Serviços (média móvel 12 meses)



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

² Turismo: passagem aérea, hotel e excursão. Serviços domésticos: empregado doméstico e mão-de-obra. Cursos: Regulares e Diversos. Comunicação: telefone celular, acesso à internet, telefone com internet e TV por assinatura com internet.

comprovado pela trajetória do índice de difusão,³ em declínio desde dezembro de 2015. Naquele mês, 71,1% dos 67 serviços livres incluídos no cálculo do IPCA estavam com taxas positivas. Já em abril de 2017, o indicador havia recuado para 61,6%, quase 10 pp abaixo do registrado pouco mais de um ano antes.

Pelo exposto, afora os serviços influenciados por regras especiais e efeitos sazonais, a tendência dos serviços livres é prosseguir registrando reajustes decrescentes. Esse comportamento, como mostrado pelo índice de difusão, segue com alto grau de disseminação, produto não somente da condução da política monetária, mas também dos efeitos da recessão sobre o emprego e a renda das famílias. Nesse caso, o suposto desvio dos serviços de sua trajetória de desaceleração deve ser encarado como momentâneo e pouco representativo do que se passa com o conjunto mais amplo de preços deste segmento.

Salomão Quadros e André Braz

5. Política Monetária

Repete-se a dúvida: 100 ou 125 pontos de queda da Selic?

No Boletim Macro do último mês de abril argumentamos que “sob o regime de metas de inflação é conveniente evitar oscilações muito expressivas da variável-instrumento, ou seja, da taxa básica de juros. Oscilações muito expressivas tendem a prejudicar a formação de preços nos mercados financeiros, na medida em que alargam demais o leque de possibilidades de ajuste dos juros”.

Na ocasião, argumentamos também que a experiência brasileira de condução de política monetária sob o regime de metas mostra-se compatível com o raciocínio acima expresso. De fato, quando se examina a nossa experiência, nota-se que “ajustes exagerados” da taxa Selic, como os representados por movimentos superiores a 100 pontos, para cima ou para baixo, foram feitos somente sob circunstâncias muito especiais. Mais precisamente, isso se deu logo no início da implantação do regime, na esteira do tumultuado abandono do sistema de âncora cambial, e, por alguns meses, antes e depois da primeira eleição do presidente Lula. Já no período compreendido entre 2004 e os dias de hoje, tivemos apenas um único ajuste superior a 100 pontos, como parte do ciclo de baixa de 500 pontos promovido no começo de 2009, durante a fase aguda da crise financeira internacional. No decorrer de todos esses anos, a moda e a mediana do ritmo de ajuste ficaram em 50 pontos.

A discussão a que em abril nos referimos prosseguiu neste mês de maio, diante da dúvida sobre se na reunião do Copom do dia 31 o BC optará por 100 ou por 125 pontos de queda da Selic. Existiria algum argumento adicional em favor da hipótese de 100 pontos? A nosso ver, sim.

Obviamente, 125 pontos de queda da taxa Selic representariam um passo maior no sentido de melhorar a situação patrimonial das famílias e das empresas, notoriamente endividadas em excesso, do que 100 pontos de queda – como se sabe, balanço patrimonial confortável é

³ Indicador que mede a proporção de itens com taxa de variação positiva.

ingrediente indispensável a uma retomada mais vigorosa dos gastos de consumo e investimento. Mas será que não seria mais apropriado para o Banco Central agir de maneira mais conservadora, contribuindo dessa maneira para dar impulso adicional ao processo de reversão das expectativas inflacionárias em curso desde o ano passado?

A nosso ver, a opção mais conservadora parece mais adequada por se tratar de uma escolha voltada para o prazo mais longo, capaz de trazer benefícios mais duradouros para a economia brasileira. Nesse caso, tudo o mais constante, o impacto da decisão do BC sobre as expectativas de inflação seria mais expressivo, contribuindo para trazê-las ainda mais para baixo. Os modelos de projeção seriam então alimentados com números ainda mais favoráveis de expectativas, gerando taxas projetadas de inflação para 2018 e o começo de 2019 ainda mais baixas, dando impulso extra ao processo de redução dos juros nominais.

Nosso raciocínio parte de um princípio largamente apreciado pelos banqueiros centrais em geral. A mais expressiva contribuição que determinada autoridade monetária pode dar para o crescimento da atividade econômica de qualquer país envolve trazer a inflação para baixo e, talvez principalmente, mantê-la baixa. Somente nesse caso torna-se possível lograr obter juros reduzidos em caráter permanente.

É difícil estar seguro acerca da opção a ser seguida pelo BC. De qualquer modo, acreditamos que a escolha mais conservadora é a alternativa que melhor combina com a estratégia de política monetária em curso desde meados do ano passado.

José Júlio Senna

6. Política Fiscal

Composição Setorial da Arrecadação Tributária Federal

O desempenho da arrecadação dos tributos federais tem apresentado resultados muito desanimadores. Já no final de 2014 houve mergulho no terreno negativo, sendo atingida a pior taxa histórica em meados de 2016, quando a queda real alcançou a marca de 7% em termos de médias móveis de 12 meses. A recuperação tem acontecido, porém de forma lenta e gradual.

