

## Vai Piorar Antes de Melhorar

Existem poucas certezas no mar enevoado em que navega a economia brasileira. Um dos pontos sobre os quais há poucas dúvidas é que o ambiente econômico, que já não está bom, ainda vai piorar antes de melhorar. Outro, que, apesar do quadro geral desanimador, há no ar sinais de que em algumas áreas o desempenho tem se revelado menos ruim do que se previa não faz muito tempo. Aspectos desses dois traços da nossa economia são explorados nesta edição do Boletim IBRE.

Do ponto de vista do nível de atividade, por exemplo, nossa equipe estima que a queda do PIB no segundo trimestre deste ano será da ordem de 2,1% em relação ao primeiro, quando se usa a métrica do indicador dessazonalizado. Combinada com um desempenho também fraco no trimestre em curso, essa contração levará a uma redução de 2,6% no PIB do ano como um todo, estimativa um pouco pior do que a de um mês atrás. O nível de confiança ineditamente baixo dos agentes econômicos e a piora no mercado de trabalho — a PME de julho apontou para uma taxa de desemprego de 7,5%, ou 2,6 pontos percentuais acima da de julho de 2014 — nos ajudam a entender o péssimo desempenho esperado para este ano. O carregamento estatístico, por sua vez, ajuda a explicar a queda de 0,5% do PIB projetada para 2016, configurando dois anos consecutivos de contração após a virtual estagnação de 2014. Mas, destaque-se, os modelos desenvolvidos no IBRE indicam que ao longo do próximo ano o nível de atividade iniciará uma trajetória ascendente, embora tímida.

A queda da arrecadação de tributos é uma das principais consequências do atual estado recessivo, com os resultados se mostrando bastante aquém do esperado e desejável. Como os impostos no país são por natureza pró-cíclicos, característica acentuada pela política de desoneração da folha, a redução no nível de atividade os atinge desproporcionalmente mais, tornando o ajuste fiscal ainda mais difícil e problemático. Não são poucos os analistas que, nesse contexto, advogam uma estratégia que contemple crescimento mais rápido e imediato como alternativa de política econômica. Não está claro, porém, qual seria essa estratégia, especialmente ao se levar em conta que um dos objetivos de primeira ordem da política econômica macro atualmente sendo seguida é a redução da inflação que, claramente, ficaria prejudicado por mudanças de curso visando retomada imediata do nível de atividade.

Como todo ajuste fiscal como o proposto implica redução de emprego e renda — especialmente em um momento em que a inflação ainda elevada corrói o poder de compra das remunerações, adicionando combustível à insatisfação dos agentes econômicos — as vozes contra o ajuste ganham força. Mas a curto prazo não existe resposta fácil para essas preocupações, mormente quando se leva em conta a pressão pela aprovação no Congresso de medidas que implicam aumento de gastos a médio e longo prazo, dificultando o ajuste em horizonte mais largo que o de um ou dois anos. Nesse meio tempo e no curtíssimo prazo, como não se espera redução da inflação, a tendência é que a pressão por mudanças no curso da política econômica aumente,

reforçando a necessidade de cautela e persistência por parte dos formuladores e executores das políticas públicas.

As perspectivas da inflação para o próximo ano, no entanto, são positivas, em comparação ao aumento esperado dos preços ao consumidor em 2015, que chegará praticamente à casa dos dois dígitos em dezembro próximo. Isso, a menos de surpresas advindas da extensão e duração da desvalorização cambial. Até o momento não existem sinais muito evidentes de repasse da desvalorização para os preços dos insumos, um dos principais canais de difusão da mudança cambial para os preços. Mas nossos analistas alertam que essa difusão normalmente é lenta e depende da duração e intensidade da desvalorização. Resta aguardar e torcer.

Outra área em que as perspectivas para este ano estão melhores do que se imaginava há até bem pouco tempo é o setor externo, onde a combinação de desvalorização cambial e redução do nível de atividade vão fazer com que o saldo comercial seja maior do que se imaginava. Com isso, reduz-se o déficit em conta corrente e a necessidade de financiamento externo, resultado particularmente importante em uma fase em que a perda do grau de investimento é uma possibilidade concreta.

Um outro ponto importante é a proeminência que vem ganhando a construção de uma agenda positiva, com a formulação, ainda em fase embrionária, de propostas de mudanças legislativas de grande alcance a médio e longo prazo em áreas em que, na ausência de mudanças, a evolução da tendência ao longo do tempo levará a um impasse nas contas públicas, pela exaustão das fontes de financiamento. Uma área crítica candidata a mudanças substantivas é a da previdência e assistência social onde, se adotadas mudanças, estará justificado o bordão de que crises geram oportunidades. Se saberemos ou conseguiremos aproveitá-las é algo que transcende o âmbito de um Boletim como o nosso.

Dito isso, um resumo de alguns destaques desta edição inclui os seguintes:

- A manutenção do baixo nível de confiança empresarial e a piora recente no mercado de trabalho indicam contração do PIB em 2015 maior do que a prevista há apenas um mês. A próxima divulgação do PIB deve mostrar uma retração da atividade econômica de 2,1% no segundo trimestre deste ano. Além disso, a estrutura trimestral do crescimento observado e projetado para 2015 indica que o aprofundamento da recessão sofrida este ano se deu durante o primeiro semestre. [\(Seção 1\)](#)
- O segundo semestre de 2015 começa com poucas novidades nos níveis de confiança do IBRE. Em julho, o Índice de Confiança do Consumidor caiu 2,3%, o maior recuo desde março, e o Índice de Confiança das Empresas perdeu 1,7%, na terceira queda consecutiva. Embora o ritmo de redução da confiança dos últimos meses tenha sido menos intenso do que o observado no primeiro trimestre do ano, os resultados ainda estão longe de permitir avaliação favorável, por algumas razões, uma delas sendo a de que as expectativas, que deveriam antecipar uma mudança de tendência, continuam apontando para baixo. [\(Seção 2\)](#)

- A taxa de desemprego de 7,5% reportada na PME de julho reflete contração da população ocupada e elevação mais acentuada da população economicamente ativa. Isso decorreu da deterioração da massa de rendimentos do trabalho dos últimos meses, que força mais pessoas a entrarem no mercado do trabalho para recompor o orçamento familiar. Em relação à população ocupada, observam-se dois aspectos importantes: (i) a desaceleração do crescimento da parcela formal, compensada por avanço do número de trabalhadores por conta própria e de empregadores a partir do fim de 2014; e (ii) a “substituição parcial” de empregos de maior salário pelos de menor salário, mas com a crise já alcançando os estratos mais baixos de renda. [\(Seção 3\)](#)
- No que toca à inflação, registra-se que até o presente não há sinais de que essa esteja se curvando à recessão, constatação especialmente verdadeira para os serviços livres: nos 12 meses até julho, os preços dessa cesta acumularam alta média de 8,46%, superior aos 8,32% observados ao longo de 2014. A explicação para essa resistência não é óbvia, mas pode estar parcialmente associada ao repasse dos custos da energia elétrica. Mas tomando-se a média das taxas em 12 meses do trimestre encerrado em julho e comparando-a com o resultado deste mesmo cálculo feito com as taxas do mesmo trimestre do ano passado pode-se afirmar que os serviços estão se desacelerando à razão de 0,3 ponto percentual ao ano. O recuo, não há como negar, é quase imperceptível e poderia ser confundido com um ruído estatístico. Mas ao longo de 2016 deve ocorrer uma desaceleração que deverá superar um ponto percentual, na interpretação dos nossos analistas. [\(Seção 4\)](#)
- Nosso analista da política monetária relembra que na última reunião do Copom os dirigentes do Banco Central sinalizaram que o ciclo de alta de taxa de juro havia chegado ao fim, sendo necessária a manutenção do novo patamar da taxa Selic por “período suficientemente prolongado”, de maneira a assegurar a convergência da inflação para a meta no final de 2016. Na ata do encontro, os dirigentes acrescentaram ser preciso manter-se “vigilante em casos de desvios significativos das projeções de inflação em relação à meta”. Seria possível concluir daí que não está totalmente eliminada a possibilidade de nova elevação da taxa Selic — algo que poderia ocorrer na hipótese de, mais adiante, os resultados dos modelos utilizados pelo Banco Central registrarem números significativamente mais altos que a desejada inflação de 4,5% no final do próximo ano. [\(Seção 5\)](#)
- Na parte referente à política fiscal, nossos analistas enfatizam as dificuldades a serem enfrentadas este ano, especialmente devido à redução das receitas administradas pela Secretaria da Receita Federal, onde parte dos resultados pode ser explicada pelo fraco desempenho das receitas previdenciárias. Além do elevado custo representado pela política de desoneração da folha de salários, a arrecadação da Previdência vem sofrendo também os efeitos do mercado de trabalho. Um fator adicional é que as demissões que vêm ocorrendo têm se concentrado em empregos de maiores salários, reduzindo ainda mais a base de tributação. [\(Seção 6\)](#)
- No setor externo destaca-se o resultado da balança comercial até julho, que acumulou superávit de US\$ 4,6 bilhões devido, especialmente, ao recuo no déficit da conta petróleo e derivados, de US\$ 9,9 bilhões para US\$ 3,8 bilhões entre janeiro e julho de 2014 e 2015. Em relação aos demais produtos, o superávit, nessa mesma base de comparação, caiu de US\$ 9

bilhões para US\$ 8,4 bilhões. Além do esperado impulso nas exportações, via desvalorização do real, a análise desta seção sugere que a melhora da balança comercial deverá continuar dependente da conta petróleo e da queda do nível de atividade. Destaque-se que, até julho, sobressai no grupo de manufaturas o aumento das exportações de aviões (que tem pouca relação com o câmbio), automóveis e laminados. [\(Seção 7\)](#)

