

## **Recessão Com Inflação, Combinação Indigesta.**

Nosso cenário para 2016 aponta para a continuidade da crise que marcou 2015, tanto na economia como na política. Para um ano que promete tanta agitação, tivemos um começo de ano não só calmo mas com poucas novidades — exceto, talvez, pela expectativa de uma inflação no curto prazo acima da que se esperava há até bem pouco tempo. Em parte isso se explica pelos recessos do Legislativo e do Judiciário, que colocaram em compasso de espera tanto as negociações e decisões que poderiam indicar saídas para a difícil conjuntura em que nos encontramos, como, no caso do Judiciário, desdobramentos que poderiam dificultar ainda mais a tarefa de coordenação governamental.

Nesse meio tempo, o Executivo procura elaborar uma estratégia capaz de animar os agentes econômicos, focando em iniciativas para estancar a queda do nível de atividade. Queda, aliás, cujos efeitos chegam cada vez mais ao mercado de trabalho. Como não poderia deixar de ser, aliás, dadas as tendências observada e prevista para o PIB.

Do que tem vindo a público até o presente, porém, as iniciativas governamentais, apesar de variadas, implicam o mais das vezes adicionar lenha à fogueira da inflação: retomada do crédito, uso de reservas internacionais para reanimar a economia, apoio à indústria da construção, etc. Fica a impressão de que, na tentativa de simultaneamente agradar os públicos interno (os partidos da base aliada) e externo (o “mercado”), propostas são lançadas sem a devida preocupação com as implicações fiscais e monetárias — vale dizer, contas públicas e inflação.

Como novidade neste início de ano, o governo reafirmou, como se preciso fosse, sua determinação de que o combate à inflação é tarefa única do Banco Central. Dividem-se assim mais formalmente as tarefas, com uma parte dos formuladores de política dedicada à perna fiscal, a outra à política monetária. Desnecessário dizer que essa deveria ser, sempre, a divisão de trabalho dentro do governo. Mas não são tarefas fáceis, mesmo que o BC opte por retomar o ciclo de elevações da taxa SELIC ao longo deste ano, política à qual os partidos da base se opõem. Mencione-se que analistas independentes também têm dúvidas quando à eficácia dessas elevações para reduzir a inflação.

Mesmo na arena fiscal ainda não existe uma perspectiva de solução duradoura para as contas deste ano. Estas continuam sofrendo com receitas frágeis e despesas obrigatórias de difícil compressão, de forma que as atenções se voltam para inovações cuja consecução não é fácil, ou cuja quantificação é incerta: a volta da CPMF e o repatriamento de recursos do exterior, respectivamente, são os exemplos mais óbvios. Quanto à primeira, o Congresso já deu sinais da dificuldade de aprovação; quanto à segunda, como dissemos, a importância quantitativa é de difícil estimativa. E, pelas cifras veiculadas, não são soluções duradouras.

Nesse meio tempo, a derrubada do nível de atividade parece não ter fim — haja vista os péssimos resultados da produção industrial de novembro, recém-divulgados pelo IBGE —, não havendo sinais de que fonte de crescimento seria capaz de, pelo lado da demanda, contrabalançar a contração do investimento e do consumo das famílias em curso. A candidata natural, as exportações líquidas, não tem perspectiva de reação sólida devido a um quadro de comércio

internacional bastante debilitado. Isso contrasta com outros momentos do passado, quando as exportações de mercadorias reagiram com relativa rapidez aos estímulos de desvalorizações cambiais.

A economia demorará mais do que se previa para sair da recessão. Mas, quando voltará a crescer? A Sondagem da Indústria do IBRE fornece pistas, mas nenhuma delas alvissareira. No cenário mais otimista traçado a partir delas, a economia só voltaria a crescer no primeiro trimestre de 2017; no mais pessimista, nem em 2018. Comparando-se as taxas anuais de crescimento das diferentes simulações feitas pelos nossos analistas, conclui-se que é grande a probabilidade de o crescimento em 2017 ser negativo. Isso, seguindo-se a previsões de taxas de crescimento do PIB de - 3,7% em 2015 e - 3,0% neste ano. [\(Seção 1\)](#)

É verdade que, considerando-se todos os índices de confiança, e não apenas o da indústria, o último trimestre de 2015 trouxe uma acomodação. Mas em patamar muito baixo. Isso é justificado, na avaliação dos nossos pesquisadores, por um cenário econômico que continua delicado, um ambiente político tenso e uma economia mundial com sinais de enfraquecimento. [\(Seção 2\)](#)

Como consequência, o desempenho do mercado de trabalho em 2016 será ainda pior que no ano passado. Se o desemprego tiver atingido 9,3% no trimestre terminado em dezembro, como indica a previsão do IBRE, a taxa média do ano terá sido de 8,6%. Essa taxa é quase dois pontos de percentagem superior à de 2014 (6,8%) e é a maior de toda a série histórica. Para 2016, a projeção do desemprego medido pela PNAD é de 11,7%. Entre os fatores que explicam esse aumento estão a recessão, o maior ingresso de pessoas no mercado de trabalho e os altos reajustes nominais dos salários. [\(Seção 3\)](#)

No que toca à inflação, as primeiras medições do monitor da inflação oficial feitas neste ano lançam dúvidas quanto ao alcance da desaceleração prevista para 2016. Os vilões nesse começo de ano foram os habituais: alimentos, tarifas de ônibus, empregados domésticos e cursos formais. Já a boa notícia no campo da inflação virá da energia elétrica, “o vilão de 2015, com aumento de 51%”, nas palavras dos nossos analistas. Ainda assim, nossa previsão é de aumento de 7,5% do IPCA, três pontos de percentagem acima da meta, com viés de alta. [\(Seção 4\)](#)

A análise da política monetária foca na desancoragem das expectativas, processo que vem caracterizando o último ano. Para alcançar a meta de inflação perseguida pelo BC, é preciso ancorar as expectativas dos agentes, o que não parece ser o caso atualmente. A inflação corretiva de 2015 deixou um componente inercial que será realimentado pelo recente reajuste do salário mínimo. Essa inflação corretiva eleva as expectativas de inflação devido ao comportamento *backward-looking* de grande parte dos agentes. Nesse contexto, como indaga nosso analista, “como esperar que a dinâmica dos preços se mostre favorável e que a inflação caia consideravelmente em 2016?”. [\(Seção 5\)](#)

Na seção dedicada à política fiscal, nossa analista destaca o esforço do governo em reduzir o volumoso estoque dos restos a pagar (RP), mas também enfatiza que ainda há muito para ser ajustado. Em suas palavras: “Desde 2004, o estoque de RP inscritos só cresceu (com exceção de 2016) e, desde o pós-crise, além desse crescimento, a execução vem se mantendo baixa. Tendo 2016 registrado a primeira evidência de queda do estoque dos restos a pagar inscritos, espera-se que essa tendência se mantenha, para possibilitar menor pressão fiscal sobre exercícios futuros.” [\(Seção 6\)](#)

Na região das boas notícias destaca-se, sem dúvida, a do saldo da balança comercial, que fechou 2015 com superávit de quase US\$ 20 bilhões, muito superior às projeções que vinham sendo feitas até bem recentemente. O resultado foi possível devido à redução do nível de atividade, que levou a uma queda de 25% nas importações. As exportações também caíram, mas bem menos: 15%. Este último resultado é explicado, principalmente, pela queda nos preços das *commodities* exportadas. Um ponto importante é que as exportações de manufaturados aumentaram significativamente no mês de dezembro passado, ao contrário das vendas externas das demais categorias. Nossa analista se pergunta se isso seria, finalmente, indício da tão aguardada recuperação das exportações de manufaturados. [\(Seção 7\)](#)

O panorama da economia internacional faz prospecções sobre quais serão os temas fundamentais nos quais focar nossa atenção neste ano. Nosso analista aborda sequencialmente três regiões. Em relação aos EUA, o fato marcante será o encaminhamento do processo de normalização da taxa de juros. Na sua avaliação, parece descartado um cenário de forte recuperação da atividade americana neste ano. A se confirmar essa expectativa, dificilmente o FED conseguiria entregar as quatro subidas de 0,25 pp nos juros básicos que estão previstas. Na Europa a expectativa é de crescimento de aproximadamente 1,5%. Para a China espera-se uma dinâmica equivalente à observada em 2015: crescimento entre 6,5% e 7,0%, possivelmente mais próximo do limite inferior. [\(Seção 8\)](#)

O Observatório Político, de autoria do Prof. Octavio Amorim Neto, especula sobre a possibilidade de o Min. Nelson Barbosa, apesar do ceticismo do mercado, vir a praticar um ajuste fiscal nos moldes do que provavelmente teria sido implementado pelo Min. Joaquim Levy. Vale reproduzir aqui sua conclusão: “Nelson Barbosa, economista de imaculadas credenciais heterodoxas, reúne ... mais condições do que Levy para convencer o PT, os sindicatos e os movimentos sociais de que um sério ajuste fiscal – uma política de extrema direita, aos olhos destes – é uma necessidade imperativa para que a economia volte a crescer.” [\(Seção 9\)](#)

A seção Em Foco, finalmente, é de autoria da Prof. Lia Valls Pereira. Nela a autora aprofunda a análise das contas externas de 2015. [\(Seção 10\)](#)

Boa leitura!

