

No Curto Prazo, Continuar Perseguindo o Ajuste Fiscal; no Médio Prazo, Acelerar as Concessões de Infraestrutura.

O balanço dos resultados da política econômica neste final de primeiro semestre se mostra mais positivo do que se imaginava há um par de meses. Parte da melhora nessa mudança de avaliação passa pelo resultado fiscal do primeiro trimestre, parte passa pela aprovação no Congresso das MPs visando melhorar o ajuste das contas públicas; ainda que, neste caso, com modificações não desprezíveis. A postura mais firme do Banco Central em buscar a meta de 4,5% de inflação em 2016 é outra surpresa positiva.

A coordenação política do governo vem obtendo os resultados desejados — ainda que com alguns percalços, como se viu nas mudanças das regras referentes às aposentadorias do INSS. É prematuro tentar adivinhar o que pode ocorrer quando as votações vierem a ocorrer, mas o fato de que o governo tenha tido razoável grau de sucesso até o presente autoriza algum otimismo nessa área. Nesse meio tempo, a política monetária continuará a ser importante corresponsável na dura tarefa de acertar os fundamentos macroeconômicos do país.

Não restam dúvidas de que o ajuste fiscal e monetário vem conseguindo esfriar a economia, além do que já vinha ocorrendo no final do ano passado, ainda que não tenha chegado ao fim. Nesse sentido, a trajetória de elevação da taxa básica de juros continuará pelo menos até a reunião de junho do COPOM. E a forte contenção de gastos registrada até o presente deverá ser reforçada pelo contingenciamento de despesas, que se antevê possa alcançar cifras entre 70 e 80 bilhões de reais neste ano. O governo acena também com aumentos de impostos, levando a que um número cada vez menor de agentes duvide da sua determinação de produzir um superávit primário tão próximo da meta de 1,2% do PIB quanto possível. Nossa previsão, em particular, é de que esse superávit alcance 0,7% do PIB, o que representa uma expressiva mudança de 1,3 ponto de porcentagem em relação ao desempenho do ano passado (- 0,6%).

A questão que se coloca é qual o impacto desse ajuste em termos de queda no PIB e, associada a ela, as implicações sociais de perda de emprego e renda que todo ajuste fiscal e monetário do tipo que está sendo implementado implica. A esse respeito, nossas projeções indicam que a retração do nível de atividade será mais forte no segundo trimestre deste ano do que foi no primeiro. E que a reação esperada para o PIB no terceiro e quarto trimestres não evitará uma queda anual estimada pelo IBRE em 1,5%. Mas, o que se espera que possa ocorrer com a taxa de desemprego, variável crucial na avaliação do custo social do ajuste?

Também não restam dúvidas de que a taxa de desemprego continuará a aumentar em 2015, como ocorreu no último trimestre de 2014 em relação a um ano antes. Os resultados da PNAD Contínua

do primeiro trimestre já apontaram para uma taxa de 7,4%, 0,3 ponto de porcentagem acima da do primeiro trimestre do ano passado, ainda que 0,6 ponto de porcentagem inferior à de 2013 no mesmo período. Pelas nossas projeções, o desemprego continuará aumentando no restante deste ano, resultando em uma taxa cerca de um ponto de porcentagem mais alta do que a do ano passado.

Essa elevação é relativamente pequena, face à profundidade esperada para a retração do nível de atividade. A razão para isso, conforme se especula nas seções de análise do mercado de trabalho e Em Foco deste Boletim, é que, aparentemente, a elasticidade do nível de emprego em relação ao PIB vem diminuindo na economia brasileira, por força de transformações na estrutura setorial do emprego e da redução da informalidade. Se essa especulação estiver correta, a perda de postos de trabalho não será tão elevada quanto teria sido no passado, dada a mesma contração do nível de atividade. Em contrapartida, a perda de renda real será, possivelmente, mais forte. Em outras palavras, o desemprego não aumentará tanto quanto se esperaria, mas o ajuste sobre a renda real será forte. É possível argumentar que esse é um resultado preferível em relação à alternativa de perda mais significativa de postos de trabalho. Resta saber se a redução da massa real de rendimentos terá capacidade de esfriar a demanda suficientemente para conter a inflação, em quadro de queda da produtividade e compressão das margens empresariais.

Nesse sentido, há duas fontes importantes de preocupação com a continuidade do programa de ajuste. A primeira é de natureza política e diz respeito à disposição em aceitar o seu custo social, que pode não se revelar tão moderado como indicam os modelos econométricos. As mudanças introduzidas pela Câmara no projeto de reforma de previdência social, que irão exigir o uso do veto da presidente, recolocando para a coordenação política a necessidade de evitar que os vetos sejam derrubados em votação no Congresso, e a dificuldade em aprovar a reversão integral da desoneração da folha são exemplos típicos, mas ilustrativos desses riscos.