- Nosso Panorama Internacional destaca que após mais de seis anos e meio em praticamente zero, há grande expectativa de que o Fed inicie um ciclo de alta de sua taxa básica de juros neste segundo semestre de 2015. Após analisar fatores que complicam a alta do juro neutro nos EUA, nosso analista conclui que essa elevação será lenta, o que tornará também lenta a subida dos juros efetivos. [\(Seção 8\)](#)
- O analista convidado desta edição do Boletim, Bráulio Borges, tece comentários sobre o instigante tema da venda de ativos como parte da estratégia de assegurar a sustentabilidade da dívida pública. [\(Seção 9\)](#)
- A seção Em Foco, finalmente, é de autoria de Maurício Canedo Pinheiro. Nela o autor faz considerações sobre o setor de petróleo e gás e a política de conteúdo local. [\(Seção 10\)](#)

***Regis Bonelli, Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos***

## 1. Atividade Econômica

### PIB Brasileiro Contrairá 2,6% em 2015

A manutenção do baixo nível de confiança da indústria e a piora recente no mercado de trabalho indicam que a contração do PIB em 2015 será de 2,6%. A próxima divulgação do PIB deve mostrar uma retração da atividade econômica de 2,1% no segundo trimestre deste ano.<sup>1</sup> Além disso, a estrutura trimestral do crescimento projetado para 2015 indica que o aprofundamento da recessão sofrida este ano se deu durante o primeiro semestre: na próxima divulgação do PIB, a contração no primeiro trimestre de 2015 deve ser revisada do atual valor de 0,2% para uma de 0,7%.

As séries econômicas ajustadas sazonalmente são tipicamente revistas a cada divulgação, por atualização das estimativas dos

fatores sazonais. Durante recessões econômicas essas revisões tendem a ser ainda maiores, o que faz necessária redobrada cautela na interpretação dos números. Esse fenômeno acontece porque o procedimento de ajuste sazonal incorpora projeções de cada uma das séries ajustadas para estimar toda a história de fatores sazonais. A projeção é feita usando somente a série histórica do indicador ajustado, e, portanto, desconsidera o comportamento de todas as outras variáveis da economia. Como durante as recessões as séries individuais dificilmente se comportam de acordo com o seu padrão histórico médio, as projeções usadas para cálculo dos fatores de ajuste sazonal se mostram menos acertadas do que de costume. Consequentemente, as séries ajustadas sofrem revisões ainda mais significativas do que em tempos normais.

**Tabela 1: Taxas de Crescimento no Segundo Trimestre de 2015**  
(tst, com ajuste sazonal e acum. no ano)

Atividades	2T2015/1T2015	2015/2014
Consumo das famílias	-1.2%	-1.5%
Consumo do governo	-0.4%	-1.6%
Formação bruta de capital fixo	-8.4%	-11.3%
Exportação	6.4%	4.4%
Importação	-10.0%	-10.5%
<b>PIB</b>	<b>-2.1%</b>	<b>-2.6%</b>
<b>Agropecuária</b>	<b>-1.6%</b>	<b>2.8%</b>
<b>Indústria</b>	<b>-4.3%</b>	<b>-4.4%</b>
Extrativa	-0.2%	9.2%
Transformação	-3.8%	-7.9%
Construção civil	-6.2%	-5.8%
Eletricidade	-4.0%	-8.3%
<b>Serviços</b>	<b>-0.9%</b>	<b>-1.7%</b>
Comércio	-3.2%	-6.6%
Transporte	-0.8%	-4.7%
Serviços de informação	-0.9%	1.3%
Intermediação financeira	-0.6%	-1.1%
Outros serviços	-1.1%	-1.9%
Aluguéis	0.7%	3.4%
Administração pública	-0.1%	-1.2%

Fontes: IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV

<sup>1</sup> O Monitor do PIB (IBRE/FGV) também indica uma queda de 2,1% do PIB no segundo trimestre em relação ao primeiro trimestre. Ver relatório em <http://portalibre.fgv.br/>.

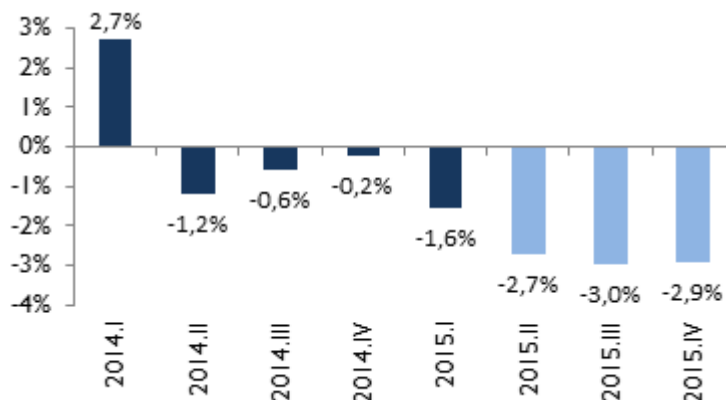


Por essa razão, quando são incorporadas todas as projeções para o crescimento do PIB até o final de 2016, a contração durante o primeiro trimestre de 2015 será revisada para 1,3% e a retração do segundo trimestre será revisada também para 1,3%.<sup>2</sup> Nesse sentido, o conjunto de informações hoje sugere que a percepção de que o aprofundamento da recessão de 2015 só começou no segundo trimestre do ano está errada: ele já é significativo desde o primeiro trimestre e sua intensidade deve ter sido igual nos dois períodos.

Como mostra a Tabela 1, a contração econômica no segundo trimestre foi generalizada: todas as atividades industriais (e quase todas as de serviços) se contraíram, assim como todos os componentes da demanda interna e as importações. Em taxas interanuais, como assinala o Gráfico 1, o pico da recessão será atingido durante o terceiro trimestre deste ano. Este resultado é derivado de uma acentuação da piora no mercado de trabalho, que deve diminuir ainda mais a demanda por

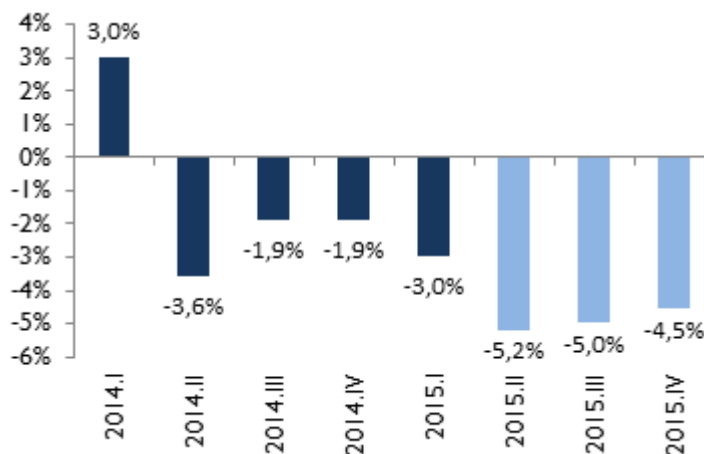
serviços. Apesar de – como é possível inferir a partir do Gráfico 2 – a taxa interanual de contração da indústria diminuir levemente no terceiro trimestre, na comparação com o segundo, a contração do setor de serviços deve se aprofundar. O recuo interanual esperado para o setor de serviços está no Gráfico 3.

**Gráfico 1: Taxas de Crescimento Interanual do PIB**



Fontes: IBGE e IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV (dados projetados em azul claro)

**Gráfico 2: Taxa Interanual de Crescimento do PIB da Indústria**

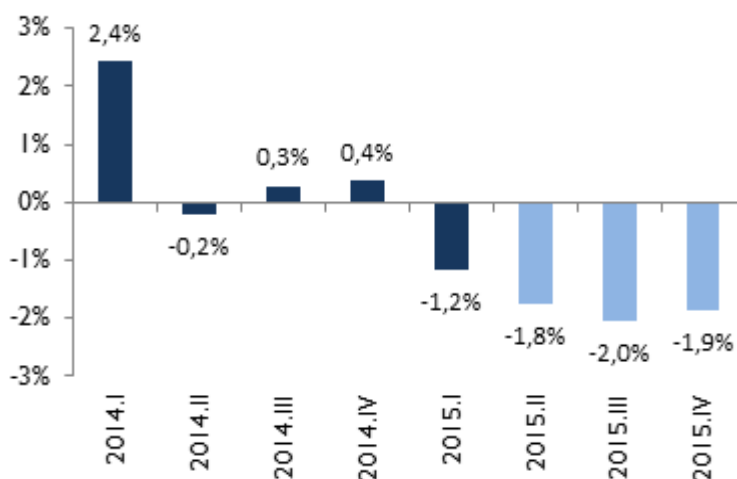


Fontes: IBGE e IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV (dados projetados em azul claro)

<sup>2</sup> A cada nova divulgação do PIB as taxas de crescimento com ajuste sazonal dos dados já disponíveis são revisadas. Em particular, a taxa de crescimento do primeiro trimestre deverá ser reduzida para -0,7% (tst) ante -0,2%, na divulgação do PIB do segundo trimestre de 2015. Quando for divulgado o PIB do último trimestre de 2016, estima-se que a taxa de crescimento do primeiro trimestre de 2015 será reduzida para -1,3%.

Os indicadores de confiança ainda sugerem a manutenção da demanda interna em níveis bastante reduzidos. Consequentemente, esperamos um aprofundamento da contração interanual dos indicadores da Pesquisa Mensal do Comércio, no conceito ampliado. Tomando-se as projeções de hoje do crescimento em 2015 e 2016, a demanda interna, como proporção do PIB, deve voltar aos níveis observados no final de 2010.