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

## 1. Atividade Econômica

### Sem Sinais de Recuperação em 2016, e Grande Chance de Mais uma Queda em 2017

A intensidade das contrações observadas no setor industrial nos últimos meses de 2015 sugere que a economia demorará mais do que se previa para sair da recessão. Por ora, os indicadores coincidentes mostram que o PIB se contraiu em 1,0% no quarto trimestre de 2015, tendo acumulado uma retração de 3,7% ao longo do ano. Reforçando esta leitura, os números do Monitor do PIB refletem a perspectiva negativa para os resultados do quarto trimestre de 2015.<sup>1</sup>

Como é possível inferir a partir dos resultados da Tabela 1, a recessão no quarto trimestre de 2015 apresenta uma radiografia muito semelhante à que foi observada durante todo o ano passado: queda forte de investimentos, do consumo das famílias e das importações. Em outras palavras, o processo de forte contração da demanda doméstica permanece em andamento, sem sinais de desaceleração. Até o momento, a contração da demanda doméstica tem sido mais intensa do que a da produção, de modo que o ajuste da oferta das firmas ainda parece longe de terminado.

A necessidade de ajuste da oferta das firmas, indicada pelo descompasso entre a evolução do consumo e da produção, afetará as perspectivas de contratação das empresas e, por este canal, retroalimentará a contração de demanda. Dessa forma, o quadro da atividade econômica no quarto trimestre de 2015 ainda não fornece nenhum sinal sobre o momento da volta do crescimento econômico.

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

Atividades	4T2015/3T2015	2015/2014	2016/2015
Consumo das famílias	0,4%	-3,5%	-3,1%
Consumo do governo	0,5%	-0,1%	0,5%
Formação bruta de capital fixo	-2,1%	-13,3%	-8,5%
Exportação	-3,0%	3,5%	2,2%
Importação	-7,4%	-14,7%	-12,7%
<b>PIB</b>	<b>-1,0%</b>	<b>-3,7%</b>	<b>-3,0%</b>
<b>Agropecuária</b>	<b>1,4%</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,6%</b>
<b>Indústria</b>	<b>-2,2%</b>	<b>-6,4%</b>	<b>-5,9%</b>
Extrativa	-1,5%	6,0%	-1,5%
Transformação	-3,5%	-10,1%	-9,5%
Construção civil	-0,8%	-8,5%	-4,1%
Eletricidade e outros	1,6%	-1,4%	1,8%
<b>Serviços</b>	<b>-0,7%</b>	<b>-2,4%</b>	<b>-1,9%</b>

Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

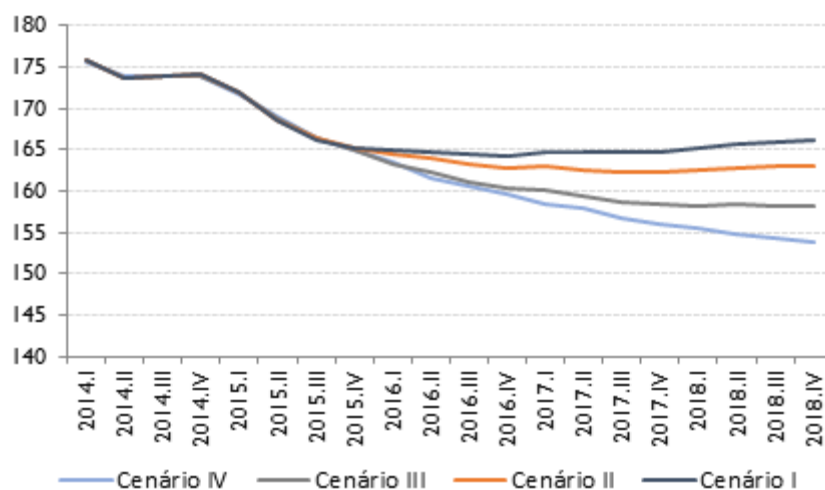
<sup>1</sup> O Monitor do PIB referente ao mês de novembro será divulgado no dia 21 de janeiro. Para o relatório completo do monitor, acessar o site <http://portalibre.fgv.br/>.

Os indicadores de confiança refletem a percepção dos agentes sobre a narrativa apresentada no parágrafo anterior e, se imaginarmos que eles sintetizam todo o conjunto de informações disponível pelas firmas a respeito das suas perspectivas de crescimento, podemos usá-los para gerar cenários para a dinâmica de expansão da economia neste e nos próximos anos. A questão que tentaremos responder, com base nos dados da Sondagem da Indústria da FGV/IBRE, é: quando a economia voltará a crescer?

Existe uma grande incerteza na construção desse tipo de cálculo, de modo que diferentes hipóteses sobre a relação entre o crescimento econômico e a confiança da indústria sugerem diferentes cenários de crescimento futuro. Afinal, os diferentes modelos que podem ser construídos com essas variáveis podem ser interpretados como representando o amplo conjunto de possibilidades de evolução desses indicadores ao longo dos próximos trimestres.

Os resultados das simulações estão representados no Gráfico 1. No cenário mais otimista, a economia só voltaria a crescer no primeiro trimestre de 2017; no mais pessimista, nem em 2018. Comparando as taxas anuais de crescimento das diferentes simulações, na Tabela 2, é possível ver que ainda é grande a probabilidade de o crescimento em 2017 ser negativo: os indicadores atuais ainda não rejeitam a possibilidade de a contração observada em 2017 ser superior a 2,0%, fazendo com que a dinâmica de ajustamento da economia doméstica se estenda por quatro anos, de 2015 a 2018. Por outro lado, no cenário mais otimista o PIB cresceria 0,1% em 2017 e 0,6% em 2018.

**Gráfico 1: Cenários de Crescimento do PIB**  
(série encadeada com ajuste sazonal. Base 1995 = 100)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

**Tabela 2: Taxas de Crescimento do PIB Em Cada Cenário**

PIB Anual	2016/2015	2017/2016	2018/2017
Cenário I	-3,0%	0,1%	0,6%
Cenário II	-3,0%	-0,6%	0,2%
Cenário III	-3,0%	-1,6%	-0,5%
Cenário IV	-3,0%	-2,5%	-1,7%

Fonte e elaboração: IBRE/FGV.



Esses números refletem a tendência de crescimento com base no conjunto de informações atualmente disponível. Portanto, mudanças de curso na política econômica podem aprofundar ou amenizar esses movimentos. Todavia, com base no estado atual da economia e da política econômica, esperamos contração de 3,0% em 2016 e nova contração, de 0,4%, em 2017.

Silvia Matos e Vinícius Botelho

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

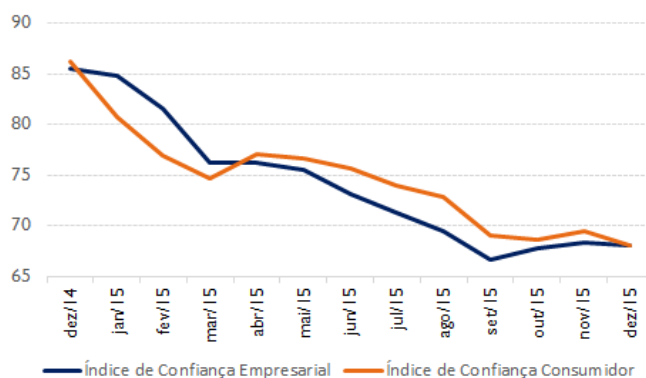
### O Cenário Permanece Nebuloso

A acomodação dos índices de confiança no quarto trimestre de 2015 apresenta certa semelhança com o movimento observado no segundo trimestre do ano passado: ambos sucederam quedas expressivas no trimestre anterior e foram impulsionados por calibrações de expectativas. Considerando-se médias trimestrais, a evolução dos índices continua negativa, exceto pelas expectativas das empresas, que avançaram no final do ano pela primeira vez desde o início de 2014.

O sopro de ânimo sugerido pela melhora das expectativas empresariais é, no entanto, ainda insuficiente para indicar um ponto de inflexão. Há no momento um aparente predomínio de fatores negativos com potencial para influenciar a evolução dos indicadores: o cenário econômico continua delicado, o ambiente político é tenso e a economia mundial dá sinais de enfraquecimento.

Ainda assim, dadas as características intrínsecas dos indicadores de confiança e a sua reconhecida relação com os ciclos de crescimento, não se pode descartar a ocorrência de *turning points* nos próximos meses. Em termos cíclicos, esta virada, caso ocorra, estará relacionada à redução de magnitude das taxas negativas de crescimento.

**Gráfico 2: Índices de Confiança do Consumidor e Empresarial\***  
(Índices de base média dos últimos 5 anos = 100, com ajuste sazonal)



\*Agregação, por pesos econômicos, dos índices de confiança da Indústria, Serviços, Comércio e Construção na CNAE 2.0.  
Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

**Tabela 3: Evolução dos Índices de Confiança Empresarial e do Consumidor\***

(Diferença em pontos da média trimestral em relação à média do trimestre anterior, com ajuste sazonal)

Período	Empresarial			Consumidor		
	Confiança	Situação Atual	Expectativas	Confiança	Situação Atual	Expectativas
1º Trim. 15	-5,4	-3,8	-7,0	-10,0	-7,7	-12,9
2º Trim. 15	-5,9	-8,1	-3,7	-1,0	-2,3	0,6
3º Trim. 15	-5,8	-5,3	-6,2	-4,5	-4,2	-5,2
4º Trim. 15	-1,2	-3,8	1,4	-3,3	-2,5	-3,2

\*Agregação, por pesos econômicos, dos índices de confiança da Indústria, Serviços, Comércio e Construção na CNAE 2.0.  
Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

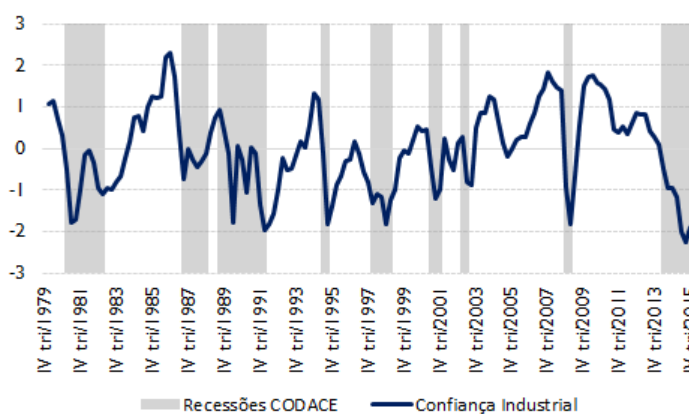
<sup>2</sup> Os autores agradecem a colaboração Rodolpho Guedon Tobler.