A segunda se refere ao impacto que o ajuste macroeconômico, uma vez concluído, terá sobre o potencial de crescimento do país. O moderado otimismo quanto às perspectivas de curto prazo não tem contrapartida no que diz respeito às de mais longo prazo. As expectativas de melhora no ritmo de crescimento em boa medida repousam sobre as concessões e o investimento em infraestrutura, em relação às quais muito pode ser feito. Mas a agenda deste ano ainda está por ser escrita: o governo, apesar da retórica, ainda não deu sinais de decididas ações visando a remover os gargalos e incentivar o setor privado a investir nas magnitudes necessárias.

Essa hesitação reflete uma dupla preocupação. De um lado, evitar um pacote de projetos que não desperte credibilidade, repetindo o relativo fracasso de anúncios anteriores. De outro, a necessidade de rever os fundamentos dos modelos de concessão, em um quadro em que o crédito farto e barato do BNDES não está mais disponível. Tudo isso, mais a herança de instabilidade regulatória do primeiro mandato da presidente, fará com que sejam necessários alguns anos até

que o novo programa de concessões seja capaz de produzir impactos macroeconômicos significativos.

Isto posto, esta edição do Boletim destaca ainda os seguintes aspectos:

- Nossa estimativa para o crescimento do PIB no primeiro trimestre de 2015 é de queda, mas de modestos 0,1%. O setor com pior desempenho foi o de serviços cujo VA caiu, pelas nossas projeções, 0,5% naquele período. Para o segundo trimestre espera-se desempenho pior. Mesmo com uma possível recuperação nos demais trimestres deste ano, a piora nas perspectivas de crescimento está refletida na revisão da projeção do crescimento em 2015 para -1,5%. É possível que a partir do quarto trimestre a economia retome uma trajetória de crescimento. Mas, evidentemente, ainda existe grande incerteza sobre as estimativas referentes ao final do ano. O aprofundamento da crise no setor de construção e a deterioração da confiança das famílias e das empresas são elementos capazes de dificultar a recuperação prevista para o segundo semestre deste ano. [\(Seção 1\)](#)
- Depois de atingir níveis mínimos históricos no primeiro trimestre, a confiança de empresas e consumidores melhorou em abril. O Índice de Confiança Empresarial apresentou alta de 1,6% depois de cair 16,3% nos três meses anteriores. O Índice de Confiança do Consumidor avançou 3,3% depois de recuar 13,8% no mesmo período. A análise dos resultados reforça o diagnóstico de predominância de fatores subjetivos ou de natureza não econômica para a alta de abril. Um deles é o fato de que, entre as empresas, a percepção sobre a situação atual dos negócios continuou piorando e apenas as expectativas melhoraram — mas, na indústria, nem isso. Entre os consumidores a confiança reagiu somente em duas das quatro faixas de renda monitoradas, exatamente as de rendas mais altas. [\(Seção 2\)](#)
- Nossa avaliação do desempenho do mercado de trabalho registra que, ao elevar-se e atingir 7,9% no primeiro trimestre de 2015 (PNAD Contínua), a taxa de desemprego atingiu o mesmo nível da média da segunda metade da década de 90 (7,9%, pela PNAD anual). Um dos principais fatores para esse aumento é a queda da População Ocupada (PO), decorrente do aumento das demissões. Mas o crescimento da População Economicamente Ativa (PEA) também vem pressionando o desemprego. Um aspecto relevante é o de que, em nossa percepção, a queda da atividade econômica vem e permanecerá exercendo impactos mais fortes sobre a renda do trabalho do que sobre o emprego. Assim, o custo em termos de perdas de postos de trabalho não será tão forte quanto em outros momentos de desaceleração econômica no passado. [\(Seção 3\)](#)
- A análise da inflação destaca que, após avançar 1,72 ponto percentual no primeiro trimestre de 2015, a taxa de inflação acumulada em 12 meses medida pelo IPCA começa a dar sinais de moderação. Em abril, quando o índice mensal chegou a 0,71%, o primeiro resultado abaixo de 1% registrado este ano, o ritmo de alta da taxa em 12 meses, em contraste com o salto do primeiro trimestre, passou a ser medido na segunda casa decimal. O avanço de 8,13%, em

março, para 8,17%, em abril, é indicativo do que deverá ser a nova dinâmica, com pequenas alternâncias mensais, até a taxa encerrar 2015 em 8,5%. A mudança de patamar do IPCA do fim de 2014 para cá foi, em grande medida, fruto da necessidade de correção dos preços administrados. A trajetória de pequenos incrementos da taxa em 12 meses do IPCA prosseguirá em maio. [\(Seção 4\)](#)

- Nosso analista da política monetária destaca que parecem claras as adaptações pelas quais passa a política econômica, de modo geral, e a política monetária, em particular. Os sinais emitidos pelos governantes sugeriam forte aperto fiscal calcado no controle dos gastos nos primeiros meses posteriores à indicação do Min. Levy. Isto serviria não apenas para ajustar as contas públicas, mas, também, para trazer a inflação para a meta. O programa seria de natureza “fiscalista”, e não “monetarista”. Mas, à medida que as resistências ao programa se avolumaram, apareceu o risco de o governo perder a batalha das expectativas. Isso tornou necessário que o BC recorresse a um aperto monetário mais expressivo que o originariamente imaginado, tanto no discurso, quanto na prática: em maio, a taxa básica de juro foi elevada a quase 7,0% ao ano em termos reais. Ao mesmo tempo tem-se evitado apreciação do real, o que explicaria a nova fase da política de *swap* cambial, caracterizada por rolagem parcial. [\(Seção 5\)](#)