**Gráfico 3: Taxa Interanual de Crescimento do PIB de Serviços**



Fontes: IBGE e IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV (dados projetados em azul claro)

A Tabela 2 indica que a contração do PIB em 2016 será de 0,5%. A taxa média de crescimento trimestral de 2016, ajustada sazonalmente, é de 0,2%. Portanto, a queda do PIB no próximo ano refletirá o carregamento estatístico negativo de 2015. Esse cenário contempla a moderação da contração da indústria e uma recuperação muito lenta do setor de serviços. Deste modo, é possível afirmar que a saída da recessão significará a entrada num processo de estagnação, mais do que num processo de aceleração do crescimento.

Apesar de não ser quantitativamente relevante para o PIB agregado, o setor de eletricidade pode até aumentar o seu valor adicionado com a diminuição na demanda de energia (os efeitos desse ajuste são de, no máximo, 0,2 ponto percentual na taxa de crescimento do PIB anual). Como é possível inferir a partir do Gráfico 4, a produção de energia hidráulica e térmica acumulada em 12 meses tem caído consideravelmente: em julho de 2015, ela está no patamar observado no quarto trimestre de 2013, quando seu valor adicionado (mensurado

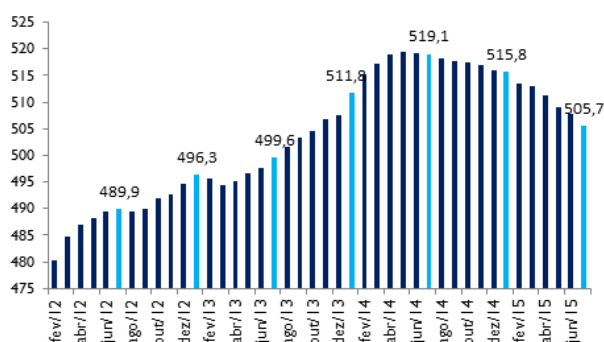
Tabela 2: Crescimento do PIB em 2016	
Atividades	2016/2015
Consumo das famílias	-0.6%
Consumo do governo	-0.7%
Formação bruta de capital fixo	-6.8%
Exportação	2.2%
Importação	-10.9%
<b>PIB</b>	<b>-0.5%</b>
Agropecuária	2.4%
Indústria	-1.0%
Serviços	-0.2%

Fontes: IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV

nas Contas Nacionais) era 8,2% maior do que aquele observado entre o terceiro trimestre de 2014 e o segundo de 2015 (incorporando uma estimativa para este último valor). O valor adicionado dessa atividade diminuiu, de 2013 para 2015, em virtude de um aumento na participação da geração térmica sobre a geração hidráulica e termelétrica. A geração térmica, mais cara, adiciona menos valor por unidade produzida do que a geração hidráulica. Portanto, mesmo diminuindo a quantidade total de energia produzida, é possível aumentar o seu valor adicionado. Como mostra

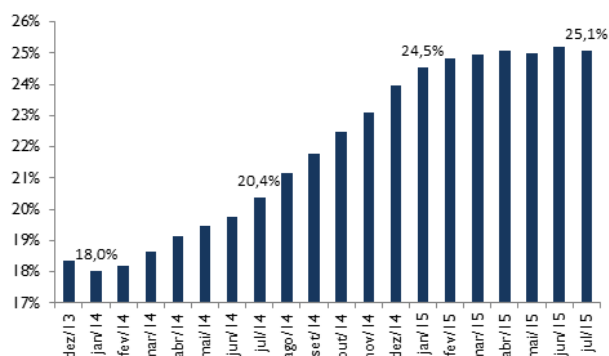
o Gráfico 5, essa participação subiu de 18,3% em dezembro de 2013 para 25,1% em julho deste ano. Logo, uma diminuição no consumo de energia que reduza o total de energia produzida pode ser benéfica para a geração de valor no setor.

**Gráfico 4: Produção de Energia Térmica e Hidráulica**  
(acumulada em 12 meses, em milhares de GWh)



Fonte: ONS. Elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 5: Proporção da Geração de Energia Térmica**  
(acumulada em 12 meses sobre o total de energia gerada;  
hidráulica e térmica)



Fonte: ONS. Elaboração: IBRE/FGV.

## Conclusão

A recuperação econômica após a atual recessão deve ser diferente das retomadas pelas quais a economia brasileira passou nos últimos anos. O país se manterá em recessão por um tempo mais prolongado, sem que seja ainda possível vislumbrar com clareza o período de recuperação. Ainda não se materializaram, em indicadores quantitativos ou qualitativos, quaisquer sinais de retomada. Deste modo, há ainda muita incerteza em relação ao momento em que o processo recessivo terminará.

*Silvia Matos e Vinícius Botelho*

## 2. Expectativas de Empresários e Consumidores<sup>3</sup>

### Clima Ainda Nebuloso

O segundo semestre de 2015 começa com poucas novidades nos níveis de confiança dos agentes econômicos. Em julho, o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) caiu 2,3%, o maior recuo desde março, e o Índice de Confiança das Empresas (ICE) perdeu 1,7%, na terceira queda consecutiva.

Embora o ritmo de redução da confiança dos últimos meses tenha sido menos intenso do que o observado no primeiro trimestre do ano, os resultados ainda estão longe de permitir avaliação favorável. Primeiro, porque tanto o ICC quanto o ICE estão em seus menores níveis históricos. Segundo, porque as expectativas, que deveriam antecipar uma mudança de tendência, continuam apontando para baixo.

<sup>3</sup> O autor agradece a colaboração de Vitor Vidal Velho.



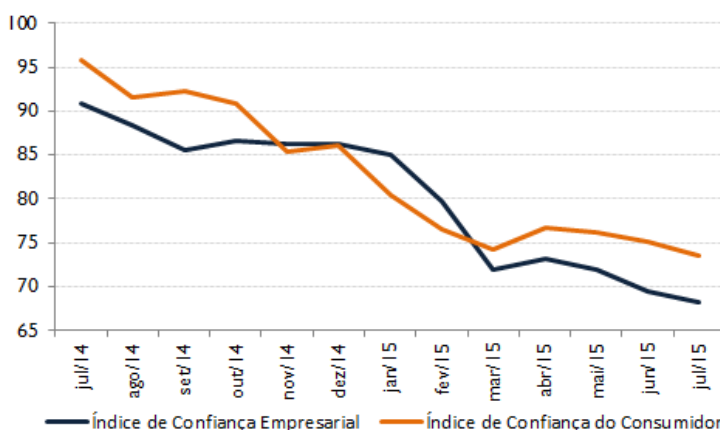
As expectativas retratam consumidores preocupados com a potencial deterioração das finanças familiares e bastante comedidos ao planejar novos gastos. Entre os fatores a influenciar esta postura estão i) o grau de pessimismo com a evolução do mercado de trabalho nos seis meses seguintes, um dos quatro maiores das 117 observações da série iniciada em dezembro de 2005; e ii) as previsões ascendentes para a inflação nos 12 meses seguintes, que saltaram de 7,2% em janeiro, para 9,7%, em julho. Em relação a este último ponto, considerando-se o comportamento historicamente

*backward looking* das previsões do consumidor, parece haver algum espaço para contenção do pessimismo com uma comunicação bem-feita à população sobre as expectativas de especialistas e do mercado em geral em relação à inflação. Desde maio, ao contrário do consumidor, estas vêm apresentando tendência declinante para o mesmo horizonte de tempo.

Entre as empresas, somente a indústria registrou alta da confiança em julho. O avanço de 1,5% do ICI, após recuo de 20,7% nos cinco meses anteriores, é insuficiente para sinalizar um ponto de virada, mas chama atenção para aspectos a serem monitorados daqui por diante.

Do lado desfavorável, o setor continua registrando níveis de estoques elevados e margens de lucro comprimidas pela retirada de estímulos fiscais, majoração de tarifas e enfraquecimento da demanda. Operando com o maior nível de ociosidade desde abril de 2009, a indústria, na média, não vê perspectivas de recuperação consistente até o final do ano. O fator que pode contrabalançar este cenário negativo, ainda que parcialmente, são os efeitos do câmbio mais desvalorizado sobre a competitividade do setor.

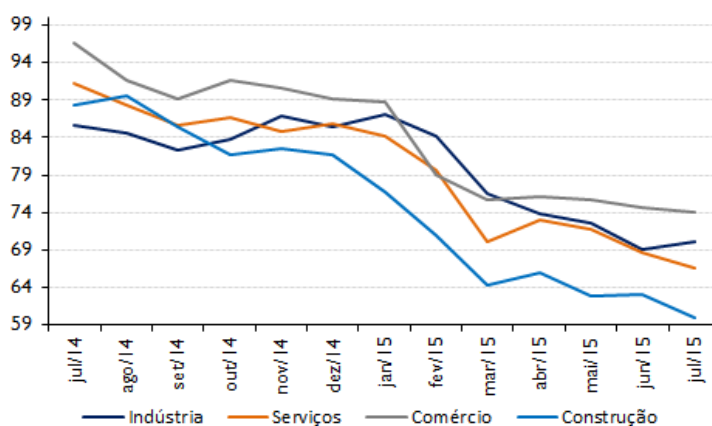
**Gráfico 6: Índices de Confiança Empresarial\* e do Consumidor**  
(Índices de base fixa: média dos últimos 5 anos =100, com ajuste sazonal)



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

**Gráfico 7: Índices de Confiança Setoriais**

(Índices de base fixa: média dos últimos 5 anos =100, com ajuste sazonal)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV

Como mostra o Gráfico 8, a confiança das empresas que exportam mais de 50% do que faturam começou a subir nos últimos meses, depois de o ensaio de alta ao final do ano passado ter sido atropelado pelo forte desaquecimento interno do primeiro semestre. Historicamente, esse indicador vem mostrando perfil antecedente em relação à evolução do quantum exportado.<sup>4</sup>

Em síntese, o cenário para os próximos meses inclui muitos fatos com potencial impacto negativo sobre a confiança dos agentes, como a divulgação de números desfavoráveis do PIB, mercado de trabalho enfraquecido, inflação elevada e persistência de tensões no ambiente político. Nessas condições, é pouco provável que os indicadores avancem ao longo do terceiro trimestre. Na virada do ano, com perspectivas um pouco mais favoráveis para a economia ao longo de 2016, as chances de avanço aumentariam. Mas qualquer construção de cenário neste momento está bastante condicionada ao apaziguamento do ambiente político.