No entanto, além da documentada relação com os pontos de virada dos ciclos de crescimento, os indicadores de confiança carregam informações adicionais, relacionadas a outros fatores (econômicos ou não) e à forma como estes são incorporados pelos agentes na formação de expectativas. Este componente de “percepção” influencia decisões relevantes dos agentes econômicos, como as de consumo ou investimento. A contribuição desse componente de natureza mais psicológica aos índices de confiança pode ser melhor percebida nos momentos de oscilações mais intensas destes indicadores.

Para ilustrar a relevância dos níveis dos índices de confiança como sinalizadores do estado cíclico da economia, construímos um indicador alternativo de confiança da indústria (ICI\*) com dados desde 1980. Esse indicador tem uma correlação de 0,99 com o ICI tradicional no período de interseção das duas séries.<sup>3</sup> O Gráfico 3 mostra como ICI\* antecipa bem os pontos de reversão que marcam o início das recessões datadas pelo CODACE e coincide (ou antecipa) os pontos de saída de recessão. Mas também fica evidente que nenhuma saída de recessão ocorreu sem que o indicador avançasse para um nível superior a -1 (menos um) desvio padrão em relação à média. Ao final de 2015, o ICI\* estava dois desvios padrão abaixo da média histórica — portanto, num nível muito baixo.

**Gráfico 3: Confiança da Indústria e Recessões**

(Índice de Confiança com quatro quesitos existentes desde 1980, normalizado, com ajuste sazonal; e períodos de recessão da economia brasileira segundo o CODACE)



Fontes: FGV/IBRE e CODACE. Elaboração: IBRE/FGV.

Some-se a isso a evidência, apresentada em edição anterior deste Boletim, com base em dados de 37 países, da existência de uma relação positiva entre a duração das fases de contração e de recuperação dos índices de confiança. No caso da indústria, por exemplo, os índices levam, em média, 50% do tempo de queda para retornar aos seus níveis médios históricos (em que o componente psicológico teria impacto neutro no crescimento da economia). No caso atual brasileiro, mesmo num cenário favorável (20% de tempo de convergência), os indicadores levariam ao menos oito meses para retornar ao nível médio a partir da identificação de um vale (o pico do ICI foi datado em outubro de 2012).

Com base nos pontos apresentados acima, esperam-se para 2016 as seguintes tendências em relação aos índices de confiança: i) caso confirmada alguma aceleração de PIB e do consumo das famílias na margem nos próximos trimestres, os índices sairiam de seus níveis mínimos, sob

<sup>3</sup> As séries da Sondagem Industrial anteriores a 2001 foram retropoladas tendo como referência a evolução dos mesmos indicadores na metodologia anterior da pesquisa. A série do ICI tradicional tem início em abril de 1995.

influência principalmente das expectativas; ii) caso se confirmem estes *turning points*, a recuperação seria lenta. Em outras palavras, a confiança tenderia a continuar contribuindo negativamente para o crescimento da economia durante a maior parte de 2016.

*Aloísio Campelo Jr. e Viviane Bittencourt*

### 3. Mercado de Trabalho

#### Reajuste do Salário Mínimo Pode Agravar o Desemprego

O mercado de trabalho apresentou poucas novidades no quarto trimestres de 2015. A queda do nível de emprego continuou, sobretudo no que toca às vagas formais. Os resultados do Caged revelam continuidade na destruição de empregos formais em outubro (-169 mil), novembro (-130 mil) e dezembro (-660 mil). Como se esperava, as demissões líquidas de dezembro foram expressivas, com o encerramento das vagas temporárias na indústria e no comércio associados às vendas de fim de ano. Com isso, 2015 terminou com saldo recorde de perdas de empregos formais: 1,7 milhão de demissões líquidas.

Com a demora na divulgação dos resultados da PNAD pelo IBGE, cujos dados de emprego do quarto trimestre de 2015 somente serão divulgados nos próximos meses, ainda não se tem uma dimensão clara e em nível nacional do desempenho do emprego total (que inclui vagas não formais e trabalhadores por conta própria). Entretanto, nossas projeções de encerramento do ano para a PNAD Contínua não indicam mudanças relevantes na trajetória do mercado de trabalho, em meio à pior recessão dos últimos 25 anos. Se o desemprego atingir 9,3% no trimestre terminado em dezembro, como indica a previsão do IBRE, a taxa média do ano se encerrará em 8,6% (comparada a 6,8% em 2014). Essa taxa é a maior de toda a série histórica.

Para 2016, nossa projeção do desemprego medido pela PNAD é de 11,7%. Entre os fatores que explicam o aumento estão não apenas o maior ingresso de pessoas no mercado de trabalho (PEA), mas, também, os altos reajustes nominais dos salários. Estes, ao incorporarem expectativas inflacionárias elevadas, levam a um ajuste mais forte no mercado de trabalho pelo lado do emprego. Além disso, alguns setores que empregam uma quantidade relevante de mão de obra — como serviços, que apenas sentiram os efeitos da recessão a partir do segundo semestre de 2015 —, passarão a demitir mais fortemente ao longo de 2016, agravando ainda mais a queda da população ocupada (PO).

A política de reajustes anuais do salário mínimo, que desde 2007 incorpora a variação do INPC do ano anterior e o crescimento do PIB de dois anos antes, é outra variável relevante. O salário mínimo real já vinha aumentando antes de 2007, mas a política de reajustes a partir daquele ano o faz crescer mesmo em épocas de crise e queda do PIB. Isso não era garantido antes, quando se tratava de decisão mais legislativa e política.

O reajuste de 11,7% do salário mínimo em janeiro deste ano, para R\$ 880,00, causará forte aumento nas folhas de pagamento das empresas, o que, num cenário de queda da atividade, tende a agravar ainda mais o desemprego em 2016. Muito se fala na literatura econômica dos



impactos quase nulos do salário mínimo sobre o desemprego no Brasil. Entretanto, mudanças na dinâmica do mercado de trabalho a partir de 2015 indicam que podem existir efeitos mais relevantes do que nos anos anteriores em alguns setores.

Os Gráficos 4 e 5 dão um panorama geral da estrutura de emprego formal por classes de salário mínimo a partir da RAIS de 2014. Os trabalhadores que auferem até 1,5

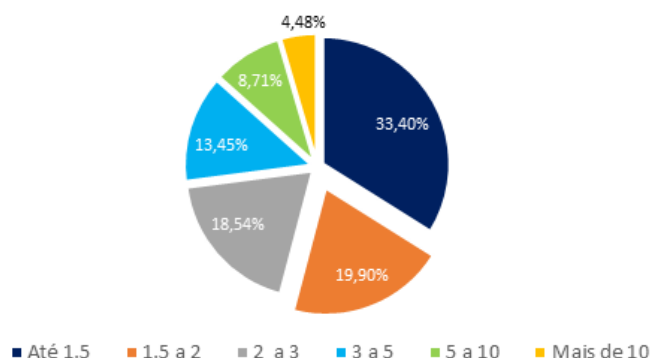
salário mínimo constituem uma fatia expressiva do mercado de trabalho, com o maior número de vínculos (33,4%) em relação ao estoque total de empregos formais (Gráfico 4).

O Gráfico 5 mostra que os setores mais dependentes de mão de obra de baixa remuneração, próxima ao piso salarial, são a agropecuária (48,11% do total empregado no setor), comércio (46,1%) e serviços (35,4%). Excluindo a agropecuária, os setores mencionados empregam uma parcela importante da força de trabalho da economia, sendo altamente intensivos em empregos de baixa produtividade. Os setores de comércio, serviços e indústria de transformação foram os que mais puxaram a demanda por emprego nos

últimos anos, com a expansão do crédito e do consumo. O dinamismo favorável desses setores ao longo dos últimos anos possibilitou que os aumentos reais do piso praticados pela política de reajustes desde 2007 pudessem ser absorvidos pelos empregadores sem que houvesse alta do desemprego na economia. É algo que não deve mais ocorrer num cenário recessivo como o atual.

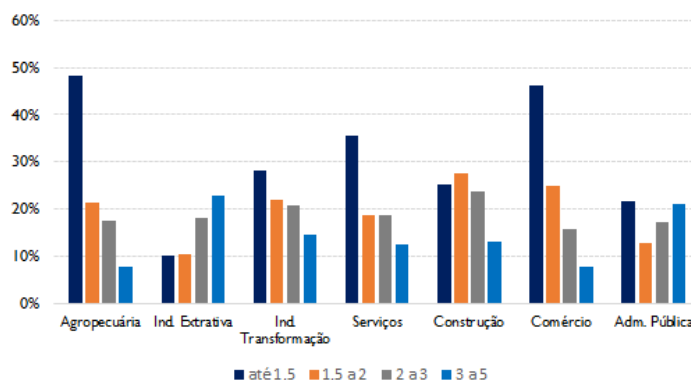
Além disso, o aumento da formalização da economia na última década resultou numa cobertura crescente dos trabalhadores pela legislação da CLT. Como se vê no Gráfico 6, a taxa de informalidade registrada na PME vem diminuindo progressivamente ao longo da última década, caindo de 34% em 2004 para 20% em 2015. Nesse contexto, é plausível supor que a legislação do

**Gráfico 4: Trabalhadores Formais por Faixa Salarial**  
(em nº de SMs)



Fonte: RAIS 2014 (MTE). Elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 5: Decomposição dos Setores por Faixa salarial Empregada**



Fonte: RAIS 2014 (MTE). Elaboração: IBRE/FGV.

salário mínimo poderá ter fortes efeitos sobre uma parcela maior de trabalhadores, e consequentemente, ter mais impacto sobre o desemprego formal.