Alguns analistas argumentam que o comportamento atual da arrecadação difere do desempenho do passado, por ter havido uma quebra estrutural depois da crise de 2008/09. Outros dizem que o presente resultado deve-se à atual recessão, o que levaria a uma retomada da receita quando a economia voltasse a crescer.

Um exercício útil para ajudar a entender o comportamento da arrecadação é analisá-la por setores da economia.

Há poucas semanas, a Secretaria da Receita Federal (RFB) divulgou em seu portal os dados da arrecadação das receitas federais separadas por setores de atividade econômica (CNAE 2.0).⁴ Uma análise dessa decomposição permite chegar às seguintes conclusões:

- O primeiro ponto a destacar é que a composição da arrecadação mudou muito. Quando a separamos em grandes grupos, verificamos que a participação da arrecadação das indústrias caiu drasticamente (em 2011 representavam 39,9%; em 2016 apenas 31,6%); simultaneamente, o setor de serviços teve aumento equivalente, saindo de 59,8% em 2011 para 68,1% em 2016. Ou seja, enquanto as indústrias perderam 8,3 pontos percentuais (pp) de participação relativa na arrecadação, o setor de serviços ganhou os mesmos 8,3 pp. O setor de agropecuária ficou estável – Tabela 2.

- A indústria de transformação foi a que mais sofreu. Quando olhamos a mesma desagregação em termos de PIB, vemos que, dentre as indústrias, a que teve maior queda foi a de transformação (-0,98 pp do PIB), seguida pela Extrativa Mineral (-0,31 pp). E a maior perda de participação relativa na arrecadação tributária também se deu com a indústria de transformação, que recuou 5,5 pp.

A intensa deterioração da arrecadação pode ter entre suas causas mudanças na composição da economia, com o aumento do peso dos serviços. No atual sistema tributário, isso pode ser prejudicial para a arrecadação, pois a carga dos tributos sobre a indústria é maior do que sobre os serviços. Além disso, gastos tributários são mais voltados para os serviços do que para a indústria.

Tabela 2: Arrecadação das Receitas Federais por Setor CNAE – Exceto Receitas Previdenciárias
(Valores em % do PIB e em Percentual do Total)

Rubrica	Em % do PIB			Participação %		
	2011	2016	16/nov	2011	2016	16/nov
Arrecadação Total	14,4%	13,6%	-81,0%	100,0%	100,0%	0,0%
Agropecuária	0,0%	0,0%	0,0%	0,3%	0,3%	0,0%
Indústrias	5,8%	4,3%	-145,0%	39,9%	31,6%	-830,0%
Ext. Mineral	0,4%	0,1%	-31,0%	3,0%	0,9%	-210,0%
Transformação	4,2%	3,3%	-98,0%	29,4%	23,9%	-550,0%
Eletricidade e Outros	0,6%	0,6%	-4,0%	4,3%	4,3%	0,0%
Construção	0,5%	0,3%	-12,0%	3,2%	2,5%	-70,0%
Serviços	8,6%	9,3%	64,0%	59,8%	68,1%	830,0%

Fonte: RFB. Elaboração: IBRE/FGV.

Vilma da Conceição Pinto

⁴ Disponível em: http://idg.receita.fazenda.gov.br/dados/receitadata/arrecadacao/arrecadacao-por-divisao-economica-da-cnae/copy_of_nova-proposta.

7. Setor Externo

Balança comercial: estamos repetindo 2010/2011?

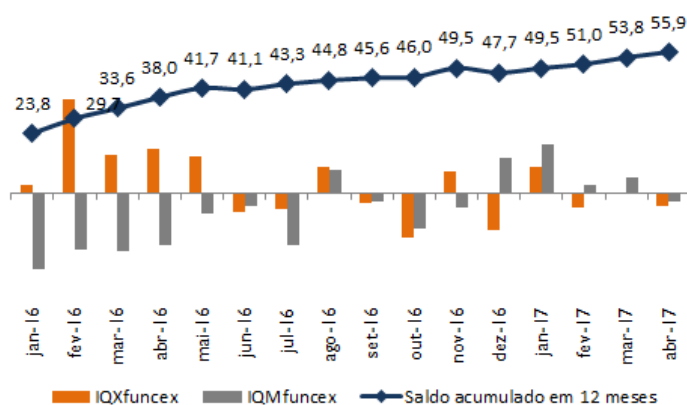
A balança comercial registrou diversos recordes em abril: o maior superávit na série histórica para o mês (US\$ 7 bilhões), o maior superávit no ano até abril (US\$ 21 bilhões) e o maior superávit acumulado em 12 meses (US\$ 56 bilhões, Gráfico 11). O bom desempenho da balança é explicado pelo crescimento das exportações em valor (+22%) acima do registrado para as importações (+9,5%), na comparação entre os primeiros quadrimestres de 2016 e o de 2017.

O comportamento dos fluxos comerciais em termos de volume e preços difere. No tocante ao volume, como ilustrado no Gráfico 11, as importações registraram crescimento positivo e superior ao das exportações em todos os meses de 2017, exceto março. No acumulado do ano até abril, o volume exportado aumentou 8% em relação a igual período do ano anterior e as importações, 14,5%. Observa-se que o avanço do volume importado em relação ao exportado poderá eventualmente levar a que o setor externo tenha uma contribuição

negativa para o crescimento do PIB, em 2017, apesar da melhora em valor da balança. Nesse mesmo período, os preços das exportações aumentaram 15% e o das importações caíram 2,7%. No caso das exportações, o aumento nos preços foi liderado pelas *commodities* (+28%); o índice de preços das não *commodities* subiu 1,4%.