*Aloísio Campelo Jr.*

### 3. Mercado de Trabalho

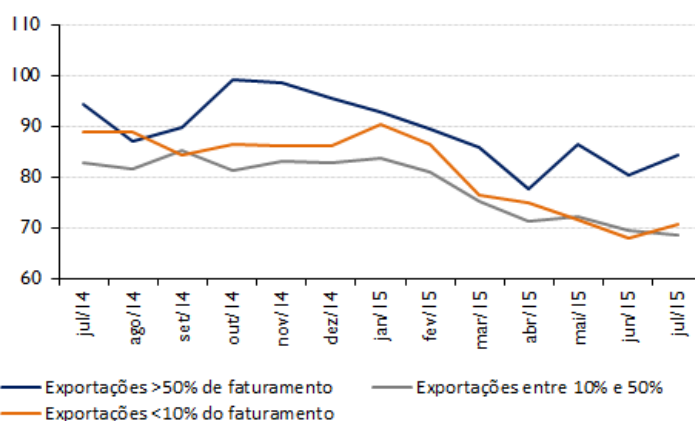
#### Formalização Se Desacelera

A taxa de desemprego de julho da PME, de 7,5%, reflete a contração da população ocupada (PO), mas também uma elevação mais acentuada da população economicamente ativa (PEA), em decorrência da deterioração da massa de rendimentos do trabalho dos últimos meses, que está forçando mais pessoas a entrarem no mercado do trabalho para recompor seu orçamento. Em relação à evolução da PO, observam-se dois aspectos importantes: (i) a desaceleração do crescimento da PO formal (não apenas na PME, mas também nas outras pesquisas do IBGE e do Ministério do Trabalho, como mostrado no último Boletim) compensada por um avanço do número de trabalhadores por conta própria e de empregadores a partir do fim de 2014; e (ii) a “substituição parcial” de empregos de maior salário pelos de menor salário, mas com a crise já alcançando os estratos de renda mais baixos.

O primeiro deles pode ser visualizado no Gráfico 9, que utiliza os dados da PNAD Contínua, de abrangência nacional.<sup>5</sup> O crescimento dos trabalhadores do setor privado com carteira assinada

**Gráfico 8: Confiança Industrial por Participação das Exportações nas Vendas**

(Índices de base fixa: média dos últimos 5 anos = 100, com ajuste sazonal)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV

<sup>4</sup> Com lag de quatro meses em relação ao quantum exportado de manufaturados medido como variação interanual.

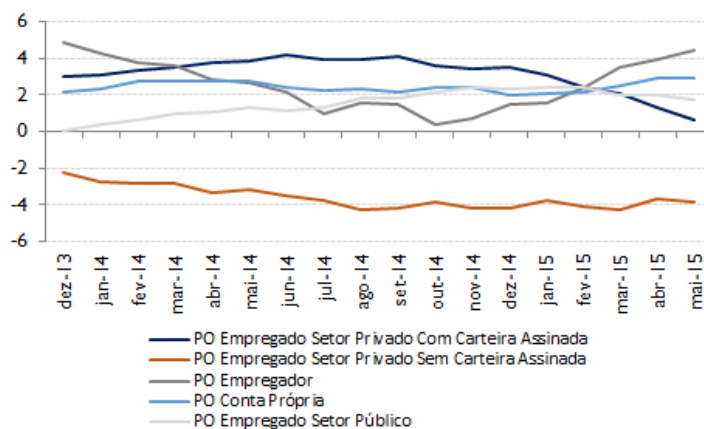
vinha se mantendo próximo de 4% até meados de 2014. A partir do fim do ano passado observa-se uma desaceleração rápida do aumento de emprego entre os formais, como reflexo da piora econômica. Paralelamente, o crescimento dos conta própria, que se situava em torno de 2%, acelerou a partir do fim de 2014, junto com o crescimento dos empregadores. Por sua vez, o decréscimo constante do número dos sem carteira assinada mostra que este tipo de trabalhador está

desaparecendo, o que indica um movimento estrutural ainda em curso. No entanto, a dificuldade de se obter um emprego formal, aliada ao aumento do contingente de trabalhadores por conta própria e de empregadores, pode indicar tanto uma mudança estrutural em curso (aumento de trabalhadores contratados como Pessoas Jurídicas - PJs ou Microempreendedores Individuais, MEI) como uma piora conjuntural. Neste último caso, induzindo pessoas a buscarem algum “bico” para enfrentar a perda da massa de rendimentos familiares.

O segundo aspecto pode ser visualizado no Gráfico 10. No mercado formal, os dados confirmam a queda abrupta de empregos celetistas, atingindo um saldo acumulado em 12 meses de -730 mil postos de trabalho em junho de 2015. Como os dados do saldo líquido de empregos estão divididos por faixas de salário mínimo, é possível notar que os desligamentos das faixas salariais acima de dois salários mínimos foram crescendo gradualmente desde o fim de 2012 e se acentuaram a partir de meados de 2014. A contração dos empregos situados na faixa de um a dois salários mínimos ocorreu com mais força no fim de 2014 e no início de 2015.

Esses resultados mostram que, mesmo com a valorização do salário mínimo empurrando trabalhadores situados nas faixas mais elevadas de remuneração para as mais baixas, as empresas já vinham gradualmente enxugando seu quadro de funcionários, demitindo inicialmente trabalhadores mais bem remunerados, como forma de contenção de custos. Com o agravamento da crise, as demissões se alastraram para cargos inferiores, “sobrando” vagas apenas para aqueles que ganham no máximo um salário mínimo. Na comparação entre setores, a construção já não apresenta saldo positivo de empregos para nenhum grupo salarial e a indústria caminha também neste sentido, com contratações apenas na faixa de até um salário mínimo. Por sua vez, comércio e serviços, intensivos em mão de obra barata, já apresentam redução das contratações do grupo de um a dois salários mínimos, com manutenção apenas das contratações até um salário mínimo.

**Gráfico 9: Crescimento (em %) da PO por Vínculo**  
(média 12 meses x 12 meses anteriores)

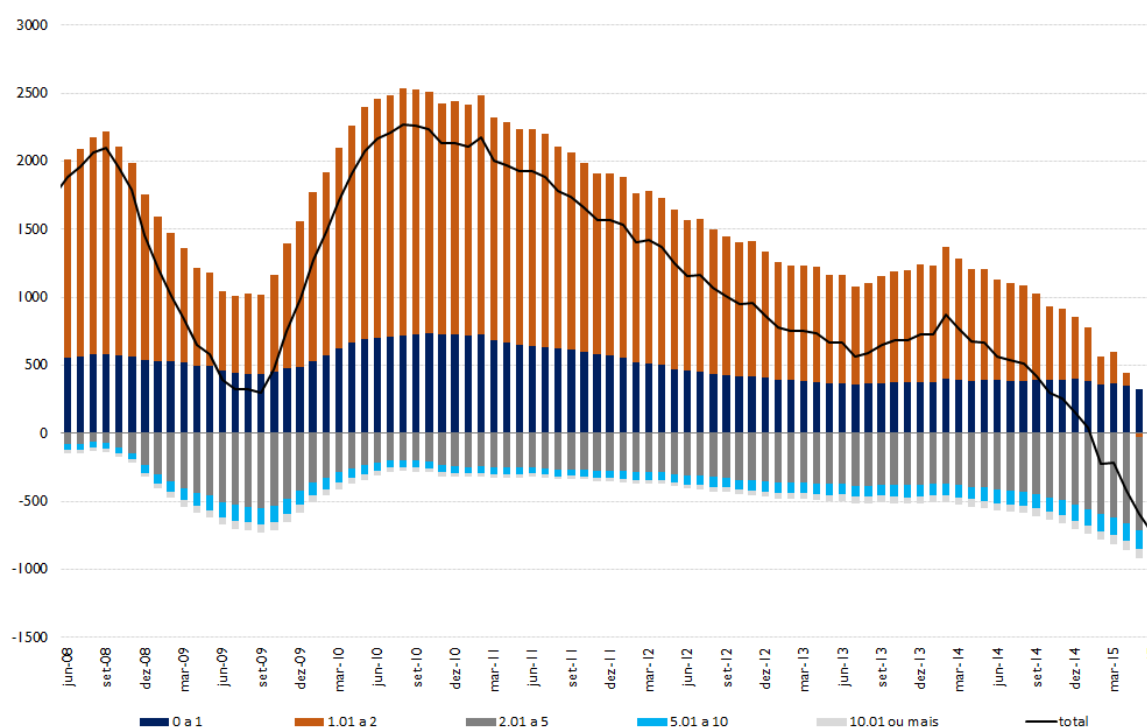


Fonte: PNAD-Contínua/IBGE. Elaboração: IBRE/FGV

<sup>5</sup> Os dados da PME mostram a mesma dinâmica.