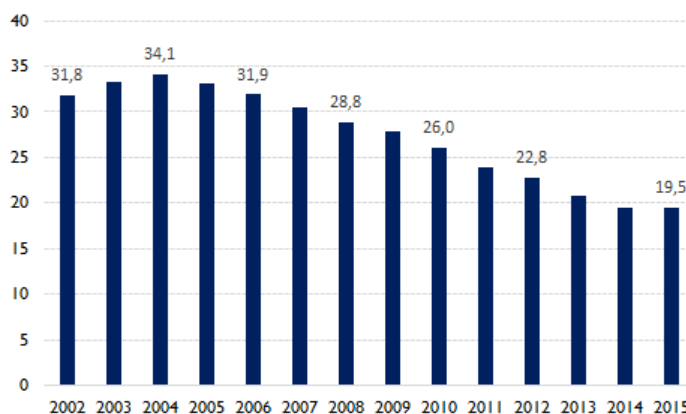
A política de reajustes do mínimo combinada com a crise econômica também tende a ampliar o descolamento do piso salarial em relação à produtividade média da economia. Do Gráfico 7,

considerando a renda média como uma *proxy* para a produtividade do

trabalho, vê-se que a proporção salário mínimo/renda média aumentou de 0,33 em 1999 para 0,45 em 2015. Quanto maior a proporção do piso à produtividade, maior a probabilidade de um reajuste do mínimo vir a tornar excessivamente custoso às empresas o emprego de trabalhadores pouco produtivos. Em meio ao crescimento baixo da renda média projetado para os próximos anos, essa razão poderá aumentar ainda mais, podendo alcançar 0,48 em 2017.

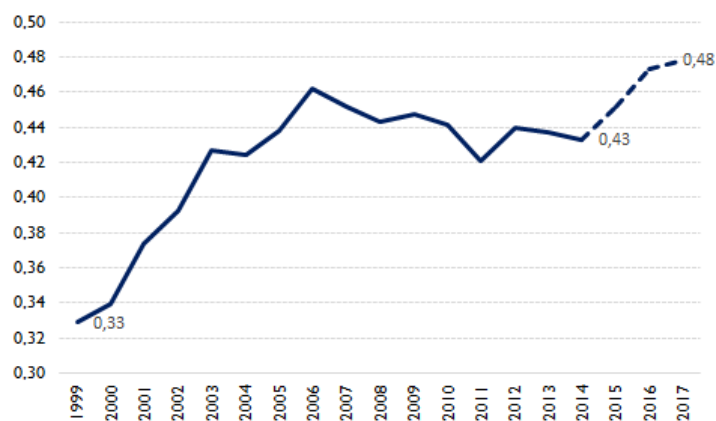
A alta contínua do piso salarial, portanto, pode vir a provocar efeitos importantes no mercado de trabalho nos próximos anos, numa magnitude maior do que nos anteriores. Pode exercer pressões de custos salariais sobre as empresas e agravar ainda mais o cenário do emprego, pondo em risco os postos formais de trabalho dos setores mais dependentes do salário mínimo. Por fim, também tenderá a agravar a espiral de preços e salários, podendo constituir um componente importante para a alta da inflação em 2016.

**Gráfico 6: Taxa de Informalidade (PME) - %**



Fonte: PME / IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 7: Proporção Salário Mínimo / Renda - %**



Fonte: Pnad / IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

**Tiago Cabral Barreira**

## 4. Inflação

### Inflação Tem Um Difícil Começo de Ano

Para um ano em que a expectativa de recuo da inflação ainda é unanimidade, 2016 teve um começo nada animador. As primeiras medições do índice “ponta” do monitor da inflação oficial

feitas este ano lançam dúvidas quanto ao alcance da desaceleração prevista para 2016. Senão vejamos.

Os alimentos encerraram a primeira semana de 2016 subindo 2,5%, tendo por base os sete dias iniciais de dezembro passado. Em 2015, usando-se o mesmo critério de mensuração, a alta registrada foi de 2,3%. Comportamento similar se verificou com empregados domésticos e cursos formais, que subiram 1,8% e 9,8%, na primeira semana de 2016. Acima do apurado em 2015, quando registraram altas de 1,3% e 8,7%, respectivamente.

Ao mesmo tempo, foram anunciados reajustes de tarifas de ônibus em quatro das sete cidades que compõem o IPC: São Paulo, Rio de Janeiro, Salvador e Belo Horizonte. A média destes quatro reajustes foi de 9,8%. Em 2015, segundo o mesmo cálculo, o aumento foi de 13,3%. A comparação direta indica, portanto, desaceleração. Até aí não houve surpresa. Afinal, em 2015, a prefeitura paulistana atualizou a tarifa depois de dois anos. O salto foi de 16,7%.

A preocupação é que os reajustes dessas quatro capitais deem o tom do que vai ocorrer nas cidades onde ainda não foram corrigidos os valores cobrados pelo serviço. Se for assim, o resultado fechado do ano ficará bem acima do projetado pelo IBRE para as tarifas de ônibus, de aumento de 7%. A consequência será a revisão para cima da estimativa de inflação em 2016, hoje de 7,5%.

Não deve passar despercebido o fato de que tanto as tarifas de ônibus quanto as mensalidades escolares e, em larga medida, os pagamentos a empregados domésticos são valores contratuais. Inflexíveis, portanto. As altas já registradas permanecerão inalteradas ao longo de 2016.

O mesmo não se pode afirmar dos alimentos. Nos meses de maio a setembro, os preços habitualmente caem. Neste ano, contudo, a intensificação do fenômeno El Niño durante o verão pode perturbar a simetria entre as fases de subida e queda dos preços agrícolas, impedindo que se complete a chamada devolução das altas do início do ano. Esta, por ora, é uma simples conjectura, incerta como é próprio da meteorologia. Mas fica o alerta.

A primeira boa notícia do ano no campo da inflação virá da energia elétrica, o vilão de 2015, com aumento de 51%. Já é dada como certa, ainda no primeiro trimestre, a mudança de cor da bandeira tarifária de vermelha para amarela, não sendo descartada a possibilidade de retorno à verde. O recuo da tarifa, que pode ser de 8%, na hipótese de bandeira verde, será viabilizado pela combinação de retração econômica com chuvas abundantes. Neste caso, o El Niño joga a favor. Mas a trajetória da tarifa elétrica não termina aí. As revisões anuais das concessionárias repassarão aos preços a desvalorização do câmbio do ano passado, além de encargos relativos aos financiamentos de 2014.

Os aumentos aqui mencionados, apesar de fortes, representam movimentações iniciais de preços em 2016. A incerteza quanto aos rumos da política econômica, todavia, pode trazer rigidez adicional à inflação, tornando a jornada rumo à meta mais longa do que sinalizam as autoridades.

*Salomão Quadros e André Braz*

## 5. Política Monetária

### O Problema de Expectativas Desancoradas

Em análise recente sobre o futuro da política monetária nos Estados Unidos (Boletim Macro, novembro de 2015), tivemos oportunidade de ressaltar que a referência teórica que aparentemente norteia as decisões de política do Fed é uma velha conhecida dos economistas desde os últimos anos da década de 1960. Nosso raciocínio teve por base um artigo recente da presidente do Federal Reserve, Janet Yellen, tornado público em 24 de setembro último, sob o título “Inflation Dynamics and Monetary Policy”.

De acordo com o referido arcabouço, a inflação flutua ao longo do tempo em torno de uma tendência de longo prazo. Esta, por sua vez, guarda estreita relação com as expectativas de inflação de consumidores e empresas. As flutuações de curto prazo têm a ver com a intensidade do uso de recursos na economia e com mudanças de preços relativos.

A despeito das notórias diferenças existentes entre os dois casos, pode-se recorrer à mesma referência teórica para analisar a dinâmica da inflação brasileira nos próximos meses. Antes, porém, talvez caiba destacar as diferenças. Primeiro, há praticamente 20 anos a tendência da inflação a longo prazo nos EUA mostra-se estável em torno de um nível ligeiramente superior a 2,0% ao ano. Como seria de se esperar, as expectativas dos profissionais de mercado convergiram para esse patamar. No Brasil, em contraste, a inflação tem ficado acima da meta e apresentado tendência altista desde o final de 2009. Segundo, enquanto nos EUA o mercado de trabalho caminha para o pleno emprego, entre nós afastamo-nos cada vez mais dessa situação. Terceiro, enquanto nos EUA o principal choque de preços relativos ajuda a trazer a inflação para baixo (queda acentuada dos preços de importáveis, relacionada com o fortalecimento do dólar), entre nós ocorre o contrário, devido à correção dos preços administrados e à depreciação cambial.

Nos EUA, para chegar na meta a inflação precisa subir; no Brasil, precisa cair, consideravelmente. No caso norte-americano, os formuladores de política confiam no fato de as expectativas se mostrarem estáveis, em torno do número desejado. Já no Brasil, não é possível contar com essa ajuda. Na realidade, nosso grande problema reside justamente no fato de que as expectativas se mostram desancoradas.

A desancoragem de expectativas no Brasil é um fenômeno que se tem agravado. Para que as expectativas converjam para a meta, é indispensável que a taxa observada de inflação fique ora acima, ora abaixo do objetivo. Isto é o que faria o público acreditar que, em média, a meta será cumprida. Como se sabe, porém, em todos os anos de vigência do atual regime, somente uma única vez (2006) a inflação situou-se significativamente abaixo da meta (3,14% contra 4,5%). A isso se somaram os efeitos da desastrosa decisão de reprimir a inflação mediante controle de certos preços. A toda inflação reprimida corresponde (mais adiante) uma inflação corretiva, e esta joga as expectativas de inflação para cima, devido à tendência *backward-looking* de grande parte do público. Por último, temos agora uma série de obstáculos à assunção de compromissos e a ações mais firmes por parte do BC, assunto do qual tratamos no último Boletim Macro de 2015.