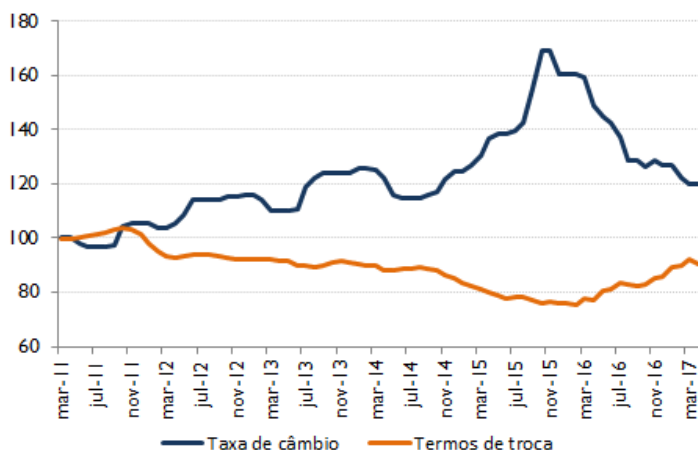
A alta dos índices de preços das exportações levou a uma melhora nos termos de troca, que cresceram 18% na comparação dos acumulados até abril de 2016 e 2017. Ao mesmo tempo, essa melhora, junto com a redução do risco Brasil, interrompeu a trajetória de desvalorização do câmbio (Gráfico 12). O índice da taxa real de câmbio efetiva valorizou-se em 22% na comparação entre os primeiros quadrimestres de 2016 e 2017. Quais são as consequências?

Gráfico 11: Saldo da Balança Comercial (12 meses) e Variação (%) dos Índices de Volume das Exportações e Importações (mês contra mês do ano anterior)



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

Gráfico 12: Índice da Taxa de Câmbio Real Efetiva e dos Termos de Troca: Média Móvel Trimestral



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

A melhora nos termos de troca é bem-vinda, mas, como em 2010/2011, está associada ao desempenho das *commodities*. Três produtos registraram as maiores contribuições para o aumento no valor exportado entre os acumulados até abril de 2016 e 2017: minério de ferro (contribuição de 32%); óleo bruto de petróleo (30%); e soja em grão (16%). A contrapartida é uma queda na participação das manufaturas na pauta de exportações. No primeiro quadrimestre de 2017, essa participação atingiu o seu mínimo histórico, de 35% (queda de três pontos percentuais em relação ao mesmo período de 2016). O debate sobre políticas de diversificação da pauta volta à cena, mas num contexto em que as políticas adotadas entre 2011 e 2014 são contestadas na Organização Mundial de Comércio (OMC), além de não terem sido exitosas no estímulo às exportações de manufaturas.

A valorização cambial contribui para o aumento das importações e reduz a rentabilidade das exportações, em especial das manufaturas. No caso das *commodities*, a valorização cambial pode ser compensada pelo aumento nos seus preços, como ocorreu em 2010/2011 e acontece no momento atual.

Destaca-se ainda o desempenho da indústria extrativa: variação de 69% nos preços de exportações e de 29% no volume exportado no período analisado. Na mesma base de comparação, as exportações de manufaturas cresceram 12%. Na indústria de transformação, o volume exportado avançou 6,4% e os preços exportados, 6,7%. O volume importado, porém, superou o das exportações e registrou aumento de 21% e queda de preços de 6,4%, o que estaria refletindo a melhora no nível de atividade em relação a 2016 e o efeito câmbio.

A semelhança com 2010/2011 está no papel dos preços das *commodities* como principal fator no aumento em valor das exportações. A diferença está no que se espera em relação a esses produtos e às manufaturas. Após 2011/12, a valorização cambial contribuiu para a retração nas exportações de manufaturas em volume e valor, o que coincidiu com a queda nos preços das *commodities*. Agora, é esperada uma recuperação nas exportações de manufaturas, o que pressupõe um câmbio relativamente estável (não muito distante do nível atual) e manutenção dos preços das *commodities*. Nesse cenário, a projeção para a balança comercial de 2017 é otimista e varia entre US\$ 55 e 60 bilhões, num contexto de estabilidade política e econômica.

Lia Baker Valls Pereira

8. Panorama Internacional

Estranha configuração na economia dos EUA

Avança o processo de normalização do mercado de trabalho na economia americana. Em abril, a população ocupada aumentou em 211 mil, nível bem superior ao compatível com a estabilidade da taxa de desemprego no longo prazo. O desemprego se mantém em 4,4% e o desemprego de curto prazo em 3,4%, nível somente equiparado, na série iniciada em 1976, com o ótimo desempenho do mercado de trabalho no início da primeira década deste século. A taxa de desemprego de longo prazo atinge 1%, 0,2 pp acima da média histórica, e a duração média do

desemprego caiu abaixo de 25 semanas – primeira vez que isto ocorre desde aproximadamente meados de 2010.