Como aqueles que têm o rendimento atrelado ao salário mínimo (que ganham até 1,5 salários mínimos) representam em torno de 37% dos empregados, o aumento nominal próximo de 10% do piso nacional em 2016, aliado à projetada inflação de 5% para o próximo ano e uma economia ainda em recessão, implicará pressões de custos para as empresas. Isto, por sua vez, empurrará esse grupo de trabalhadores para fora da formalidade ou para o desemprego. Assim, a contração do emprego celetista deve continuar em 2016.

**Gráfico 10: Saldo de Empregos de todos os Setores (Admissões - Desligamentos), Acumulado em 12 meses (em milhares), Por Faixas de Salários Mínimos**



*Rodrigo Leandro de Moura*

## 4. Inflação

### Recuo ou Ruído?

A menos de meio ponto percentual da fronteira dos dois dígitos, a inflação ainda não dá sinais de que esteja se curvando à recessão. Essa constatação parece especialmente verdadeira para os serviços livres. Nos 12 meses até julho, os preços dessa cesta de itens acumularam alta média de 8,46%. A taxa é superior aos 8,32% de dezembro passado. Caberia, portanto, o entendimento de que se consumiu um semestre com atividade em queda e desemprego em ascensão sem que o ritmo de alta desses preços mostrasse arrefecimento.

Na ponta do lápis, a conclusão é um pouco menos desanimadora. Tomando-se a média das taxas em 12 meses do trimestre encerrado em julho e comparando-a com o resultado deste mesmo cálculo feito com as taxas do trimestre maio-julho do ano passado, é legítimo afirmar que os serviços estão se desacelerando à razão de 0,3 ponto percentual ao ano. O recuo, não há como negar, é quase imperceptível e poderia ser confundido com um ruído estatístico.

Ao longo de 2016, contudo, a desaceleração vai ganhar fôlego e deverá superar um ponto percentual. É o que sugere o exame da trajetória da inflação de serviços na última década e meia. Nesse período, houve três episódios de desaceleração. O primeiro, entre março de 2003 e maio de 2004, trouxe a inflação de serviços de 6,60% para 4,89%. No segundo, de novembro de 2005 a dezembro de 2006, a taxa cedeu de 5,84% para 3,95%. As duas reduções foram precedidas de aumentos de juros. Finalmente, entre fevereiro e outubro de 2009, sob o impacto da crise internacional, o recuo foi de 7,37% para 5,74%. Desde então, a inflação de serviços descolou-se da alta média de preços, alojando-se na faixa entre 8% e 9% ao ano.

Os três episódios mencionados possuem ao menos uma característica em comum. Nos três, quando a desaceleração começou, a taxa de desemprego medida pela PME não só era superior a 8% como estava em elevação. Este é o cenário que se descortina para 2016 e a rápida evolução da taxa de desemprego, que avançou dois pontos em um ano, não deixa dúvidas. Tudo somado, é perfeitamente viável que a inflação de serviços termine 2016 abaixo de 7%, mesmo que o salário mínimo suba 10% no início do ano.

É um alívio pequeno se comparado ao que se espera dos preços administrados. Estes, depois de alcançar pouco mais de 15% em 2015, devem retroceder a algo entre 5% e 6%, sobretudo se a recessão e a correção do preço relativo provocarem uma retração forte no consumo de energia elétrica. Ainda assim, a desinflação projetada para os serviços é um resultado valioso na jornada rumo ao centro da meta. Ela representa o rompimento da inércia tão característica desses preços.

Enquanto 2016 não chega, a inflação recebe uma nova onda de pressões oriundas agora do câmbio. O intenso movimento da moeda americana entre julho e agosto vai se transmitir ao consumo das famílias como de hábito, por diferentes caminhos. O mais curto liga as *commodities* agrícolas aos alimentos. Um segundo canal faz a comunicação entre os insumos industriais e os demais bens de consumo e parte dos serviços. Por seguir cadeias mais longas de processamento, os efeitos propagados através deste segundo canal são defasados frente à reação dos alimentos.

Não se deve esquecer do preço dos importados que, embora pesem pouco no índice inflacionário, favorecem acréscimos de preços de similares nacionais. Por ora, os impactos são modestos. O IPA-materiais para a manufatura (exceto alimentares), percurso obrigatório de todos os repasses, avançou de -0,19%, em junho, para 0,10%, em julho. Mas o efeito do câmbio virá, mesmo que atenuado pelo rigor da recessão. Mas o efeito do câmbio virá, mesmo que atenuado pelo rigor da recessão. Tema para setembro.



## 5. Política Monetária

### Câmbio e Política Monetária

Por ocasião da última reunião do Copom, os dirigentes do Banco Central sinalizaram que o ciclo de alta de taxa de juro retomado em outubro de 2014 chegou ao fim, sendo necessária a manutenção do novo patamar da taxa Selic por “período suficientemente prolongado”, de maneira a assegurar a convergência da inflação para a meta no final de 2016. Na ata do encontro, os dirigentes acrescentaram ser preciso manter-se “vigilante em casos de desvios significativos das projeções de inflação em relação à meta”.

Do raciocínio desenvolvido pelas autoridades monetárias, acima exposto, é possível concluir que não se eliminou totalmente a possibilidade de nova elevação da taxa Selic. Isso poderia ocorrer na hipótese de, mais adiante, os resultados dos modelos utilizados pelo Banco Central registrarem números significativamente mais altos que a desejada inflação de 4,5% no final do próximo ano.

Não é certo que excesso de volatilidade da taxa de câmbio contribua efetivamente para influenciar as expectativas de inflação e o próprio ritmo de crescimento dos preços. Tal possibilidade, porém, não pode ser desconsiderada. Oscilações excessivas do câmbio costumam trazer o temor de depreciação acentuada, em prejuízo das expectativas de inflação. Essas considerações adquirem importância diante da constatação de que, no momento, o câmbio encabeça a lista de potenciais causadores dos possíveis desvios mencionados no parágrafo inicial. Disso tudo decorre que circunstâncias relativamente favoráveis ao controle da volatilidade cambial podem facilitar a estratégia do Banco Central.

Quando se examina o comportamento recente dos mercados, é possível concluir que tais circunstâncias estão presentes. Ao longo de 2014, por exemplo, e durante quase todo o primeiro trimestre deste ano, a cotação do dólar em reais subiu acompanhando o fortalecimento do dólar frente a uma cesta de moedas (*dollar index*) e a decorrente elevação do risco Brasil. A partir de meados de março, sinais (emitidos pelo Fed) de certa perda de gás da economia americana provocaram queda do *dollar index*, derrubando o risco e fortalecendo o real. Até meados de julho, variáveis-chave no Brasil (risco e câmbio) oscilaram na esteira das flutuações do *dollar index*. Daquele ponto em diante, as referidas variáveis passaram a responder a fatores domésticos, relacionados com o agravamento do quadro político e das contas públicas nacionais.

A nosso ver, quando as oscilações do risco país têm origem em fatores domésticos, as autoridades monetárias têm mais informação sobre a natureza das forças em operação, sendo-lhes mais fácil avaliar o grau de transitoriedade das mesmas. Sendo reconhecidas como forças temporárias, abre-se espaço para intervenções no mercado de câmbio (primordialmente conduzidas, entre nós, por meio de *swaps* cambiais), voltadas ao controle da volatilidade do câmbio.

Na medida em que as circunstâncias mencionadas persistam, ajustes na política de *swap* cambial possivelmente farão parte do instrumental a ser usado pelas autoridades monetárias, com objetivo de facilitar a convergência da inflação para a meta no final de 2016. Em outras palavras, a

disponibilidade de um instrumento auxiliar poderá contribuir para evitar os tais “desvios” da inflação, podendo ser interpretada como algo que diminui a chance de novas elevações da taxa Selic. Nossa aposta é de que, a menos de uma deterioração muito grave do quadro atual, a taxa Selic nominal atingiu o ponto mais alto do atual ciclo de aperto.

*José Júlio Senna*

## 6. Política Fiscal

### Efeito Colateral do Mercado de Trabalho sobre a Arrecadação Previdenciária

O ano de 2015 tem sido desafiador para a política fiscal. Tornando ainda mais difícil o ajuste, o governo tem se deparado com o fraco desempenho da atividade econômica e do mercado de trabalho, o que afeta fortemente sua arrecadação.

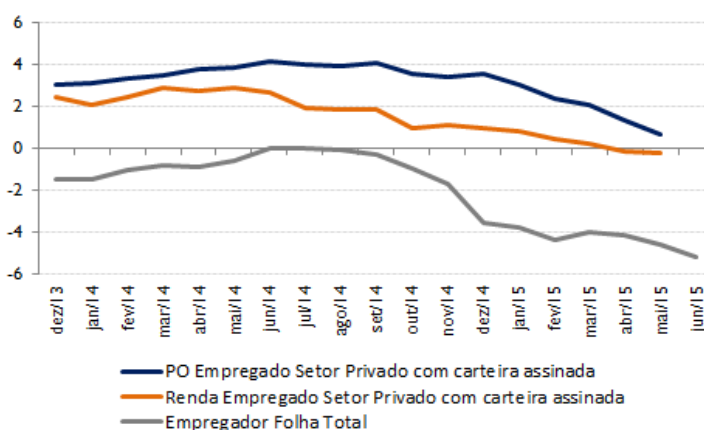
As receitas federais administradas pela RFB recuaram 1,7% em termos reais no primeiro semestre, em relação ao mesmo período de 2014, com queda de R\$ 10,3 bilhões. Muito deste resultado pode ser explicado pelo fraco desempenho das receitas previdenciárias. Além do elevado custo, de mais de R\$ 20 bilhões ao ano, com a desoneração da folha de salários, a arrecadação da Previdência sofre os efeitos do mercado de trabalho. Este foi um dos fatores que levaram governo a reduzir a meta de superávit primário de 2015 de 1,1% do PIB para apenas 0,15%.