- Na política fiscal, o resultado primário do governo central do primeiro trimestre não foi animador. Apresentando um pequeno superávit da ordem de R\$ 4,9 bilhões até março, ainda é preciso alcançar-se mais R\$ 50,4 bilhões nos próximos três trimestres para cumprir a meta de 2015. Além disso, o fraco desempenho da economia tem encoberto o efetivo esforço fiscal do governo, sobretudo do governo central. Para filtrar este efeito e verificar se a política fiscal tem sido expansionista ou contracionista, na seção de política fiscal analisa-se a evolução do componente estrutural do resultado primário do governo central. A conclusão é que, apesar do arrefecimento da atividade econômica, a política fiscal tem sido contracionista em sua componente estrutural neste início de 2015. [\(Seção 6\)](#)

- A seção dedicada à análise do desempenho do setor externo foge um pouco do padrão nesta edição do Boletim: ela é dedicada, excepcionalmente, a apresentar um resumo da nova metodologia adotada pelo Banco Central para a divulgação das estatísticas do balanço de pagamentos. Entre outras coisas, a nova metodologia privilegia o conceito de competência no lugar do conceito de caixa. Sob esse aspecto, auxilia nas análises macroeconômicas sobre a sustentabilidade das posições do país no mercado internacional, ao focar a contabilidade dos ativos e passivos nas transações entre residentes e não residentes. [\(Seção 7\)](#)

- O Panorama Internacional dedica-se a uma apreciação do desempenho macroeconômico da Grécia. Ao registrar que aquele país fez nos últimos anos toda a lição de casa que deveria, o texto relembra o fortíssimo ajustamento externo: o saldo externo saiu de déficit de 10% do PIB para superávit de 1% em quatro anos. Analogamente, as contas fiscais também registraram forte

ajuste: o déficit primário de 8,3% do PIB transformou-se em superávit de 0,4% na passagem de 2013 para 2014. Como resultado, a economia recuou 26% para, no ano passado, apresentar modesto crescimento. Mas com o novo governo a estratégia de ajustes foi desmantelada. Algumas implicações das mudanças desde então são exploradas neste Panorama. [\(Seção 8\)](#)

- O Observatório Político analisa o novo equilíbrio político que vem sendo perseguido desde a ascensão do Vice-Presidente Temer à condição de coordenador político do governo. A ela se soma a presença do Min. Levy, configurando um novo equilíbrio político no país para os próximos 18 meses, até as eleições municipais de outubro de 2016. O texto analisa os vários componentes da estratégia, seus objetivos e o papel da oposição, concluindo com uma nota de cautela: “As estratégias de governo e oposição constituem um equilíbrio frágil, pois, além das grandes dúvidas a respeito das chances de êxito do ajuste fiscal, novas revelações da Operação Lava Jato podem alterar as perspectivas de ambas as partes.” [\(Seção 9\)](#)

- A seção Em Foco, finalmente, é de autoria de Rodrigo Leandro de Moura. Nela o autor aprofunda sua análise do mercado de trabalho cobrindo um horizonte de tempo mais amplo. [\(Seção 10\)](#)

Boa leitura!

Regis Bonelli, Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos

1. Atividade Econômica

Desaceleração do Setor de Serviços Acentua Recessão em 2015

Na comparação com o quarto trimestre de 2014, estimamos que o PIB do primeiro trimestre de 2015 tenha contraído 0,1%. Dentre as três atividades principais (agropecuária, indústria e serviços), o setor com pior desempenho é o de serviços que, pelas nossas projeções, contraiu 0,5% no mesmo período. A piora da perspectiva de crescimento econômico neste ano leva à revisão da projeção do crescimento do PIB de 2015 para -1,5%.

Como mostra a Tabela 1, essa contração do setor de serviços tem raízes no comportamento das atividades de comércio, transportes e outros serviços, mais sensíveis ao ciclo econômico.

Tal resultado foi construído, essencialmente, com base nos resultados da Pesquisa Mensal de Serviços (PMS). Já atualizando os indicadores para a nova base de contas nacionais, é possível obter uma agregação da atividade de transportes que, usando os respectivos deflatores de serviços do IPCA, reproduz de forma razoavelmente próxima a evolução da estimativa do volume dessa atividade. Os resultados do exercício estão no Gráfico 1 e mostram a substancial deterioração dos transportes no primeiro trimestre deste ano, em linha com os números mostrados na Tabela 1.