Em que pese resultados tão positivos do mercado de trabalho, as últimas duas leituras de inflação foram baixistas. O índice de preços ao consumidor, CPI, apresentou deflação de 0,29% em março e inflação de 0,17% em abril. A inflação medida pelo núcleo por exclusão de alimentos e energia foi de, respectivamente, -0,12% e 0,07% naqueles dois meses. Na frequência interanual, tivemos 2,38% e 2,20% para a inflação cheia e 2,00% e 1,88% para o núcleo por exclusão, respectivamente em março e abril. Em ambos os casos, são dois meses de queda. Em fevereiro, as taxas interanuais foram de 2,74% para a inflação cheia e de 2,22% para o núcleo por exclusão.

Para complicar a análise, a economia americana apresenta claros sinais de baixa produtividade. A taxa de crescimento anual tem rodado na casa de 2% ao ano, apesar de a população ocupada ter crescido por volta de 200 mil empregos por mês nos últimos dois anos. Claramente, há um problema de baixa taxa de crescimento da produtividade do trabalho.

A queda da inflação em março esteve associada à redução da inflação da telefonia móvel. De fato, a inflação dos serviços no CPI foi de -0,06% em março e de 0,14% em abril. As taxas interanuais foram de respectivamente 2,85% e 2,71%, para taxa interanual de 3,12% em fevereiro.

Temos, portanto, economia com baixo crescimento da produtividade, com mercado de trabalho muito apertado e com inflação que não sobe. Difícil de entender. É possível que algum processo de melhora tecnológica no varejo – em função dos ganhos com a informatização – não esteja sendo bem captada pelas contas nacionais e, de fato, o crescimento seja um pouco maior. Tema para pesquisa futura.

Na Ásia, vimos em abril reversão do processo de elevação dos preços ao produtor. Na China, após iniciarem elevação em dezembro de 2015 – quando a inflação desses preços se encontrava em -5,9%, ano sobre ano –, foram até 7,8% em fevereiro de 2017. Em março e abril, o crescimento interanual foi de respectivamente 7,6% e 6,4%. Arrefeceu, portanto, o processo de exportação de inflação pela Ásia.

Se essa tendência continuar, pode ter impactos sobre o processo de normalização monetária em curso na economia americana, pois reduzirá a importação de inflação pelos Estados Unidos.

Por enquanto, não há motivos para aceleração do processo americano de normalização monetária. Não deve haver mais do que duas subidas dos *Fed Funds* este ano.

Samuel Pessôa

9. Observatório Político

Temer, Lula e o Ponto Culminante do Ataque

Na segunda semana de maio, a reforma da Previdência avançou na Câmara. Em algum ponto de junho, deverá ser votada no plenário dessa Casa Legislativa, indo depois para o Senado. No dia 10 de maio, Lula depôs perante o juiz Sérgio Moro em Curitiba. O Brasil está em um momento crítico: se a reforma da Previdência for, porventura, derrotada no Congresso, o governo Temer estará,

para todos os fins práticos, acabado, podendo a economia voltar a entrar em recessão; se Lula for condenado e não puder concorrer à presidência em 2018, poderá haver grande turbulência. A política, no Brasil atual, está cada vez mais parecida com a guerra, dadas as paixões e ódios que tem suscitado. Por isso, vale a pena usar as reflexões do pensamento militar para analisar a situação do país.

O governo Temer, que acaba de completar um ano, está em pleno ataque, no meio da sua ofensiva do outono de 2017, centrada na referida reforma. Vencerá? Segundo Clausewitz, o grande teórico prussiano da guerra, todos os atacantes descobrem que sua força diminui à medida que se avança. Clausewitz identifica sete fatores que causam o definhamento da força do ataque: (1) a ocupação de território do país inimigo; (2) a necessidade de garantir as linhas de comunicação; (3) as baixas causadas pelo combate e por doenças; (4) a distância das fontes de reposição de tropas e material; (5) cercos e ataques a fortalezas; (6) a redução do esforço moral e físico; e (7) a deserção de aliados.⁵

Se se aplicam os fatores identificados por Clausewitz ao governo Temer, constata-se as enormes dificuldades que tem pela frente: por ser uma presidência decorrente da destituição de Dilma, está, de fato, ocupando território inimigo. Com relação às linhas de comunicação, trata-se, no caso, de comunicação com a sociedade para explicar a reforma da Previdência, quesito em que o governo não tem ido bem. No que toca às baixas, estas, do ponto de vista político, significam perda de popularidade, que tem sido ampla por conta da recessão, do desemprego e da Lava-Jato, podendo cair mais ainda em virtude do repúdio à reforma pela maioria da população. Dado que só se espera uma retomada efetiva da economia em 2018, Temer está longe das fontes de reposição de tropas e material. O governo está atacando fortalezas: os privilégios previdenciários do poderoso funcionalismo público. No que tange ao sexto fator, há uma boa notícia: o governo tem conseguido aumentar, nas últimas semanas, o esforço moral e físico para aprovar a reforma – por meio tanto da persuasão de parlamentares quanto do uso dos tradicionais instrumentos do toma-lá-dá-cá da política brasileira. Por último, sim, tem-se verificado a deserção de aliados: boa parte do PSB não está disposta a votar a favor da reforma. Há, ainda, Renan Calheiros, o líder do partido do presidente no Senado, que está abandonando o barco em nome da sobrevivência do seu clã político em Alagoas.