Os números recentes mostram uma deterioração da arrecadação previdenciária de R\$ 6,1 bilhões (60% da queda da arrecadação administrada pela RFB) no primeiro semestre em relação ao mesmo período do ano anterior, passando de R\$ 184,2 bilhões em 2014 para R\$ 178,1 bilhões em 2015. A grande parcela da contribuição do Empregador para a Previdência, correspondente a 65,7% do total arrecadado, permite focar a análise nesta rubrica, que pode ser dividida em dois componentes: (i) Contribuição do Empregador sobre a base Receita e (ii) Contribuição do Empregador sobre a base folha de pagamentos.

A contribuição do empregador sobre a receita apresentou queda real de 3,5% no primeiro semestre em relação a 2014. Este resultado é reflexo da fraca atividade econômica, que tem afetado duramente o faturamento das empresas.

Já a contribuição do empregador sobre a folha de salários recuou 4,0% no primeiro semestre deste ano em relação ao mesmo período do ano passado. Esta queda deve derivar principalmente da

**Gráfico 11: Variação (AsA, em %) da Arrecadação Previdenciária do Empregador sobre a Folha Salarial**  
(Acumulada em 12 meses, a preços de junho/15)



Fontes: PNAD Contínua/IBGE, Senado Federal e SIAFI. Elaboração: IBRE/FGV

desaceleração e da mudança da composição da População Ocupada (PO), com a contração da PO com carteira de trabalho assinada e a aceleração do número de trabalhadores por conta própria. Segundo o Gráfico 11, desde setembro de 2014 a arrecadação previdenciária começou a cair, junto com o movimento de queda da PO com carteira. Adicionalmente, o salário do empregado com carteira de trabalho assinada vem recuando mês a mês, levando à redução da base de incidência da alíquota previdenciária recolhida pelo empregador. Finalmente, como mostrado na seção de Mercado de Trabalho, as demissões têm se concentrado em empregos de maiores salários, reduzindo ainda mais a base de tributação.

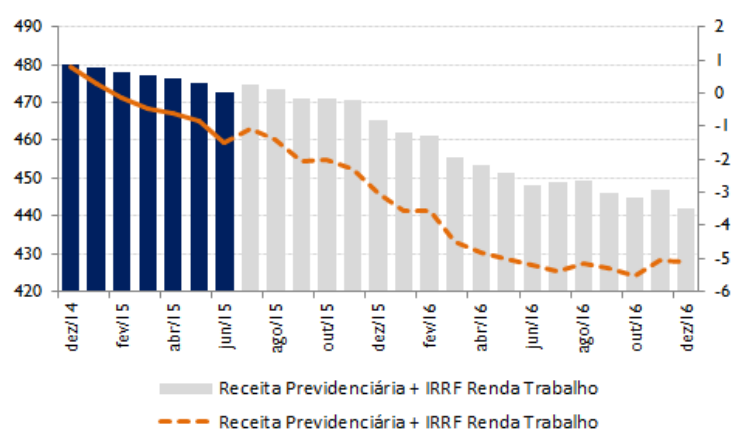
**Tabela 3: Previsões de Emprego Formal e Renda Real do Trabalho**

	Emprego Formal (CAGED), em milhares		Renda Real do Trabalho - PNAD Contínua	
	Estoque em Dez	Saldo Acumulado	Valor	Variação
2013	39.982	731	1.836	3,3%
2014	40.135	153	1.857	1,1%
2015	38.745	-1.390	1.801	-3,0%
2016	37.190	-1.555	1.735	-3,7%

Fontes: PNAD Contínua/IBGE e CAGED/TEM. Elaboração: IBRE/FGV.

A Tabela 3 reporta as previsões para o mercado de trabalho, com indicação de forte redução do número de empregados celetistas não apenas em 2015, mas também em 2016, acompanhada pela compressão da renda real do trabalho. A menor massa de rendimentos formais deve causar, segundo nossas previsões, queda real de arrecadação previdenciária e de Imposto de Renda retido na fonte da renda do trabalho de quase R\$ 15 bilhões em 2015 em relação a 2014, o que representa um recuo de 3% (Gráfico 12). Em 2016, a perda poderá atingir R\$ 24 bilhões, com redução de 5,1%.

**Gráfico 12: Arrecadação Previdenciária + IRRF Renda do Trabalho**  
(em R\$ milhões, a preços de junho/15) - Acumulado em 12 meses



Fontes: PNAD Contínua/IBGE, Senado Federal e SIAFI. Elaboração: IBRE/FGV

**Vilma Pinto e Rodrigo Leandro de Moura**

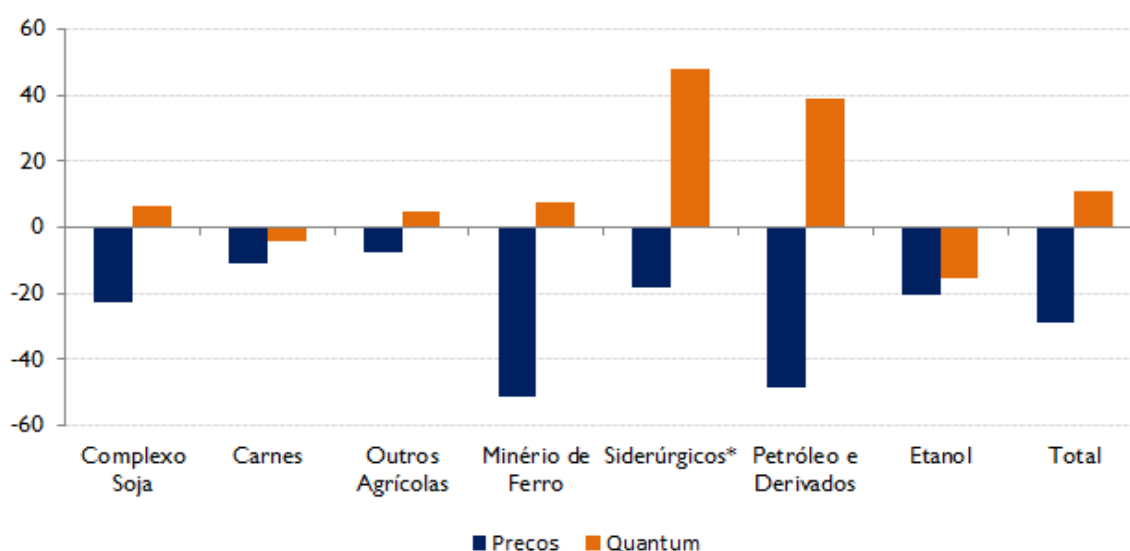
## 7. Setor Externo

### Novos Riscos Para o Setor Externo: o Efeito China e o Rebaixamento da Nota de Crédito do Brasil

No acumulado do ano até julho, a balança comercial brasileira acumulou superávit de US\$ 4,6 bilhões. Um fator decisivo para esse resultado foi o recuo no déficit da conta petróleo e derivados, de US\$ 9,9 bilhões para US\$ 3,8 bilhões entre janeiro e julho de 2014 e 2015. Em relação aos demais produtos, o superávit, nessa mesma base de comparação, caiu de US\$ 9 bilhões para US\$ 8,4 bilhões. Observa-se que, para o grupo de petróleo e derivados, as exportações se reduziram em 29% e as importações em 42%, enquanto nos demais produtos exportações e importações caíram igualmente em 14%.

O índice de preços da cesta de *commodities* IBRE caiu 29% e o de quantidade aumentou 11% na comparação do acumulado até julho entre 2014 e 2015. O mesmo padrão (preço em queda e quantidade em alta) se repete para todas as *commodities* (Gráfico 13), exceto carnes e etanol que também registraram queda na quantidade. No caso das manufaturas, os índices da FUNCEX mostram que a desvalorização do real ainda não estimulou as exportações, que caíram 6% em quantidade, mas também em preços (11%). No entanto, a desvalorização, junto com a redução no nível de atividade, tem contribuído para a queda na quantidade de todas as categorias de uso das importações, exceto os bens não duráveis de consumo. Além disso, os índices de preços das importações também recuaram na comparação dos acumulados até julho.

**Gráfico 13: Variação (%) Índices de *Commodities* (acumulados, jan/jul 2014/2015)**



\* laminadas e semimanufaturados de ferro e aço. Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

A desvalorização da moeda chinesa em agosto, após longo período de estabilidade, deverá reforçar a tendência de queda nos preços das *commodities*. Em relação à cesta brasileira, o principal efeito será no minério de ferro e na soja, em que a China é a principal demandante no

mercado internacional. Não obstante, se a flexibilização do renminbi ajudar nas exportações do país, contribuindo para a aceleração do crescimento da China, pode haver estímulo para o aumento da demanda por *commodities* no próximo ano. No comércio global das manufaturas a concorrência irá se acirrar, mas, em relação à moeda chinesa, o real está desvalorizado em termos reais.

A melhora da balança comercial brasileira deverá continuar dependente da conta petróleo e da queda do nível de atividade, além do esperado impulso nas exportações via desvalorização do real. Até julho, sobressai no grupo de manufaturas o aumento das exportações de aviões (pouca relação com o câmbio), automóveis e laminados.

A redução da nota de crédito do Brasil pela Moody's tem sido interpretada como sinal de uma provável perda do grau de investimento. Significativamente, embora o déficit em transações correntes esteja caindo em relação ao ano passado, a entrada líquida de capital na conta financeira recuou, o que levou a uma redução no superávit da balança de pagamento de US\$ 3,6 bilhões para US\$ 1,4 bilhões entre o primeiro semestre de 2014 e 2015. A dúvida é se os agentes econômicos já internalizaram a possível perda do grau de investimento do Brasil. Se isso for verdade, em caso de ocorrência do evento em si, não seria esperada uma repentina fuga de capital que colocasse em risco o financiamento do déficit em conta corrente. A interpretação dominante é que os agentes já precificaram esse risco.