Tabela 1: Projeções de Crescimento do PIB em 2015

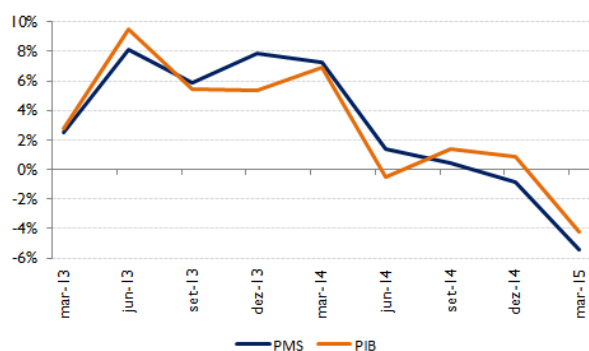
Atividades	1T2015/4T2014	2015
Consumo das famílias	-1,0%	-0,9%
Consumo do governo	0,5%	0,8%
Formação bruta de capital fixo	-2,8%	-8,8%
Exportação	3,7%	0,7%
Importação	4,9%	-6,1%
PIB	-0,1%	-1,5%
Agropecuária	3,1%	1,8%
Indústria	-0,3%	-2,8%
Extrativa	1,8%	6,3%
Transformação	-2,3%	-5,1%
Construção civil	-0,5%	-5,1%
Eletricidade	3,7%	-1,7%
Serviços	-0,5%	-0,8%
Comércio	-1,8%	-4,5%
Transporte	-2,4%	-5,6%
Serviços de informação	1,3%	3,9%
Intermediação financeira	-0,1%	-0,3%
Outros serviços	-2,1%	-1,2%
Aluguéis	1,3%	3,5%
Administração pública	0,0%	-0,2%

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

Por sua vez, nossa análise da atividade de Outros Serviços incorpora dados não só da Pesquisa Mensal de Serviços como também da Pesquisa Mensal de Emprego (PME). A razão para isso é o fato de que parte substancial desses serviços é prestada informalmente, e, portanto, está fora do âmbito de cobertura da PMS: entre eles estão os serviços de alojamento e alimentação e serviços prestados às empresas. Ambos os indicadores apresentaram contração durante o primeiro

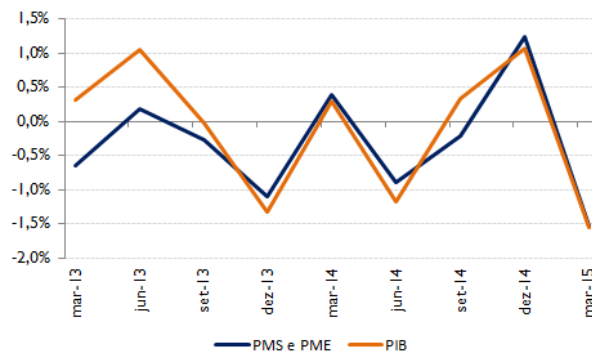
trimestre deste ano e também indicam uma deterioração substancial da atividade de serviços no primeiro trimestre, como mostra o Gráfico 2.

Gráfico 1: Taxas Interanuais de Crescimento do PIB de Transporte e do Indicador Construído com Base na PMS Deflacionada (%)



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 2: Taxas Interanuais de Crescimento do PIB de Outros Serviços e do Indicador Construído com Base em Indicadores da PMS Deflacionada e da PME (%)



Fontes: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

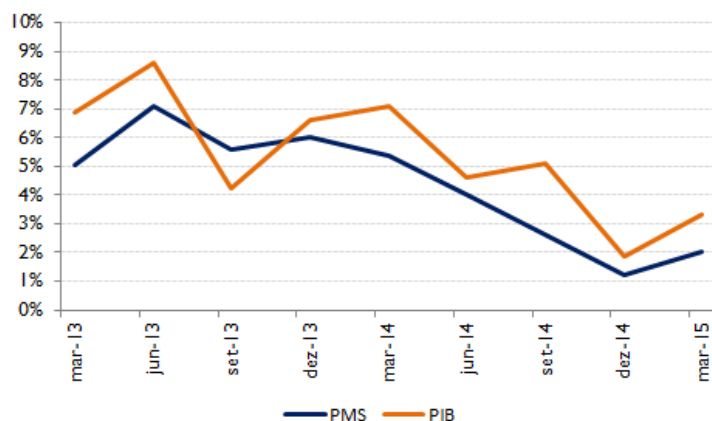
Logicamente, na comparação com a evolução do volume de produção os dados da PMS estão sempre deflacionados pelos seus respectivos deflatores no IPCA, assim como os pesos das diferentes atividades são calculados a partir da Tabela de Recursos e Usos de 2011.

Como mostra o Gráfico 3, a atividade de serviços de informação apresenta dinâmica similar às outras, com uma forte desaceleração nos três primeiros meses deste ano. Na variação interanual, essa taxa apresenta a primeira contração desde 2013, impactando inclusive, pelo lado da demanda, a formação bruta de capital fixo.

Além do destaque negativo do setor de serviços, a atividade industrial também permanece bastante deteriorada e contrairá expressivamente neste ano. Entre os subsetores industriais o destaque negativo permanece sendo a atividade de construção civil, que contrairá mais neste ano do que no anterior. Sendo assim, a formação bruta de capital fixo contrairá, em 2015, ainda mais do que em 2014: quase 9%.