Clausewitz, todavia, ponderou que a depauperação da força do ataque só faz sentido se considerada em relação à força da defesa. No caso da política brasileira, a defesa é a oposição liderada por Lula e o PT. Por incrível que pareça, apesar de todos os processos e acusações contra Lula, a força da oposição está em momento ascendente, uma vez que a última pesquisa de opinião sobre as eleições presidenciais publicada pelo Datafolha indica que as intenções de voto no grande líder petista cresceram nos últimos meses para um nível próximo de 30%, conferindo-lhe a dianteira no primeiro turno, conquanto permaneça como o candidato com a mais alta taxa de rejeição.

⁵ Para uma excelente leitura das reflexões de Clausewitz sobre o assunto, ver Antulio J. Echevarria II, “Clausewitz: Toward a Theory of Applied Strategy”, *Defense Analysis*, vol. 11, n° 3 (1995): 229-240.

No cômputo geral, o principal aspecto a favor do governo no atual estágio da sua ofensiva outonal é o sexto fator, isto é, o nítido incremento do seu esforço físico e moral para convencer 60% dos congressistas a aprovarem a reforma da Previdência. Porém, a oposição está revigorada com o desempenho de Lula nas pesquisas de opinião, afetando o cálculo dos parlamentares. Ao fim e ao cabo, o governo continua vivo em sua batalha decisiva, contando com boa probabilidade de vitória. Só não se sabe ainda a qualidade da reforma que está para ser aprovada, em função sobretudo da resistência obstinada de setores do funcionalismo público.

Clausewitz concluiu que a maioria dos ataques não leva diretamente ao fim das hostilidades, mas, isto sim, chega a um ponto culminante sob o qual “a força superior do atacante é apenas suficiente para manter a defensiva e esperar pela paz”. Esta passagem se encaixa perfeitamente em Temer, pois está claro que um eventual êxito na reforma da Previdência terá um custo alto no curto prazo, o que implica que, após a batalha, o governo entrará, inevitavelmente, na defensiva. Ou seja, pouco deverá se esperar, em termos de novas reformas, ao longo do segundo ano da atual administração.

Quanto a Lula e seus problemas com a Lava Jato, trata-se de um conflito que não tem fim à vista. Caso condenado na primeira instância pelo juiz Moro, recorrerá ao Tribunal Regional Federal (TRF). Caso este confirme a sentença, Lula pode recorrer ao STJ e ao STF. Tudo isso adentro de 2018. Caso Lula não consiga concorrer, sua condenação pela Justiça será, inevitavelmente, o grande tema da campanha presidencial do ano que vem e por anos a fio. O Brasil já passou por tragédia relativamente semelhante quando do fim da carreira de Getúlio Vargas, que preferiu o suicídio a ser derrotado politicamente por seus adversários. Por isso, para que a atual guerra política possa encontrar um fim, o melhor será ter Lula como candidato, pois, caso venha a ser rechaçado pelas urnas – o que é provável, dada sua alta taxa de rejeição –, sua derrota será definitiva e o país, quiçá, poderá se concentrar em questões mais relevantes para seu futuro.

Octavio Amorim Neto - Professor da EBAPE/FGV

10. Em Foco IBRE: Como os componentes do PIB reagem aos ciclos econômicos

No estudo dos ciclos são analisadas diversas variáveis para a compreensão do funcionamento da economia. Entretanto, o PIB é a principal variável destes estudos, dado que agrega importantes informações em um único indicador. Para uma avaliação mais precisa, a série do PIB deveria ser a mais longa possível e estar disponível preferencialmente em frequência mensal. No entanto, a série oficial do PIB brasileiro, elaborada pelo IBGE, só está disponível em frequência trimestral com início em março de 1980. Pelo lado da demanda, não existem séries trimestrais nos anos anteriores a 1995.

A falta da informação mensal do PIB foi a principal motivação para a elaboração do estudo⁶ que reconstruiu a série de PIB brasileira em frequência mensal, em volume, com informações desde

⁶ CUNHA, Juliana (2017). “Construção de indicador mensal de PIB e componentes para datação de ciclos econômicos: uma análise de janeiro de 1980 a setembro de 2016”. Dissertação de Mestrado. EPGA/FGV. Esta nota baseia-se na dissertação, com atualização das informações até dezembro de 2016.

janeiro de 1980 compatíveis com as informações oficiais das Contas Nacionais, tanto para a oferta como para a demanda. Nessa análise mais desagregada, é possível entender como os ciclos de negócios são formados no Brasil desde 1980.

É importante mencionar que o estudo decorre de uma iniciativa do IBRE/FGV na construção de melhores estatísticas de atividade econômica em alta frequência. Entre elas destaca-se o Monitor do PIB, que estima o PIB brasileiro mensalmente de acordo com a metodologia das Contas Nacionais, desde 2000. O estudo de Cunha (2017) representa uma ampliação da metodologia elaborada pela equipe do Monitor do PIB para o período de 1980 a 1999.

A partir desses dados, esta nota investiga o comportamento dos componentes do PIB durante os períodos recessivos datados pelo CODACE (Comitê de Datação do Ciclo Econômico), que é um comitê de datação de ciclos brasileiro com boa reputação entre os analistas da economia brasileira. O comitê divulga não apenas uma datação trimestral, mas também uma datação mensal das recessões brasileiras desde 1980. Nesta nota utiliza-se a datação mensal como referência.