Adicionalmente, os indicadores de endividamento externo publicados pelo Banco Central mostram que a ideia de um colapso cambial iminente está afastada. Um exemplo é a razão entre as reservas (liquidez) e a dívida externa bruta, que embora tenha caído de 1,12 para 1,08 entre junho de 2014 e 2015, ainda mostra que o risco cambial pode ser descartado, por enquanto.

O efeito China poderá dificultar o aumento das exportações brasileiras no curto prazo, mas não o suficiente para reverter as tendências observadas até o momento. O rebaixamento da nota de crédito do Brasil pode não significar risco imediato de crise cambial, mas traz novos entraves para a entrada do investimento direto no país. Esse é o pior legado, num momento em que o país precisa de novos investimentos para retomar seu crescimento.

*Lia Valls Pereira*

## **8. Panorama Internacional**

### **Política Monetária do Fed no Limiar do Início do Ciclo de Alta**

Após mais de seis anos e meio em praticamente zero, há grande expectativa de que o Fed, banco central americano, inicie um ciclo de alta de sua taxa básica de juros neste segundo semestre de 2015. A taxa vem oscilando em torno de uma banda entre zero e 0,25% ao ano desde dezembro de 2008.

O pronunciamento da presidente do Fed, Janet Yellen, na conferência “The New Normal for Monetary Policy”, ocorrida no Fed de São Francisco em março de 2015, aponta os maiores desafios da condução da política monetária nas atuais circunstâncias.



Nos ciclos econômicos normais — isto é, nos quais as oscilações da atividade não alteram profundamente a alocação dos fatores nem outros aspectos do equilíbrio da economia —, a política monetária visa suavizar ao máximo as oscilações econômicas, para que os custos do desemprego involuntário sejam os menores possíveis, e haja manutenção da inflação em níveis positivos e baixos.

Essa dupla delegação — emprego e inflação — é obtida com o correto manejo da política monetária. O Fed fixa a taxa curta de juros. A fixação da taxa curta, bem como a projeção que os agentes econômicos fazem de toda a trajetória futura da taxa de juros, determina a estrutura futura dos juros. Esta, por sua vez, determina as decisões de consumo e investimento dos consumidores e empresários.

Em função da estrutura da economia, há uma taxa de juros real neutra, isto é, que mantém a economia crescendo no seu potencial sem a criação de pressões inflacionárias. Sempre que a economia se apresenta mais aquecida, criando pressões inflacionárias, o Fed sobe a taxa básica. O inverso ocorre quando a desaceleração da economia cria pressões desinflacionárias, com aumento da taxa de desemprego.

O trabalho da política monetária é tentar manejar a taxa de juros, levando-a acima ou abaixo do juro neutro, de forma a trazer a inflação para o mais próximo da meta de 2%, com pleno emprego do trabalho.

A profundidade da crise alterou essa mecânica. O motivo é que o sobreinvestimento ocorrido no setor imobiliário, associado ao forte endividamento das famílias americanas, reduziu a taxa de juros neutra dos Estados Unidos ao longo de todo o período em seguida à quebra do banco Lehman.

Há sinais de que o ajustamento do mercado de trabalho está muito próximo de se completar, apesar de ainda não haver indícios de inflação, o que sugere que a taxa básica de juros pode iniciar seu caminho em direção à taxa neutra.

A novidade é que não se sabe qual é a taxa neutra. Avalia-se que até há pouco tempo era negativa. Aparentemente ela está agora transitando para a região positiva e cresce, mas é difícil determinar a que velocidade.

Ou seja, mesmo que se inicie o processo de subida dos juros em setembro ou em dezembro próximos, é possível que ele seja muito lento, em função da elevação dos juros neutros ser lenta.

A lentidão da subida do juro neutro está associada à velocidade de normalização do processo de desalavancagem das famílias e de recuperação do setor imobiliário em seguida a anos de subinvestimento e digestão do sobreinvestimento.

Dois fatores complicam a elevação do juro neutro americano. Primeiro, a possibilidade de que a perda de dinamismo tecnológico da economia, que pode reduzir a taxa de crescimento do produto potencial — cenário conhecido por “estagnação secular” —, se materialize. E, segundo, o fato de a economia americana ter dado mostras nos últimos anos de não conseguir sustentar ciclos de aceleração de crescimento não sincrônicos com o resto da economia mundial.

Ambos os fatores concorrem para que a subida da taxa de juros neutra seja mais vagarosa, o que tornará lenta também a subida dos juros efetivos.

*Samuel Pessôa*

## 9. Analista Convidado

### Venda de Ativos Pode Ajudar na Dinâmica da Dívida

#### Estratégia para Assegurar a Sustentabilidade da Dívida Pública Deveria Envolver Medidas com Menor Dependência do Cenário Macroeconômico e Político

O governo anunciou há algumas semanas a redução da meta fiscal para 2015, de 1,1% do PIB para 0,15% – número que ficou abaixo do que vinha sendo especulado (algo entre 0,4% e 0,8%). O governo também tornou o processo de consolidação fiscal mais gradual ao longo do tempo, ao reduzir a meta fiscal de 2016 de 2% do PIB para 0,7%, e a de 2017 de 2% para 1,3%. Assim, um primário de 2% só seria obtido em 2018.

Na avaliação oficial, essas decisões refletiram maior realismo e transparência quanto ao programa de ajuste fiscal colocado em curso a partir deste ano. Na visão dos mercados, contudo, a mudança representou quase um abandono do processo de consolidação fiscal, praticamente sacramentando a perda do grau de investimento pelo Brasil em um futuro não tão distante. Mais uma vez a comunicação do governo foi falha, sobretudo ao não divulgar, junto com a revisão das metas, estimativas para a evolução do resultado primário estrutural, descontado o ciclo econômico, que apontam uma melhora relevante dos fluxos fiscais, saindo de um déficit em 2014 para um superávit próximo de 1,5% em 2016 (já com as novas metas fiscais).

Outro ponto que contribuiu para azedar o clima foi a percepção dos analistas de que a trajetória projetada pelo governo para a evolução da dívida bruta nos próximos anos, já levando em conta as novas metas fiscais, parece ser irrealisticamente otimista: partindo

de pouco menos de 59% do PIB em 2014, essa razão fecharia 2015 em quase 65%, estabilizando-se em torno de 66% nos anos seguintes.

Apenas alguns dias após a revisão das metas, o Tesouro Nacional soltou uma nota técnica para esclarecer melhor essa questão da dinâmica prospectiva da dívida, apontando, entre outras coisas, diferenças entre os cenários macroeconômicos utilizados por alguns analistas e aquele adotado pelo governo em suas simulações. De fato, para a mesma meta fiscal, há várias combinações possíveis de crescimento do PIB e taxa de juros nominal que podem levar a dívida bruta para mais de 70% do PIB ou para menos de 65% do PIB. Vale notar que o marco divisor entre países com e sem grau de investimento parece ser cerca de 70%.

**Tabela 4: DBGG/PIB no Final de 2019, em Várias Simulações**

		Selic Média em 2016-2019 (% a.a.)				
		10,0	10,5	11,0	11,5	12,0
Crescimento médio do PIB 2016-2019 (% a.a.)	0,50	68,7	69,1	70,1	70,7	71,5
	1,00	67,2	67,6	68,6	69,2	70,0
	1,50	65,5	65,9	66,9	67,5	68,3
	2,00	64,4	64,8	65,8	66,4	67,2
	2,50	63,0	63,4	64,4	65,0	65,8

Elaboração do autor.

Qual é o cenário macroeconômico que parece mais provável? O cenário de consenso do Focus/BC, destacado em amarelo na tabela acima? Ou um cenário em que o PIB se aproxima mais rapidamente de seu potencial de médio prazo, estimado hoje por boa parte dos analistas em algo próximo a 2,5% a.a.? Ou ainda um cenário de uma meia “década perdida”, com crescimento per capita estagnado? Difícil saber, até porque ainda não está claro nem mesmo quais foram as causas da desaceleração recente – se mais cíclicas ou estruturais, se mais ligadas ao quadro externo ou ao interno.

Diante da grande incerteza acerca da evolução dos principais condicionantes da dívida, parece ser recomendável que a política econômica adote medidas que aumentem a probabilidade de redução do endividamento bruto e que dependam menos dos cenários macroeconômico e político.

Isso poderia ser viabilizado por meio da venda de ativos. Estudo recente da Firjan mapeou um conjunto de empresas estatais, financeiras e não financeiras, cuja venda total ou parcial poderia render até 4% do PIB em receitas nos próximos anos. Além disso, o BNDES deve hoje ao Tesouro Nacional cerca de 9% do PIB e possui uma carteira de crédito equivalente a 11,5% do PIB. Isso pode abrir espaço para a securitização de parte da carteira do banco (como recebíveis de grandes empresas) para acelerar a amortização da dívida junto ao Tesouro, hoje programada para acontecer somente entre 2020 e 2060. Por fim, o Brasil possui atualmente cerca de US\$ 370 bilhões em reservas internacionais, montante claramente superior ao nível que seria recomendável em termos prudenciais (como sugerem estudos recentes do FMI sobre tamanho ótimo de reservas). Vender, por exemplo, US\$ 70 bilhões em reservas (pouco mais de 4% do PIB), concomitantemente a uma redução mais rápida do estoque de *swaps* cambiais (hoje em pouco mais de US\$ 100 bilhões), poderia diminuir tanto a conta de juros nominais como a própria dívida bruta (aumentando a dívida líquida), sem mudar significativamente os fundamentos de solvência externa da economia brasileira.