Diante de tudo isso, como esperar que a dinâmica dos preços se mostre favorável e que a inflação caia consideravelmente em 2016? Não se trata de prever explosão do crescimento dos preços, mas enormes dificuldades para atingir níveis de inflação mais civilizados, mesmo diante de severo quadro recessivo.

*José Júlio Senna*

## 6. Política Fiscal

### Restos a Pagar Trazem Notícia Boa no Quadro Fiscal Pessimista

Após um ano de crise fiscal, como 2015, e ainda sem perspectiva de que uma solução duradoura seja encaminhada em 2016, alguns aspectos do desempenho fiscal acabam recebendo pouca atenção. Esse é o caso dos “restos a pagar (RP)”. Embora menos acompanhados do que deveriam ser, os RP exercem forte pressão na gestão das contas públicas. Desta forma, é essencial compreendê-los e mensurá-los, sobretudo no início do ano.

De acordo com o artigo 36 da lei 4.320/64, consideram-se restos a pagar as despesas empenhadas, mas não pagas até o dia 31 de dezembro, distinguindo-se as processadas das não processadas. Nessa distinção, entende-se como restos a pagar processados (RPP) aqueles empenhos liquidados no exercício anterior, mas que ainda não foram pagos. Já os restos a pagar não processados (RPNP) são as despesas empenhadas, mas ainda não liquidadas — e, portanto, igualmente não pagas.

Essa é uma distinção importante para entender a herança de despesas deixadas para 2016 que foram empenhadas (liquidadas e não liquidadas), mas que não foram pagas no exercício de 2015 e anteriores — ou seja, os compromissos assumidos e não honrados no passado, que ficaram para este ano.

O volume global de despesas inscritas em restos a pagar foi de R\$ 140,9 bilhões de reais no início de 2016.<sup>4</sup> Esse resultado pode ser visto como uma boa notícia sob a ótica de curto prazo, pois, se comparado ao ocorrido em 2015, representa uma queda de R\$ 37,2 bilhões (-20,9%) no estoque inscrito de RP.

Os RPNP caíram 26,5% (R\$ 43,2 bilhões) na comparação de 2016 com 2015, por conta dos cancelamentos e dos pagamentos realizados em 2015. Já os RPP subiram 38,7% (R\$ 5,9 bilhões), evidenciando uma possível necessidade da utilização dos restos a pagar de maneira a garantir maior “flexibilidade fiscal” em 2015. As despesas liquidadas, mas não pagas, não aparecem nas estatísticas de resultado primário “acima e abaixo da linha”, permitindo resultados fiscais

---

<sup>4</sup> Os restos a pagar são compostos pelas despesas de pessoal e encargos sociais, juros e encargos da dívida, outras despesas correntes, investimentos, inversões financeiras e amortização da dívida. Para esta análise foram desconsideradas apenas as despesas com juros, encargos e amortização da dívida, o que representa menos de 5% do total de restos a pagar. A partir de 2009, a folha de pagamento do INSS passou a ser incorporada como restos a pagar processados, o que não provocou mudanças no resultado primário. A fim de tornar a base de dados comparável para o período que foi analisado, foram desconsiderados os gastos com a folha do INSS, os quais são concentrados majoritariamente em “outras despesas correntes”.



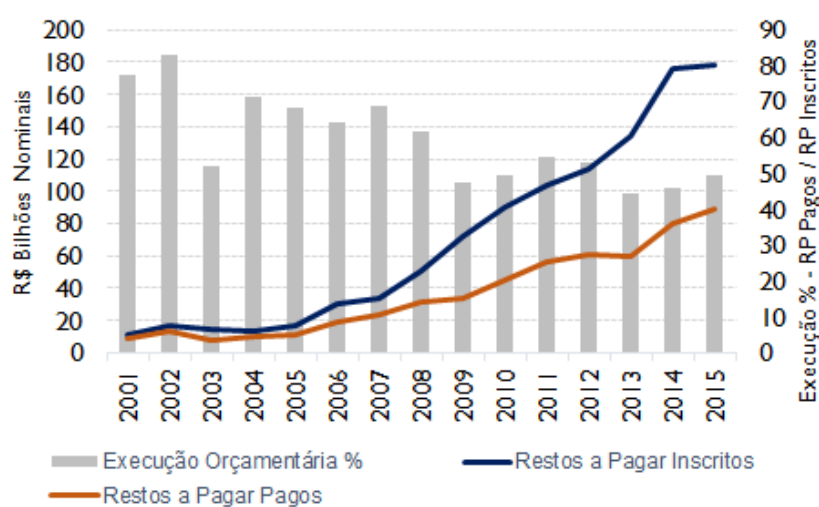
melhores do que seriam caso tivessem sido pagas. Evidentemente, o pagamento é jogado para a frente e prejudica os resultados futuros.

Em termos de execução – volume ano a ano de restos a pagar pagos *vis-à-vis* os RP inscritos –, o nível atual ainda é bem inferior aos registrados antes da crise global de 2008 e 2009. De 2001 a 2008, o volume de restos a pagar pagos representava, em média, 68,3% dos RP inscritos. Desde 2009, essa média caiu para 49,2%, o que contribui para a tendência de os restos a pagar correrem mais rápido que seu pagamento, conforme evidenciado no Gráfico 8. Por outro lado, de 2013 a 2015 houve aumento da execução ano a ano, embora esta ainda permaneça bem abaixo do nível pré-crise.

Em resumo, é louvável o esforço do governo em reduzir o volumoso estoque dos restos a pagar, porém ainda há muito para ser ajustado. Desde 2004, o estoque de RP inscritos só cresceu (com exceção de 2016) e, desde o pós-crise, além desse crescimento, a execução vem se mantendo baixa. Tendo 2016 registrado a primeira evidência de queda do estoque dos restos a pagar inscritos, espera-se que essa tendência se mantenha, para possibilitar menor pressão fiscal sobre exercícios futuros.

**Vilma Pinto**

**Gráfico 8: Execução dos Restos a Pagar** (em R\$ bilhões Correntes e %)



Fontes: Fonte: Senado Federal (Siga Brasil) e STN (Tesouro Gerencial). Elaboração: IBRE/FGV.

## 7. Setor Externo

### Erros de Previsão e Imprevistos nas Projeções da Balança Comercial

A balança comercial fechou 2015 com superávit de US\$ 19,7 bilhões, muito acima das previsões de mercado do início do ano (superávits de no máximo US\$ 5 bilhões) e do que era dado como quase certo no final (ao redor de US\$ 15 bilhões), conforme mostra o Gráfico 9. Foi uma boa surpresa, pois significa que o ajuste externo está encaminhado. Mas, como explicar essas diferenças?

No primeiro Relatório Focus de 2015, a estimativa para o crescimento do PIB era de 0,5%, o que foi sendo progressivamente revisado para baixo. No último relatório do ano, a previsão foi de retração de 3,7%. O recuo no nível de atividade levou a uma queda nas importações de 25% entre 2014 e 2015, o que foi decisivo para o saldo comercial positivo, pois as exportações caíram 15%.

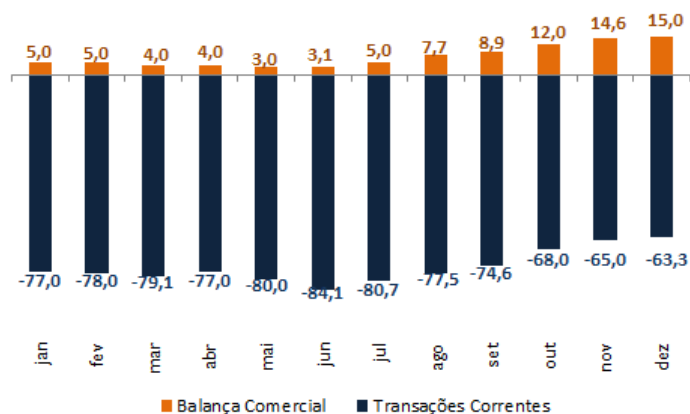
As maiores contribuições para a queda das exportações e importações vieram de bens intermediários, matérias primas e combustíveis (Gráfico 10). A queda nos preços das *commodities* explica o resultado das exportações. O índice IBRE do preço das exportações de *commodities* recuou 29% entre 2014 e 2015 (Gráfico 11), o que reduziu o efeito positivo do aumento do volume exportado (15%) sobre o crescimento em valor, que caiu 20%. Como as *commodities* explicam cerca de 60% das exportações brasileiras, as não *commodities* teriam que ter um desempenho positivo, o que não ocorreu — caíram 8,5% em valor.

No caso das importações, a queda no nível de atividade e o encarecimento do preço dos produtos (desvalorização cambial) reduziram as compras de matérias primas e bens intermediários. Nesse cenário de recessão econômica, o efeito da queda no preço do petróleo foi mais forte nas importações do que nas exportações. Dessa forma, o déficit de petróleo e derivados caiu de US\$ 17 bilhões para US\$ 6 bilhões entre 2014 e 2015, o que não era previsto no início do ano passado. Adicionalmente, a queda no PIB explica a contribuição de 17% do setor de bens de capital para o recuo nas importações. Em suma, a profundidade não prevista da recessão levou os analistas a subestimarem a queda nas importações.

A partir de agosto, a expectativa de piora nas condições econômicas se consolidou, o que levou a revisões mensais de melhora na balança comercial. Ainda assim, o superávit comercial veio acima do esperado no último Relatório Focus de 31 de dezembro. Neste caso, a explicação está em eventos não esperados.