Além disso, esta nota dá um maior destaque a dois componentes da demanda: a formação bruta de capital fixo (FBCF) e o consumo das famílias.

Uma breve análise dos componentes do PIB durante as recessões brasileiras⁷

Os motores dos ciclos econômicos (*drivers*) são componentes que apresentam forte influência no comportamento da economia, sendo, portanto, fundamentais para a compreensão dos ciclos econômicos. Por este motivo possuem característica pró-cíclica, uma vez que o movimento desses componentes segue a direção do movimento dos ciclos de negócios. A sincronia desses componentes com o PIB faz com que, na maioria das vezes, as taxas de variação apresentem queda em períodos recessivos.

Outro aspecto importante é serem mais voláteis que os demais componentes. É interessante notar que os componentes com maiores participações no PIB, serviços, pelo lado da oferta, e consumo das famílias, pela demanda, não são motores dos ciclos. Ser um dos motores está mais relacionado com a intensidade com que o componente se move do que com o peso deste no PIB.

The driver of the recession is not necessarily the largest share; more likely it is the most volatile. During a recession, there are some components of GDP that decline more sharply than the others. These are the ones that have the greatest volatility. These are likely the drivers. (Leamer, p.45, 2009).⁸

Para analisar os dados brasileiros, correlacionamos as taxas de variação médias mensais de cada componente com o PIB agregado. Para avaliar a volatilidade dos componentes, calculamos o coeficiente de variação (CV) de cada componente. Os resultados são apresentados na Tabela 3.

⁷ Para uma análise mais abrangente ver Cunha (2017).

⁸ LEAMER, Edward (2009) "Macroeconomic patterns and stories". Springer.

Tabela 3: Variação Trimestral Média nos Grandes Setores Durante as Recessões Brasileiras

Período oficial em recessão	Duração em meses	PIB	Agropecuária	Indústria	Serviços	Consumo das Famílias	Consumo do Governo	FBCF	Exportação	Importação
De novembro de 1980 a fevereiro de 1983	28	-0,30%	0,12%	-0,57%	-0,06%	-0,15%	0,18%	-1,31%	0,47%	-1,22%
De março de 1987 a outubro de 1988	20	-0,19%	0,98%	-0,60%	0,09%	-0,59%	0,84%	-0,86%	1,49%	-0,35%
De julho de 1989 a dezembro de 1991	30	-0,29%	0,58%	-0,55%	-0,16%	-0,24%	0,09%	-1,06%	-0,54%	0,45%
De janeiro de 1995 a setembro de 1995	9	-0,66%	-0,03%	-1,27%	-0,27%	-0,49%	-1,53%	-2,07%	0,36%	-0,89%
De novembro de 1997 a fevereiro de 1999	16	-0,16%	0,52%	-0,57%	0,04%	-0,17%	0,17%	-1,03%	0,67%	-2,16%
De janeiro de 2001 a setembro de 2001	9	-0,33%	0,73%	-0,79%	-0,08%	-0,29%	0,27%	-0,67%	0,64%	-2,09%
De novembro de 2002 a junho de 2003	8	-0,17%	-0,24%	-0,57%	-0,06%	0,07%	0,19%	-0,90%	-0,61%	0,19%
De agosto de 2008 a janeiro de 2009	6	-1,02%	-1,26%	-2,36%	-0,30%	-0,11%	0,22%	-2,93%	-3,47%	-3,13%
De março de 2014 ¹ com vale ainda não identificado	34	-0,29%	-0,12%	-0,45%	-0,21%	-0,29%	-0,08%	-0,97%	0,03%	-0,69%
Coefficiente de variação da taxa mensal AsA	-	1,81	2,41	4,60	1,16	2,37	1,78	8,33	2,25	3,10
Correlação da taxa mensal AsA com a taxa mensal AsA do PIB	-	1,00	0,22	0,91	0,90	0,76	0,35	0,85	0,04	0,58

¹ O CODACE não datou mensalmente a recessão iniciada em 2014. Esta informação foi obtida pela datação deste trabalho.

Obs: O crescimento médio mensal da recessão iniciada em março de 2014 é referente ao período de março de 2014 a dezembro de 2016.

Fonte: elaboração própria a partir de informações do IBRE-FGV (CODACE), do IBGE (CNT). Elaboração: IBRE/FGV.

Os dados da Tabela 3 mostram a FBCF, a indústria e a importação como as séries mais voláteis do PIB. Pela análise da correlação dos grandes setores, tanto a indústria como os serviços,⁹ pelo lado da oferta, e a FBCF, pela demanda, lideram a maior sincronia com o PIB. Porém, dentro da indústria, o grande destaque é a indústria de transformação, com maior coeficiente de variação e correlação com o PIB agregado, e, em segundo lugar a construção.

Com relação ao setor de serviços, apesar de a série agregada ter alta correlação com o PIB (resultado esperado devido ao elevado peso do setor no valor adicionado do PIB), os dados desagregados não identificam um comportamento único em períodos recessivos da economia. Isso decorre das características intrínsecas desse setor. Além de possuir elevada heterogeneidade entre os seus componentes, é um setor não comercializável, sendo, portanto, mais atingido quando as causas da recessão são mais internas.