Uma atividade que teve a fórmula de cálculo do seu valor adicionado alterada substancialmente foi a de produção de energia. Como a produção de energia termoeletrônica

Gráfico 3: Taxas Interanuais de Crescimento do PIB de Serviços de Informação e do Indicador Construído com Base em Indicadores da PMS Deflacionada (%)



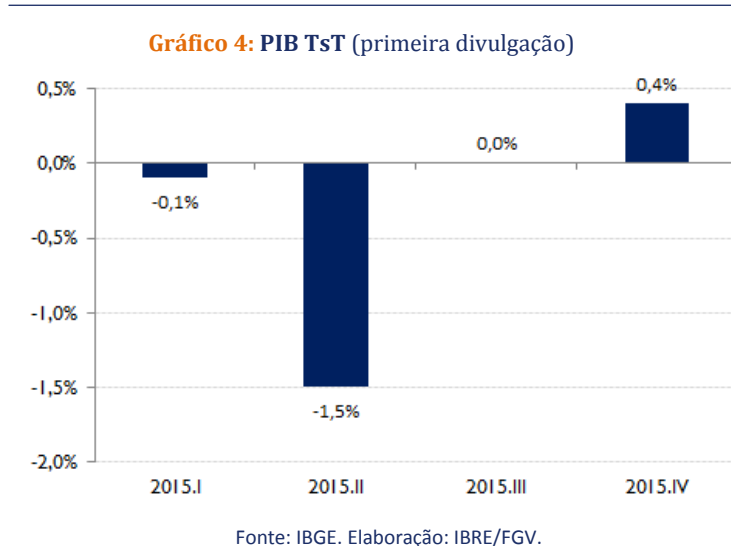
Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

tem um custo muito maior do que o da produção de energia hidráulica, o valor adicionado da produção termoeletrica agora é substancialmente menor do que aquele da produção de energia hidráulica. Sendo assim, para o cálculo do índice de volume do PIB importa não somente a carga de energia, mas a matriz de produção. Portanto, mudou a metodologia de projeção desse indicador.

O despacho de usinas hidrelétricas depende do nível dos seus reservatórios. Considerando-se que eles encerrarão 2015 por volta de 10% e adotando-se o cenário de crescimento da indústria de transformação como premissa para a estimativa da carga de energia neste ano, é possível estimar a trajetória da produção de energia termoeletrica e, conseqüentemente, o valor adicionado dessa atividade em termos reais. Em virtude da manutenção das condições deterioradas de geração de energia, projetamos que o VA da atividade de produção de eletricidade cairá 1,7% em 2015.

Pela ótica da demanda, a contínua desaceleração da atividade industrial nos leva a projetar uma contração mais intensa das importações este ano: -6,1% em relação a 2014. Essa contração coincide com a expressiva depreciação cambial de 2015, na comparação com 2014, e no enfraquecimento da indústria. Afinal, as importações de bens de capital e de bens intermediários respondem por mais da metade das importações totais. As exportações, por sua vez, permanecem, no nosso cenário, com um pequeno crescimento (0,7%).

Como mostra o Gráfico 4, ao longo do primeiro semestre a atividade econômica permanecerá em franca contração. O PIB do primeiro trimestre deve mostrar contração de 0,1%, como vimos. Todavia, a incorporação de mais informações até o final do ano deve fazer com que essa contração seja revisada para 0,5%. Já no segundo trimestre a economia deve contrair 1,5% (embora o número deva ser revisado para -1,2% com a incorporação dos dados até o final



de 2015,). A recuperação da atividade econômica ocorre, na nossa avaliação, somente a partir do terceiro trimestre, quando a atividade deverá se estabilizar e, em seguida, crescer 0,4%. Todavia, essa expansão é só devolução estatística da contração muito forte observada no segundo trimestre deste ano. Em outras palavras, a volatilidade do crescimento econômico em 2014 (que apresentou uma contração muito significativa justamente no segundo trimestre do ano) causa um aumento da incerteza associado à estimação dos fatores sazonais do segundo e do terceiro trimestres, de modo que os resultados desses períodos devem ser significativamente revistos com a incorporação de novos dados à série.

A partir do quarto trimestre de 2015 é possível que a economia já tenha retomado uma trajetória de crescimento, como mostram os números da figura acima. Nesse cenário, a economia crescerá 0,4% no último trimestre deste ano. Evidentemente, ainda existe grande incerteza sobre as estimativas de crescimento do final do ano. O aprofundamento da crise no setor de construção e a continuidade do processo de deterioração da confiança das famílias e das empresas são, certamente, elementos capazes de comprometer essa recuperação no segundo semestre do ano.