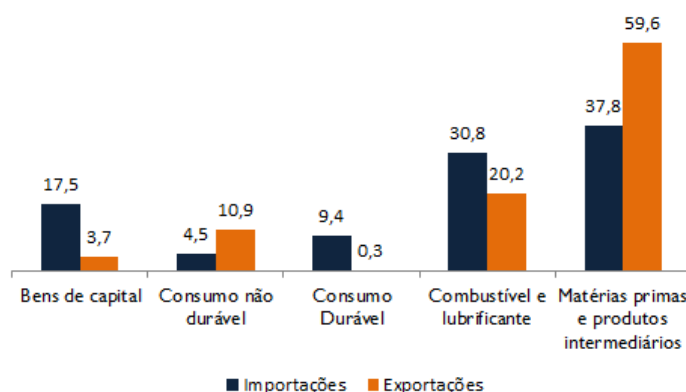
O saldo comercial de dezembro, de US\$ 6,3 bilhões, é o maior da série histórica da balança. As exportações caíram 4%, e as importações, 39%, na comparação entre os meses de dezembro de 2014 e 2015. Chama atenção a queda de 4% nas exportações no ano passado, após recuos sucessivos de dois dígitos desde julho. No Gráfico 12 mostramos os valores, em dólares constantes

**Gráfico 9: Projeção Relatório Focus (US\$ bilhões)**



Fonte: Banco Central, Relatório Focus. Elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 10: Contribuição das Categorias de Uso na Queda das Importações e das Exportações (valores em percentagem%)**



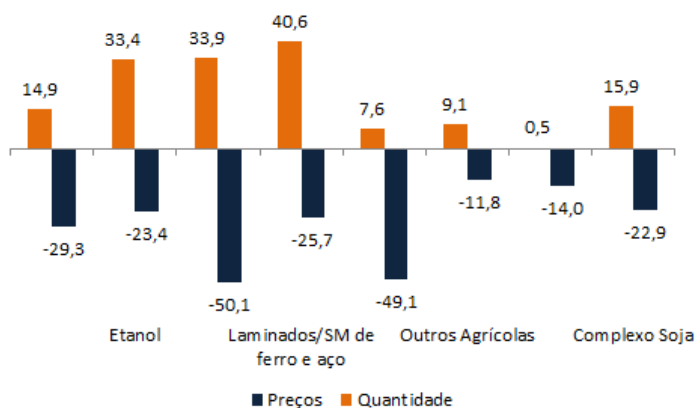
Fonte: SECEX/MDIC. Elaboração: IBRE/FGV.

de 1995, de exportações, importações e saldo comercial em dezembro, ao longo dos anos. O saldo de dezembro de 2015 (US\$ 4 bilhões) supera o pico anterior da série, de US\$ 3,8 bilhões, em 2006.

A análise por grandes grupos mostra que, entre os meses de dezembro de 2014 e 2015, as exportações de produtos básicos recuaram 15% e as de semimanufaturas, 2%, mas as de manufaturas aumentaram 8,7%. Os quatro principais produtos na pauta de manufaturas, que explicam 30% do total destas exportações, registraram aumento entre dezembro de 2014 e 2015: plataformas de exploração de petróleo (não houve exportação em dezembro de 2014); aviões (+24%); automóveis (+72%); e tubos de ferro e aço (+180%). Excluindo as plataformas, as exportações de manufaturas registraram queda de 3,2%.

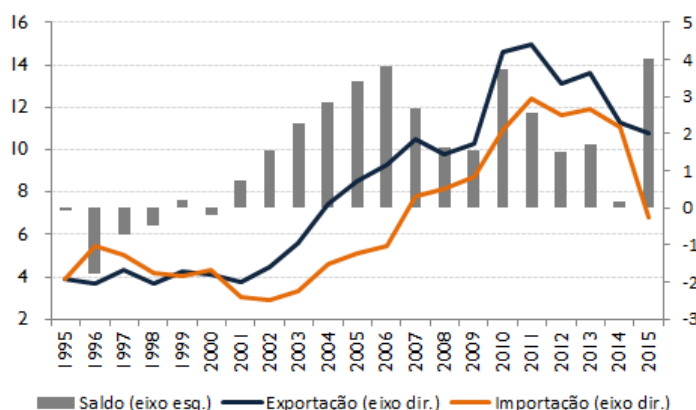
O resultado de dezembro, excluindo as plataformas, seria indício de recuperação das manufaturas? Como assinalado nesta nota, a principal mensagem é que o ajuste externo foi via recessão e queda nas importações, o que não sugere uma trajetória sustentável. Logo, o desempenho das exportações é crucial. Na Seção “Em Foco” voltaremos a esse tema.

**Gráfico 11: Variação 2014/2015 das Principais Commodities Exportadas (%)**



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

**Gráfico 12: Saldos Comerciais no Mês de Dezembro (deflacionados pelo IPC dos EUA, base 1995)**



Fontes: SECEX/MDIC e FMI. Elaboração: IBRE/FGV.

*Lia Valls Pereira*

## 8. Panorama Internacional

### Economia Internacional: O que Acompanhar em 2016?

Este é um bom momento para alinharmos quais são os fatos da economia internacional que merecerão nossa atenção ao longo deste ano.

Para a economia americana, o fato marcante será o encaminhamento do processo de normalização da taxa de juros. O FED espera quatro subidas de 0,25 ponto percentual (pp), enquanto o mercado espera bem menos.

Como discutimos em detalhe no texto do Boletim anterior, o mercado precifica probabilidade positiva de que a economia americana tenha permanentemente juros reais neutros próximos de zero, o que indicaria que a taxa de juros de curto prazo seria próxima de 2% numa perspectiva de longo prazo, e não os 3,75% que os membros do FOMC esperam.

Os últimos indicadores de atividade sugerem que houve forte desaceleração da atividade no quarto trimestre. O PIB, que tem rodado a pouco mais de 2% por trimestre, considerando-se a taxa anualizada, caiu para um ritmo abaixo de 1,5%,<sup>5</sup> segundo as últimas indicações. Tudo sugere que a piora do desempenho da economia internacional explique o resultado.

Parece, portanto, estar descartado para este ano um cenário de forte recuperação da atividade americana, com crescimento próximo de 3%. No entanto, há duas possibilidades para a evolução do cenário e será tarefa da coluna acompanhar qual deles se materializará.

O primeiro, um cenário mais próximo do mercado, é aquele no qual a economia e o mercado de trabalho fraquejam, e o FED não consegue entregar as quatro subidas de 0,25 pp que prevê. O segundo, mais próximo do cenário do FED, será aquele, mesmo com crescimento relativamente baixo, na casa de 2% ao ano, no qual o mercado de trabalho aperta e aparecem sinais mais sólidos de aumentos nominais de salários em torno de 4% ao ano. Este segundo cenário seria de certo descolamento da atividade em relação ao mercado de trabalho – atividade fraca apesar de mercado de trabalho apertado –, em função de piora estrutural na taxa de crescimento da produtividade da economia americana.

O descolamento entre mercado de trabalho e atividade ocorreria em função do crescimento da economia se concentrar nos serviços e da baixa produtividade relativa do trabalhador neste setor. Esta, por sua vez, é consequência da natureza das atividades e da piora relativa, ocorrida nas últimas décadas, da qualidade da educação.

Para a Europa, devemos ter crescimento de aproximadamente de 1,5%, com risco de alteração da política econômica nos países ibéricos. Apesar de os partidos conservadores terem tido a maior votação nas eleições que ocorreram no segundo semestre de 2015 tanto em Portugal quanto na Espanha, as maiores bancadas ficaram com a coalizão dos partidos de esquerda. Não está claro se haverá uma virada para a esquerda na política econômica na península ibérica em 2016. Se houver, e as economias entrarem em rota de piora fiscal, é possível que vejamos *stress* nos mercados de ativos. Lembremos que um *default* soberano na Espanha terá impactos sistêmicos sobre o sistema bancário dos países da união monetária. Assim, será necessário acompanhar com cuidado a evolução da política econômica, com ênfase na política fiscal dos países ibéricos.

Para a China esperamos uma dinâmica equivalente à observada em 2015. Crescimento entre 6,5% e 7,0% (mais perto do limite inferior), com volatilidade dos mercados sempre que dados relativos à piora do desempenho da velha China – siderurgia e indústria de transformação em geral – forem divulgados. O início do ano registra nova rodada de estresse na China em função do mercado

---

<sup>5</sup> As projeções de longo prazo da Bloomberg estão em 1,4% (14/01/15), e as projeções de alta frequência (15/01/15), como Bloomberg e GDP Now estão em 0,5% e 0,6%, respectivamente.

acionário e de movimentos na política cambial. Novas informações ainda são necessárias para avaliar se este é mais um evento pontual ou a materialização de problemas mais graves na economia chinesa; a princípio, a primeira opção parece ser mais provável.

*Samuel Pessôa*

## 9. Observatório Político

### Nelson Barbosa Vai à China?

No dia 21 de dezembro passado, o heterodoxo Nelson Barbosa assumiu a chefia do Ministério da Fazenda em substituição ao ortodoxo Joaquim Levy. Apesar de seu discurso de posse ter enfatizado a necessidade de continuar o ajuste fiscal iniciado por Levy, o novo membro da equipe econômica do governo foi recebido com ceticismo pelo mercado.

Muito se tem especulado a respeito das razões que levaram a presidente Dilma a nomear um segundo ministro da Fazenda em menos de um ano. Um dos argumentos mais frequentes assevera que Dilma – acossada por um processo de destituição na Câmara dos Deputados, com a economia em profunda recessão, sofrendo de baixíssima popularidade e enfrentando enormes dificuldades com seu principal aliado político, o PMDB – teve que se apoiar pesadamente na ala esquerda de sua coalizão governativa. Como a esquerda deplorava os duros cortes de gastos públicos advogados por Levy, à titular do Palácio do Planalto restou apenas escolher um heterodoxo para conduzir a política econômica. A interpretação faz sentido. De fato, o objetivo primordial de Dilma é, hoje, a sobrevivência política. E sem um suporte sólido da esquerda, isso não será possível.