De acordo com a Tabela 4, comércio¹⁰ é a atividade com comportamento mais pró- cíclico, ou seja, com maior sincronia com o PIB e maior volatilidade.

Portanto, podemos concluir que, pelo lado da oferta, os principais motores da economia brasileira são a indústria de transformação, a construção e o comércio. E pela ótica da demanda o grande destaque é a FBCF, que será analisado a seguir.

⁹ O resultado é esperado, por conta do elevado peso do setor no valor adicionado do PIB. Mas, como veremos a seguir, este resultado é muito influenciado pelo comportamento da atividade de comércio.

¹⁰ Por questões metodológicas o comércio é muito correlacionado com a indústria de transformação e importação. Para maiores detalhes ver Cunha (2017).

Tabela 4: Variação Média Mensal dos Serviços Durante as Recessões Brasileiras

Período	Duração em meses	PIB	Serviços	Comércio	Transportes	Serviços de inform.	Interm. financeira	Serviços imobiliários	Outros serviços	APU
De novembro de 1980 a fevereiro de 1983	28	-0,30%	-0,06%	-0,31%	0,30%	1,08%	0,43%	-	-0,10%	0,19%
De março de 1987 a outubro de 1988	20	-0,19%	0,09%	-0,45%	-0,26%	0,93%	0,05%	-	0,53%	0,15%
De julho de 1989 a dezembro de 1991	30	-0,29%	-0,16%	-0,74%	-0,42%	1,20%	-0,30%	-	-0,06%	0,14%
De janeiro de 1995 a setembro de 1995	9	-0,66%	-0,27%	-0,55%	-0,29%	1,96%	-0,72%	-	0,07%	0,14%
De novembro de 1997 a fevereiro de 1999	16	-0,16%	0,04%	-0,72%	-0,58%	1,03%	-0,05%	0,25%	-0,51%	0,32%
De janeiro de 2001 a setembro de 2001	9	-0,33%	-0,08%	-0,40%	-0,73%	0,41%	-0,18%	-0,07%	-0,13%	0,28%
De novembro de 2002 a junho de 2003	8	-0,17%	-0,06%	-0,13%	-0,52%	0,12%	-1,22%	0,28%	-0,20%	0,28%
De agosto de 2008 a janeiro de 2009	6	-1,02%	-0,30%	-1,98%	-2,16%	0,16%	0,82%	-0,25%	-0,05%	0,48%
De março de 2014 ¹ com vale ainda não identificado	34	-0,29%	-0,21%	-0,58%	-0,58%	-0,12%	-0,17%	0,03%	-0,19%	-0,02%
Coefficiente de variação da taxa mensal AsA	-	1,81	1,16	3,53	2,67	0,77	2,51	0,74	1,41	0,72
Correlação da taxa mensal AsA com a taxa mensal AsA do PIB	-	1,00	0,90	0,89	0,60	0,26	0,23	0,54	0,55	0,20

¹ O CODACE não datou mensalmente a recessão iniciada em 2014. Esta informação foi obtida pela datação deste trabalho.

Obs: O crescimento médio mensal da recessão iniciada em março de 2014 é referente ao período de março de 2014 a dezembro de 2016.

Fonte: elaboração própria a partir de informações do IBRE-FGV (CODACE), do IBGE (CNT). Elaboração: IBRE/FGV.

Formação Bruta de Capital Fixo

De extrema importância para a economia, esse componente é o mais sensível da demanda nas crises econômicas. Adicionalmente, essa atividade é composta por desagregações que podem ter comportamento distintos ao longo do ciclo econômico.

Em particular, nos Estados Unidos, o *The Conference Board* desagrega o investimento por diversos tipos, e encontra, por exemplo, que o investimento fixo das empresas é uma variável coincidente da atividade econômica, mas o investimento residencial e o investimento em mercadorias são variáveis antecedentes.

Infelizmente, para o Brasil, a desagregação das Contas Nacionais é bem restrita, o que dificulta a comparação com os dados americanos. Só é possível desagregar em três componentes: máquinas e equipamentos, construção e outros. E, mesmo assim, essa desagregação só está disponível em frequência anual. Uma contribuição do estudo é a construção de séries mensais desses itens de 1980 a 1999, um período em que esses dados do Monitor do PIB não estão disponíveis.

Tabela 5: Variação Média Mensal da FBCF Durante Recessões

Período oficial em recessão	Duração em meses	PIB	FBCF	Máquinas e equipamentos	Construção	Outros
De novembro de 1980 a fevereiro de 1983	28	-0,30%	-1,31%	-2,18%	-0,77%	-0,23%
De março de 1987 a outubro de 1988	20	-0,19%	-0,86%	-1,35%	-0,65%	0,57%
De julho de 1989 a dezembro de 1991	30	-0,29%	-1,06%	-1,15%	-0,88%	-0,13%
De janeiro de 1995 a setembro de 1995	9	-0,66%	-2,07%	-2,53%	-1,19%	-0,05%
De novembro de 1997 a fevereiro de 1999	16	-0,16%	-1,03%	-2,07%	-0,31%	-0,40%
De janeiro de 2001 a setembro de 2001	9	-0,33%	-0,67%	-1,97%	-0,20%	0,07%
De novembro de 2002 a junho de 2003	8	-0,17%	-0,90%	-0,82%	-1,17%	-0,50%
De agosto de 2008 a janeiro de 2009	6	-1,02%	-2,93%	-5,20%	-1,80%	-0,53%
De março de 2014 ¹ com vale ainda não identificado	34	-0,29%	-0,97%	-1,66%	-0,71%	-0,42%
Coefficiente de variação da taxa mensal AsA	-	1,81	8,48	10,26	6,59	2,26
Correlação da taxa mensal AsA com a taxa mensal AsA do PIB	-	1,00	0,85	0,82	0,75	0,49

¹ O CODACE não datou mensalmente a recessão iniciada em 2014. Esta informação foi obtida pela datação deste trabalho.