Sílvia Matos e Vinícius Botelho

2. Expectativas de Empresários e Consumidores¹

Alívio no Olho do Furacão

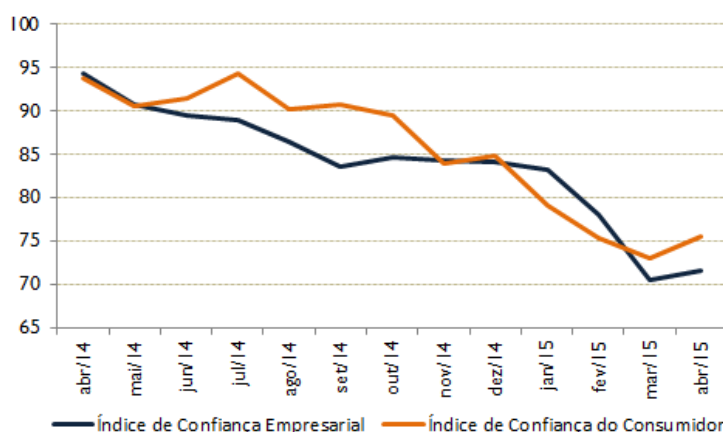
Depois de desabar e atingir níveis mínimos históricos no primeiro trimestre, a confiança de empresas e consumidores avançou em abril de 2015. O Índice de Confiança Empresarial registrou alta de 1,6% depois de despencar 16,3% nos três meses anteriores. O Índice de Confiança do Consumidor avançou 3,3% depois de recuar 13,8% no mesmo período.

A magnitude relativamente pequena das altas de abril, quando cotejadas às quedas que as precederam, ilustra o fato de que esses

resultados foram insuficientes para sinalizar um ponto de virada das séries. O movimento pode ser definido como uma acomodação estatística, que pode estar relacionada à atenuação do nervosismo dos mercados com o ambiente político e os desdobramentos da operação Lava Jato. A motivação, portanto, seria a mesma para a melhora de indicadores de mercado como o do risco-país, a taxa de câmbio e a bolsa de valores no mesmo período.

A análise de resultados das sondagens reforça o diagnóstico de predominância de fatores subjetivos ou de natureza não econômica para a alta de abril. Um desses pontos é o fato de que, entre as empresas, a percepção sobre a situação atual dos negócios continuou piorando e apenas as expectativas melhoraram (na indústria, nem isso). No âmbito dos consumidores, a confiança reagiu somente em duas das quatro faixas de renda monitoradas, exatamente as mais altas, com maior escolaridade média, e cuja confiança havia implodido no mês anterior.

Gráfico 5: Índices de Confiança Empresarial * e do Consumidor
(base: 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.

¹ O autor agradece a colaboração de Silvio Sales e Vitor Vidal Velho.

Uma compilação de fatores limitativos à expansão dos negócios citados espontaneamente nas pesquisas empresariais confirma a diminuição relativa de menções ao Ambiente Político como uma influência negativa entre março e abril, enquanto as citações à situação geral da economia como um problema continuaram aumentando (Tabela 2).

A persistência de uma avaliação negativa a respeito do ambiente econômico em geral transparece nos quesitos das sondagens que antecipam tendências de três a seis meses para variáveis como o emprego e os investimentos produtivos.

Com relação ao mercado de trabalho, aliás, o ano de 2015 tem sido um marco negativo nas sondagens. A Indústria de Transformação e o setor da Construção já vinham reduzindo o quadro de pessoal desde o ano passado e vêm mantendo o viés de enxugamento nas projeções ao longo deste primeiro semestre. A novidade é a adição dos setores de Serviços (sondagem iniciada em 2008) e do Comércio (2010) ao rol dos segmentos com tendência à desmobilização de mão de obra. Ainda que tenha ocorrido uma ligeira calibragem do pessimismo em abril, os números continuam expressivamente negativos: a proporção de empresas prevendo diminuição do total de pessoal ocupado supera a das que preveem aumento em todos os setores, com diferenças oscilando entre 9 e 23 pontos percentuais.

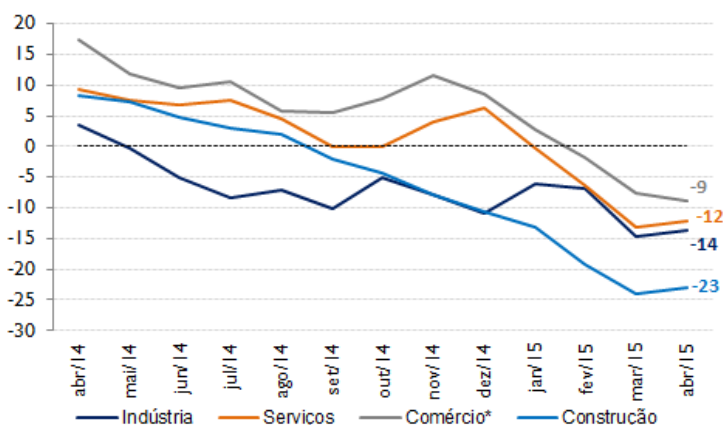
Dado o cenário negativo traçado pelo IBRE para a economia nos próximos meses, a possibilidade de novo alívio nos indicadores de confiança deverá continuar dependendo de notícias favoráveis no ambiente político. Em caso de aumento da turbulência, novas quedas são previstas. Caso persista a relativa calma de abril, é possível que os índices se estabilizem neste patamar ou até avancem um pouco. Avanços mais expressivos, no entanto, continuarão pendentes do aumento da quantidade de notícias favoráveis no *front* econômico, o que só deverá acontecer no quarto trimestre.