A ascensão de Barbosa, todavia, reitera um dos problemas fundamentais dos cinco anos de Dilma na chefia do Executivo Federal: as oscilações bruscas na política econômica e o vai-e-vem permanente entre a rigidez ideológica e o pragmatismo de curto prazo. Por que esses anos têm sido assim?

Uma primeira explicação reside na personalidade da Presidente: ela é uma líder de esquerda com fortes crenças ideológicas, pouco afeita ao toma-lá-dá-cá da política e que gosta de usar seus poderes constitucionais para dirigir a economia. Esses atributos, por sua vez, interagem com uma característica-chave das coalizões partidárias e sociais que têm sustentado as administrações petistas desde 2003: a alta fragmentação e a ampla heterogeneidade ideológica, o que significa a presença de grupos políticos com visões e interesses muito distintos dos de Dilma e do PT. De uma combinação tão complicada, é natural que a incoerência decisória emergja com um dos traços tragicamente marcantes do último quinquênio.

O terceiro fator que deve ser trazido à baila diz respeito a um dos gargalos estruturais da economia brasileira, que se estreitou mais ainda nos últimos anos: a tendência ao aumento dos gastos públicos acima da taxa de crescimento do PIB e o engessamento do orçamento da União em virtude de inúmeras vinculações constitucionais, as quais, por sua vez, dificultam sobremaneira a redução da referida tendência. Por último, há que se levar em conta as restrições



impostas à economia nacional pela queda dos preços dos bens primários nos últimos anos e pelo início do fim, em maio de 2013, dos estímulos monetários oferecidos pelo Banco Central dos EUA desde o início da crise financeira de 2008, levando à desvalorização da moeda brasileira.

Em suma, uma soma de fatores pessoais, políticos e econômicos – estes últimos de natureza conjuntural e estrutural, e nacional e internacional – conspira contra um bom desempenho do novo ministro da Fazenda, pessimismo nitidamente sentido pelo país na virada do ano. Caso Dilma sobreviva ao processo de suspensão do seu mandato, batalha que deverá ser travada e decidida entre fevereiro e abril, sob que condições poderá ter Nelson Barbosa algum êxito?

Uma possibilidade é o novo ministro protagonizar o que se chama de um “Nixon goes to China” (Nixon vai à China). Convém lembrar que Nixon, presidente dos EUA entre 1969 e 1974, anticomunista hidrófobo, foi o homem que levou Washington a restabelecer relações diplomáticas com a Beijing de Mao Tsé-Tung. Apenas um líder com as impecáveis credenciais de direita de Nixon teria a confiança do *establishment* político e do eleitorado americanos para efetuar tal peripécia. Se um político menos conservador do que Nixon tivesse ousado a mesma manobra, teria sido rapidamente trucidado pela direita por render-se ao comunismo. Como mostram Cukierman e Tommasi, uma política de extrema esquerda tem maiores chances de ser implementada pela extrema direita (e vice-versa) por conta da maior credibilidade do governo para demonstrar seus benefícios à sua base político-eleitoral.<sup>6</sup>

Nelson Barbosa, economista de imaculadas credenciais heterodoxas, reúne, portanto, mais condições do que Levy para convencer o PT, os sindicatos e os movimentos sociais de que um sério ajuste fiscal – uma política de extrema direita, aos olhos destes – é uma necessidade imperativa para que a economia volte a crescer. Descartado um “Nixon goes to China” pelo governo ou pela esquerda, restará apenas orar pelo novo ministro.

*Octavio Amorim Neto - Professor da EBAPE/FGV*

## **10. Em Foco IBRE: O Ajuste Externo da Balança Comercial em 2015: Fatores Conjunturais e Estruturais**

Talvez a única boa notícia no cenário econômico brasileiro de 2015 tenha sido a melhora no setor externo. A balança comercial saiu de um déficit de US\$ 4,1 bilhões em 2014 para um superávit de US\$ 19,7 bilhões, o que tem levado a projeções de saldos positivos da ordem de US\$ 30 bilhões para 2016. Em função do resultado da balança no ano passado, o déficit em transações correntes caiu para aproximadamente US\$ 50 bilhões, um número bem-vindo num momento em que incertezas sobre os rumos da economia poderão arrefecer a entrada de capitais no país.

O bom resultado da balança não é, porém, motivo de comemoração se a análise for além do cenário macroeconômico conjuntural. Um olhar para o passado recente da economia brasileira

---

<sup>6</sup> Alex Cukierman e Mariano Tommasi, “When Does It Take a Nixon to Go to China?”, *The American Economic Review*, v. 88, p. 180-197, 1998.

mostra que os números de 2015 trazem dúvidas quanto à sustentabilidade desse ajuste externo. O objetivo aqui é analisar a contribuição das exportações e ressaltar que, numa perspectiva de longo prazo, o desafio de ampliá-las passa pelas exportações de manufaturas. Uma questão que ficou nos bastidores com o *boom* dos preços das *commodities* entre 2003/04 e 2011.

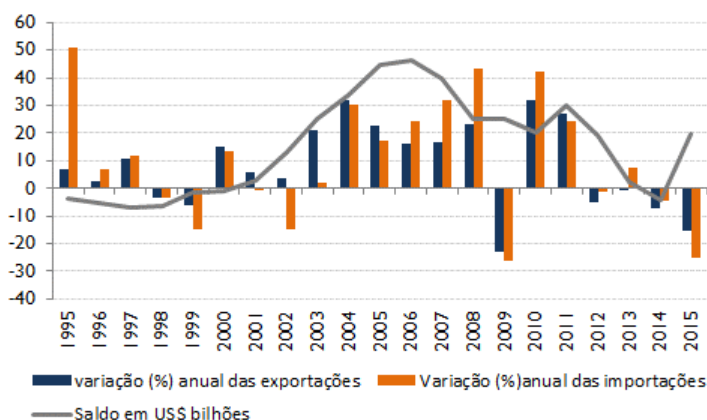
### O ajuste externo de 1999/2001 e de 2015

A volta do superávit comercial em 2015 se deu de “forma rápida” em relação ao mesmo fenômeno em 1999/2001. No ajuste de 1999, a desvalorização cambial que instituiu o regime de câmbio flutuante no Brasil – junto com os empréstimos do Fundo Monetário Internacional – foi o caminho escolhido para assegurar o ajuste externo da economia brasileira. No entanto, como mostra o gráfico do saldo da balança comercial, a volta dos superávits comerciais só foi ocorrer em 2001 (Gráfico 13).

Naquele ano, as exportações aumentaram 5,7%, as importações caíram e o PIB se desacelerou, passando de 4,4% (2000) para 1,3% (2001). O ajuste ocorreu com aumento das exportações e queda das importações em 2001 e 2002, e crescimento positivo do PIB. Em 2004, a economia cresceu a uma taxa de 5,7% e o dinamismo das exportações iria assegurar os saldos positivos, mesmo com a volta do aumento das importações.

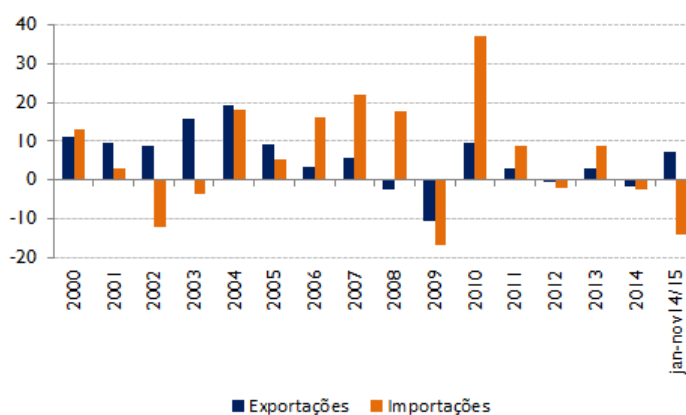
Em 2001, o superávit foi obtido com crescimento positivo da quantidade exportada e importada (Gráfico 14). Nos dois anos seguintes, o volume importado recuou e as exportações continuaram a rescer. A partir de 2004, os índices de quantum dos dois fluxos da balança comercial aumentaram e, de 2006 até 2013 (exceto 2009), o ritmo de crescimento das importações superou o das exportações.

Gráfico 13: Balança comercial (1996/2015)



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

Gráfico 14: Variação (%) Anual do Índice de Quantidade das Exportações e Importações

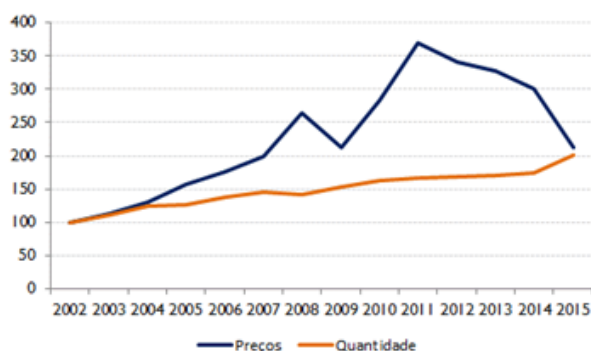


Fonte: Funcex. Elaboração: IBRE/FGV.