É importante, contudo, que essas ações de vendas de ativos não substituam os esforços de reequilíbrio dos fluxos fiscais primários. Dito de outro modo: seu impacto sobre a redução da dívida bruta deveria se dar por meio de ajustes patrimoniais, evitando, assim, que haja um relaxamento na consecução de um equilíbrio em termos de fluxos (isto é, no esforço para obter um superávit primário recorrente próximo de 2% do PIB).

*Bráulio Borges, economista-chefe da LCA Consultores e pesquisador associado do IBRE/FGV*

## **10. Em Foco IBRE: Petróleo: Maldição ou Benção para o Brasil?**

Não há mais dúvidas de que o Brasil atravessa uma crise econômica como há muito não se via. E os acontecimentos recentes no setor de petróleo e gás (P&G), se não foram determinantes, têm colaborado para seu aprofundamento. Por exemplo, a redução do volume de investimentos da Petrobras certamente contribuiu para deprimir o investimento e o crescimento da economia brasileira. Nesse sentido, uma pergunta se impõe: em que medida o setor de P&G pode ser uma

alavanca de crescimento para o Brasil? A resposta passa necessariamente pela política de conteúdo local e sua capacidade de impulsionar o desenvolvimento de outros setores da economia.

A orientação da política de conteúdo local tem sido a de que tudo que puder ser produzido no Brasil deve ser produzido aqui. A grande questão é: a qualquer custo? Porque aos requerimentos de conteúdo local também estão associados custos. Sem esses requerimentos, as empresas optariam por comprar uma parcela menor de insumos e equipamentos no mercado doméstico. A política de conteúdo local implica forçar as empresas a avançar mais nas compras locais e, portanto, arcar com custos associados à aquisição de insumos relativamente mais caros (ou de menor qualidade, ou com atraso no cronograma de entrega). Se não fosse esse o caso, a política de conteúdo local seria inócua.

Ressalte-se que esses custos se materializam mesmo quando a política de desenvolvimento de fornecedores locais é bem-sucedida. Nesse sentido, o paradigma de sucesso no setor de P&G é a Noruega. E, mesmo para o caso norueguês, existem amplas evidências de que, após o relaxamento da política de conteúdo local, houve grandes ganhos de produtividade associados a maiores graus de liberdade para compra de insumos. Estes ganhos são um indicador de que há custos associados a essa política, mesmo quando os requisitos de conteúdo local não são muito altos, como no caso norueguês.

Obviamente, há benefícios associados à política de conteúdo local no setor de P&G. Há exemplos de sucesso em gerar renda e empregos em diversos setores. E este é, inclusive, um dos objetivos declarados da política. O ponto é que esses benefícios devem ser contrapostos aos custos. Avançar em demasia nos requerimentos de conteúdo local tende a gerar resultados negativos e colocar em risco a competitividade internacional dos setores que são objeto da política.

Nesse ponto, outra pergunta se impõe: como fazer para maximizar a chance de os benefícios serem superiores aos custos? O segredo está em fazer com que os setores objeto da política alcancem competitividade internacional em um horizonte razoável de tempo. Nesse caso, a política de conteúdo local se torna desnecessária, perenizando seus benefícios e eliminando os seus custos. Para tanto, é necessário que os incentivos sejam construídos de forma adequada. Em particular, a literatura teórica e as experiências internacionais indicam que políticas desse tipo devem ser transitórias, e que a proteção ao mercado doméstico deve ser gradualmente reduzida.

A contraposição das experiências brasileiras a de países do Leste Asiático em política industrial ajuda a ilustrar o ponto. Tome-se o exemplo da Coreia do Sul. As empresas e setores objeto de política industrial sempre foram expostos a mecanismos que combinavam incentivos e punições. Algum tipo de meta sempre era fixado, normalmente associado à exportação. Caso a meta não fosse atingida, havia penalidades ou retirada de benefícios. Além disso, o governo sinalizou, de forma crível, que a proteção seria reduzida ao longo dos anos (o que efetivamente ocorreu). No Brasil, ao contrário, o mercado doméstico se manteve durante muito tempo isolado da competição internacional e nenhuma sinalização de redução da proteção foi emitida para as

empresas. Desse modo, com honrosas exceções, embora tenha conseguido diversificar sua economia, o país não alcançou competitividade internacional em boa parte dos setores contemplados pela política industrial.

Nesse sentido, a política de conteúdo local no setor de P&G, ao fornecer proteção excessiva e por tempo indeterminado a determinados setores, tende a desestimular investimentos em inovação, cruciais para que sejam alcançados padrões internacionais de competitividade. Assim, corre-se o risco de condenar os setores contemplados pela política a se desenvolverem com tecnologias defasadas, o que impediria o aproveitamento das externalidades associadas ao aprendizado e à inserção nas cadeias produtivas globais. Aliás, não por acaso, as empresas do setor de P&G localizadas no Brasil investem menos em inovação do que as de outros países. As evidências empíricas confirmam esse entendimento, indicando que uma das principais alavancas do investimento em inovação é a pressão competitiva exercida pelos concorrentes.

Novamente, tome-se o exemplo da Coreia do Sul. O foco da política industrial naquele país foi atingir competitividade internacional em determinados setores. Se fosse possível atingir esse objetivo com algum encadeamento da economia doméstica na direção dos insumos, melhor. Se não, nenhum tipo de barreira à importação dos insumos era imposta. Pelo contrário, muitas vezes a importação de determinados insumos recebia incentivos. Não por acaso, a relevância das importações, em especial de bens de capital, para o aumento da produtividade da indústria sul-coreana é ressaltada por diversos autores. O mesmo pode ser dito para o Japão. Mesmo a China tem uma postura bastante pragmática quanto ao encadeamento local de suas indústrias, induzindo a compra doméstica somente se esta não ameaça a competitividade internacional da economia.

Ressalte-se que as prescrições para a política de conteúdo local em P&G se aplicam à política industrial brasileira recente de forma geral. A evidência empírica disponível indica que reduções de proteção em bens de capital e insumos intermediários geram incrementos na taxa de crescimento, especialmente para países em desenvolvimento. As evidências específicas para o caso brasileiro apontam no mesmo sentido. Ou seja, ter acesso restrito a insumos intermediários implica desvantagem competitiva importante.

A proteção demasiada e por tempo indeterminado também tende a reduzir os incentivos para investimento em inovação. Embora políticas voltadas para a redução do custo dessa atividade sejam importantes, é preciso que a inovação seja um imperativo para as empresas. Nesse sentido, a exposição gradual das empresas brasileiras à competição é uma ferramenta poderosa para atingir esse objetivo e evitar que os setores objeto da política se desenvolvam com tecnologias defasadas.

Trata-se de uma questão da justiça entre as gerações. O petróleo é um recurso não renovável. Seria desejável que as futuras gerações de brasileiros também se beneficiassem dessa riqueza, mesmo após o fim de nossas reservas. Uma política de conteúdo local que protege a indústria doméstica indefinidamente tende a impedir a sua inserção nas cadeias globais de valor. Embora



sejam gerados empregos no presente, no futuro a indústria nacional, por ser incapaz de competir internacionalmente, tende a desaparecer com o declínio da produção de petróleo no Brasil. Na Noruega esse erro foi evitado. Empresas norueguesas do setor são competitivas e atuam no mundo inteiro. Mesmo com a redução na produção de petróleo na Noruega, os ganhos do país com a indústria associada ao petróleo aumentam a cada ano e permanecerão mesmo depois que as reservas norueguesas forem exauridas. Trata-se do legado deixado para as futuras gerações norueguesas. E nós, o que vamos deixar para os nossos filhos e netos? Talvez a crise – no setor de P&G e na economia brasileira em geral – seja a oportunidade para mudar essa história.

*Mauricio Canêdo Pinheiro – Economista e Pesquisador da Economia Aplicada da FGV/IBRE*

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

## Instituto Brasileiro de Economia

Diretor: Luiz Guilherme Schymura de Oliveira

Vice-Diretor: Vagner Laerte Ardeo

Superintendente de Estudos Econômicos: Marcio Lago Couto

Coordenador de Economia Aplicada: Armando Castelar Pinheiro

### Pesquisadores

Bráulio Borges

Daniela de Paula Rocha

Fernando Augusto Adeodato Veloso

Fernando de Holanda Barbosa Filho

Ignez Guatimosim Vidigal Lopes

José Júlio Senna

José Roberto Afonso

Lia Valls Pereira

Lívio Ribeiro

Luísa Azevedo

Mauricio Canêdo Pinheiro

Mauro de Rezende Lopes

Regis Bonelli

Rodrigo Leandro de Moura

Samuel Pessoa

Silvia Matos

Vinícius Botelho

## Boletim Macro IBRE

Coordenação Geral: Regis Bonelli

Coordenação Técnica: Silvia Matos

Apoio Editorial: Marcel Balassiano

### Colaboradores Permanentes da Superintendência de Estatísticas Públicas

Aloísio Campelo Jr.

André Braz

Salomão Quadros

### Advertência

Este Boletim foi elaborado com base em estudos internos e utilizando dados e análises produzidos pelo IBRE e outros de conhecimento público com informações atualizadas até 21 de agosto de 2015. O Boletim é direcionado para clientes e investidores profissionais, não podendo o IBRE ser responsabilizado por qualquer perda direta ou indiretamente derivada do seu uso ou do seu conteúdo. Não pode ser reproduzido, distribuído ou publicado por qualquer pessoa, para quaisquer fins.