Tabela 2: Fatores Limitativos à Expansão dos Negócios
(agrupamento por tema das citações espontâneas de “outros fatores limitativos, como proporção do total de empresas que assinalaram algum outro fator limitativo” ausente da lista fixa da pesquisa)

	Média de três setores*	
	mar-15	abr-15
Desempenho da economia	40,9%	51,0%
Ambiente político	30,6%	26,8%
Outros Fatores	28,6%	22,2%

* Serviços, Comércio e Construção. Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 6: Indicadores de Ímpeto de Contratação (Saldo de empresas prevendo aumento menos diminuição do quadro de pessoal nos três meses seguintes, com ajuste sazonal)



* Varejo Ampliado. Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

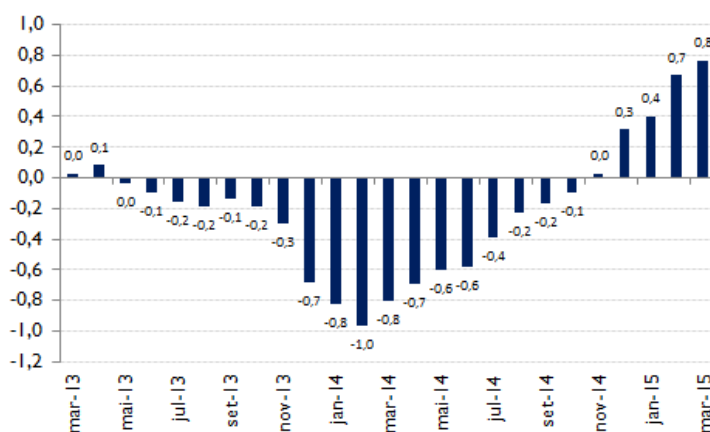
3. Mercado de Trabalho

Ajuste Atual Poderá Ser Mais Via Salário do que Via Emprego

O ajuste fiscal iniciado no começo do ano implica desaceleração da economia, estimulando demissões e, assim, o maior afrouxamento do mercado de trabalho. A taxa de desemprego chegou a 7,9% no primeiro trimestre de 2015, segundo os dados da PNAD Contínua, atingindo o mesmo nível da média da segunda metade da década de 90 (7,9%, pela PNAD anual). Um dos fatores principais desse aumento é a queda da População Ocupada (PO), decorrente do aumento das demissões. Por outro lado, o crescimento da População Economicamente Ativa (PEA) também pressiona o desemprego, como reflexo da deterioração do mercado de trabalho na percepção das famílias, fazendo com que seus membros gradativamente se envolvam mais na busca de emprego.

No entanto, nossa percepção é que a queda da atividade econômica vem e permanecerá exercendo impactos mais fortes sobre a renda do trabalho do que sobre o emprego. Nos últimos meses, o efeito do ajuste sobre o nível de emprego está sendo feito de forma gradual e constante. Segundo o Gráfico 7, a taxa de variação interanual do desemprego, que havia subido de 0,40 ponto percentual (pp) em janeiro para 0,67 pp em fevereiro de 2015, cresceu menos em março – de 0,67 para 0,77 pp –, o que mostra uma leve desaceleração no aumento do desemprego.

Gráfico 7: Variação da Taxa de Desemprego
(mês X mês ano anterior, em p.p.)



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

Nesse sentido, ao contrário dos ajustes de períodos recessivos de décadas anteriores, a taxa de desemprego deve aumentar de forma menos acentuada, em virtude do maior grau de formalização da economia.² Enquanto nas crises dos anos 90 um grande contingente de trabalhadores podia ser facilmente demitido, dada sua condição de informalidade, os custos trabalhistas mais elevados advindos da formalização recente impedirão um aumento muito forte das demissões. Esta peculiaridade do mercado de trabalho brasileiro, de maior rigidez institucional sobre o emprego do que sobre os salários, fará o ajuste se dar de forma mais forte sobre a renda dos trabalhadores.

E, de fato, a desaceleração da renda real do trabalho já vem ocorrendo desde o segundo trimestre de 2014 (Gráfico 8). Isto se deve, em primeiro lugar, ao mercado de trabalho desaquecido, com redução nos reajustes nominais concedidos pelas empresas, cuja variação interanual passou de

² A seção em Foco levanta explicações adicionais para esse fato, aliadas ao aumento da formalização.

8,35% em janeiro/2015 para 7,36% em março/2015. O outro fator relevante é a maior corrosão do valor da renda pelo aumento da inflação, que atingiu sua máxima histórica (7,42% na comparação do trimestre encerrado em março de 2015 com o mesmo período do ano anterior) desde o lançamento da série da PNAD Contínua no primeiro trimestre de 2012.