Obs: O crescimento médio mensal da recessão iniciada em março de 2014 é referente ao período de março de 2014 a dezembro de 2016.

Fonte: elaboração própria a partir de informações do IBRE-FGV (CODACE), do IBGE (CNT). Elaboração: IBRE/FGV.

Com cerca de 20% do PIB, a FBCF tem significativa influência nos ciclos econômicos, sendo o componente mais volátil do PIB (CV de 8,48). Seus componentes de máquinas e equipamentos e construção são os principais determinantes para a FBCF ser motor de ciclos. Mesmo sendo motor do crescimento, a FBCF tem um comportamento particular durante as recessões quando estas terminam. Além de o ambiente de incerteza ser ainda persistente quando a recessão acaba, em geral há capacidade ociosa na economia, o que faz com que os investidores só voltem a efetivamente a investir após a diminuição desta, através do aumento da atividade econômica.

Em geral, os demais motores dos ciclos econômicos tendem a reagir mais rapidamente ao final da recessão.

Consumo das Famílias

Devido à falta de dados em alta frequência para análise desse componente desde 1980 e à sua importância no PIB, finalizaremos esta nota com uma breve análise do consumo das famílias.

O consumo das famílias não é tão suscetível a choques como a FBCF, dado que os serviços representam cerca de 50% do componente e tendem a ser uma das últimas variáveis a se retrair em recessões.

Tabela 6: Variação Média Mensal do Consumo das Famílias Durante Recessões

Período oficial em recessão	Duração em meses	PIB	Consumo das famílias	Bens não duráveis	Bens duráveis	Serviços
De novembro de 1980 a fevereiro de 1983	28	-0,30%	-0,15%	0,19%	-1,87%	0,14%
De março de 1987 a outubro de 1988	20	-0,19%	-0,59%	-0,88%	-1,04%	0,31%
De julho de 1989 a dezembro de 1991	30	-0,29%	-0,24%	0,02%	-0,55%	0,07%
De janeiro de 1995 a setembro de 1995	9	-0,66%	-0,49%	0,12%	0,18%	-0,66%
De novembro de 1997 a fevereiro de 1999	16	-0,16%	-0,17%	-0,15%	-2,27%	0,07%
De janeiro de 2001 a setembro de 2001	9	-0,33%	-0,29%	-0,26%	-2,01%	-0,25%
De novembro de 2002 a junho de 2003	8	-0,17%	0,07%	-0,35%	-1,72%	0,37%
De agosto de 2008 a janeiro de 2009	6	-1,02%	-0,11%	0,59%	-2,28%	0,02%
De março de 2014 ¹ com vale ainda não identificado	34	-0,29%	-0,29%	-0,21%	-1,04%	-0,14%
Coeficiente de variação da taxa mensal AsA	-	1,81	2,37	2,75	5,86	1,24
Correlação da taxa mensal AsA com a taxa mensal AsA do PIB	-	1,00	0,76	0,48	0,71	0,52

¹ O CODACE não datou mensalmente a recessão iniciada em 2014. Esta informação foi obtida pela datação deste trabalho.

Obs: O crescimento médio mensal da recessão iniciada em março de 2014 é referente ao período de março de 2014 a dezembro de 2016.

Fonte: elaboração própria a partir de informações do IBRE-FGV (CODACE), do IBGE (CNT). Elaboração: IBRE/FGV.

Nas nove recessões brasileiras desde 1980, o consumo de serviços cresceu em seis. Este comportamento deve-se ao fato de que em geral as famílias, em situações de crises, adiam a troca/compra do automóvel (consumo de bens duráveis) em vez de cortar gastos com saúde, educação, etc. (consumo de serviços). Essa constatação confirma a evidência internacional¹¹ de que as indústrias de bens duráveis e de capital têm reações mais correlacionadas com o ciclo econômico do que as indústrias de não duráveis e o setor de serviços, que têm sensibilidade menor ao ciclo de negócios.

Juliana Cunha e Silvia Matos

Revisão Editorial do Boletim Macro IBRE: Fernando Dantas

¹¹ ABEL, Andrew; BERNANKE, Ben e CROUSHORE, Dean (2008) "Macroeconomia". 6ª edição, Editora Pearson.

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

Manoel Carlos de Castro Pires

Marcel Balassiano

Mauricio Canêdo Pinheiro

Paulo Lins

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

Equipe Permanente

Armando Castelar Pinheiro, Bruno Ottoni Vaz, José Júlio Senna, Julio Mereb, Lia Valls Pereira, Lívio Ribeiro, Samuel Pessôa, 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 19 de maio de 2017. 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.