Como já fartamente analisado, o *boom* nos preços das *commodities* teve um papel decisivo para garantir os saldos positivos da balança comercial no período analisado. Entre 2002 e 2011, o índice

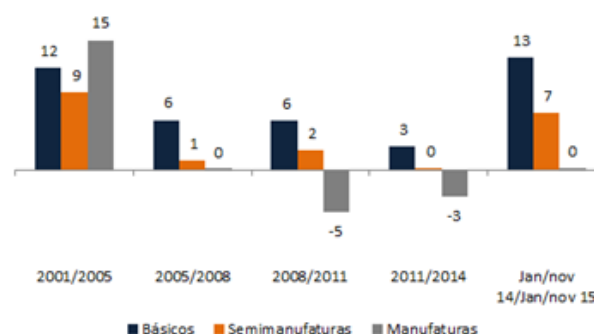
IBRE de preços das *commodities* aumentou em 270%, e o de quantum em 68% (Gráfico 15). A situação se inverteu entre 2011 e 2015: o quantum cresceu 21% e os preços caíram 42%.

**Gráfico 15: Índice IBRE das Principais Commodities Exportadas**



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 16: Crescimento Médio Anual (%) da Quantidade Exportada**



Fonte: Funcex. Elaboração: IBRE/FGV.

Mas a melhora da balança comercial nos anos iniciais da primeira década de 2000 não se deve exclusivamente ao desempenho das *commodities*. Como mostra o Gráfico 16, entre 2001 e 2004, o crescimento médio anual das exportações de manufaturas, de 15%, superou o dos produtos básicos (12%). Nos períodos seguintes, todos os índices de quantum se desaceleraram, mas o recuo maior é nas manufaturas, que registraram crescimento nulo no período 2002/2008, negativo nos anos seguintes, e novamente nulo na comparação entre janeiro e novembro de 2014 e 2015. Chama atenção o aumento de 13% dos produtos básicos no último período pelo índice da FUNCEX. Pelo índice das *commodities* IBRE, que inclui semimanufaturas e algumas *commodities* manufaturadas, o aumento foi de 15% entre 2014 e 2015, o maior desde o ano de 2002.

O ajuste da década passada contou com o *boom* nos preços das *commodities*. Não se vislumbra, porém que este cenário se repita em 2016 e 2017. Logo, o ajuste requer que as exportações de manufaturas comecem a crescer, pois não é desejável que a correção se baseie na queda do nível de atividade econômica.

### **Os mercados de manufaturas do Brasil e sua participação no comércio mundial**

Recuperar as exportações de manufaturas exige diversificar e reconquistar mercados. Somente o Mercosul não assegura o dinamismo das exportações, exceto para o setor automotivo.

O principal mercado de destino das exportações de manufaturados do Brasil é o dos Estados Unidos, seguido da Argentina (Gráfico 17). Entre os biênios de 2002/03 e 2014/2015, a mudança mais significativa foi a queda da participação dos EUA, de 34% para 18%, e o aumento da parcela do Mercosul, de 11% para 24%. Neste último caso, a menor participação no biênio inicial é explicada pela crise argentina. A União Europeia voltou a registrar participação igual à dos anos de 2002 e 2003 (17%). No México, perdemos participação e na Ásia houve ganho de dois pontos percentuais (9% em 2014 e 2015). Na América do Sul, exclusive Mercosul, o principal mercado

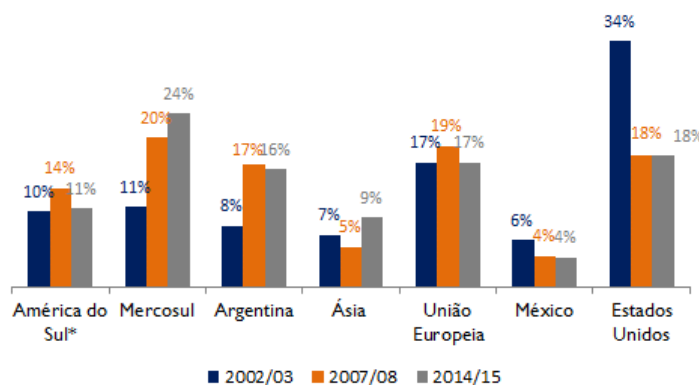
variou ao longo do período analisado: Chile em 2002/03, Venezuela (2007/08, 4,2%) e Paraguai, com 3,5% no biênio mais recente.

Destacamos o período de 2001 a 2003 para analisar a contribuição dos principais parceiros brasileiros para o aumento das manufaturas (Gráfico 18) na época. A maior contribuição foi dos Estados Unidos (28%), seguidos da União Europeia (22%), México (12%) e América do Sul, exclusive Mercosul (5%). A volta dos superávits comerciais a partir de 2001 foi beneficiada, portanto, pelo crescimento das vendas de manufaturas para os mercados dos países desenvolvidos, pelo acordo automotivo de 2002 com o México e, a partir de 2003, pela saída da Argentina da crise.

Qual é o atual cenário? Os Estados Unidos e a União Europeia voltam a crescer, mas a indústria brasileira enfrenta o aumento da concorrência da China e dos asiáticos emergentes. A desaceleração chinesa, mesmo que suave, afeta os parceiros sul-americanos do Brasil que dependem das exportações de *commodities*, como o Chile e o Peru. As exportações para a Argentina poderão crescer, mas dependem de quão rápida será a recuperação do país e o aumento do PIB, além do efeito China. O Brasil está em negociações para ampliar o acordo de livre comércio com o México, que poderá ter efeito positivo, mas ainda não foi concluído.

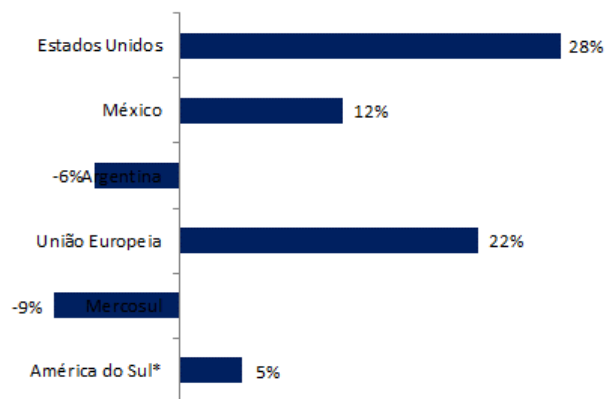
A nossa mensagem é de que, na ausência do *boom* de preços de *commodities*, é preciso assegurar o crescimento das exportações de manufaturas, que encontram condições menos favoráveis do que na primeira década dos anos 2000. Nesse contexto, só a desvalorização cambial não é suficiente. O índice da taxa de câmbio efetiva real desvalorizou-se 46% entre 2011 e 2015 (índice de paridade de preços ao consumidor) ou 40% (índice de paridade de preços ao produtor ou atacado), dependendo do deflator (Gráfico 19). Os dois indicadores em 2015 são superiores ao período iniciado em 2006, mas ainda são menores do que os dos anos de 1999 a 2005.

**Gráfico 17: Participação dos Países nas Exportações de Manufaturas do Brasil**



\* exclusive Mercosul. Fonte: SECEX/MDIC. Elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 18: Contribuição para o aumento das exportações de Manufaturas 2001/2003**



\* exclusive Mercosul. Fonte: SECEX/MDIC. Elaboração: IBRE/FGV.

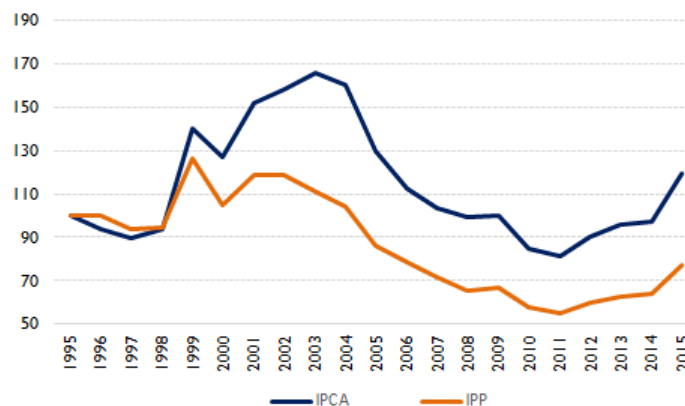
É esperado que em 2016 o efeito da desvalorização seja mais forte nas manufaturas, combinado à continuidade da retração da demanda doméstica. A ressalva, porém, é que, num mundo onde o comércio de manufaturas tende a se concentrar nos produtos intermediários e nas transações intrafirma, além de câmbio é preciso assegurar um ambiente favorável às decisões de exportar. Infraestrutura adequada para os planos de logística e facilitação dos procedimentos administrativos são alguns dos quesitos básicos.

A exportação de manufaturas depende da oferta doméstica. Neste caso, a questão básica é como assegurar aumento de produtividade da indústria brasileira que garanta a competitividade dos produtos nacionais. No médio e longo prazo, esse é o principal canal para realizar um ajuste externo sustentável, com a economia crescendo.

*Lia Valls Pereira*

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

**Gráfico 19: Índice da Taxa de Câmbio Real Efetiva IPCA**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IBRE/FGV.



## 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

Samuel Pessoa

Silvia Matos

Tiago Barreira

Vilma Pinto

Vinícius Botelho

## Boletim Macro IBRE

Coordenação Geral: Regis Bonelli

Coordenação Técnica: Silvia Matos

Apoio Editorial: Marcel Balassiano

### Colaboradores Permanentes da Superintendência de Estatísticas Públicas

Aloísio Campelo Jr.

André Braz

Salomão Quadros

### Advertência

Este Boletim foi elaborado com base em estudos internos e utilizando dados e análises produzidos pelo IBRE e outros de conhecimento público com informações atualizadas até 19 de janeiro de 2016. O Boletim é direcionado para clientes e investidores profissionais, não podendo o IBRE ser responsabilizado por qualquer perda direta ou indiretamente derivada do seu uso ou do seu conteúdo. Não pode ser reproduzido, distribuído ou publicado por qualquer pessoa, para quaisquer fins.