Uma maior sensibilidade da renda do trabalho à queda do nível de atividade implicará maior espaço para a redução dos custos laborais e, conseqüentemente, um menor repasse para preços, tornando o ajuste fiscal mais eficaz na redução da inflação. Além disso, também exigirá um menor sacrifício em termos de redução do nível de emprego. Entretanto, trata-se de uma faca de dois gumes. Se por um lado o desemprego no curto prazo não deve subir tanto, por outro lado, a dificuldade de se demitir implicará no longo prazo maior dificuldade de se contratar, devido à rigidez de um mercado de trabalho altamente formal, como é o caso brasileiro. Isso fará com que o desemprego permaneça em um nível elevado por um período mais longo.

Rodrigo Leandro de Moura e Tiago Cabral Barreira

4. Inflação

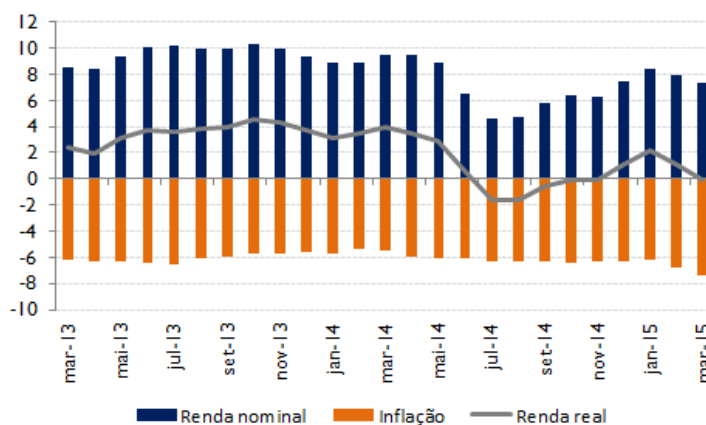
Inflação Sobe Mais Devagar

Depois de avançar 1,72 ponto percentual no primeiro trimestre de 2015, a taxa de inflação acumulada em 12 meses começa a dar sinais de moderação. Em abril, quando o IPCA mensal chegou a 0,71%, o primeiro resultado abaixo de 1% registrado este ano, o ritmo de alta da taxa em 12 meses, em contraste com o salto do primeiro trimestre, passou a ser medido na segunda casa decimal. O avanço de 8,13%, em março, para 8,17%, em abril, é indicativo do que deverá ser a nova dinâmica, com pequenas alternâncias mensais, até a taxa encerrar 2015 em 8,5%.

A mudança de patamar do IPCA do fim de 2014 para cá, como várias vezes ressaltado, foi fruto da imperiosa necessidade de correção dos preços administrados, que devolveu a este adjetivo o seu significado mais virtuoso. Afinal, não será com prejuízos que as empresas provedoras desta categoria de bens e serviços conseguirão expandir a sua capacidade, beneficiando a população.

Nos doze meses até abril, os preços administrados subiram 13,38%, capitaneados pela energia elétrica, elevada em 59,91%. Para a tarifa elétrica, o percentual previsto para o ano não deverá divergir muito deste valor. Isto significa que os reajustes estabelecidos pela ANEEL para as

Gráfico 8: Decomposição do Crescimento da Renda Média Real em Renda Nominal e Inflação (mês x mês do ano anterior, em %)



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

distribuidoras devem ser, em média, similares aos de 2014. Para o conjunto dos preços administrados, contudo, há que se atentar para pelo menos dois eventos.

O primeiro é o reajuste da tarifa de água e esgoto em São Paulo. Depois de um bem sucedido programa de incentivo à redução do uso, que alcançou 25%, as autoridades paulistas se renderam ao fato de que menos consumo representa menos faturamento. A empresa provedora do serviço precisa de caixa. O reajuste previsto é de 15,2% e o impacto esperado é de 0,04 ponto percentual no IPCA ou de 0,15 ponto percentual nos preços administrados.

O segundo impacto, ainda hipotético, é um novo aumento dos derivados de petróleo. Com a subida da *commodity* somada à desvalorização cambial, abre-se nova defasagem em relação à paridade internacional. Nestas circunstâncias, uma correção nos preços dos derivados será uma prova da mudança no modelo de condução da política de preços administrados.

A trajetória de pequenos incrementos da taxa em 12 meses do IPCA deve prosseguir em maio. Segundo o Boletim Focus do Banco Central, a expectativa do mercado é que a taxa do IPCA fique em 0,50%, ligeiramente acima da verificada no mesmo mês de 2014, de 0,46%. Com isso, o acumulado vai de 8,17% a 8,21%.

Já entre junho e agosto, meses que registraram os menores índices de inflação em 2014, a taxa em 12 meses voltará a subir. Em junho entra em vigor o reajuste de 15,2% para a tarifa de água em São Paulo. Além disso, nesses meses de 2014, a alimentação registrou quedas expressivas, a maioria de caráter sazonal. Em 2015, o repasse do câmbio desvalorizado aos preços de alimentos, que ainda não se esgotou, irá se contrapor ao movimento habitual de redução. O IPCA poderá, então, chegar a 8,7%.

A aceleração será temporária. Nos meses finais de 2014, o IPCA registrou aumentos entre 0,42%, em outubro, e 0,78%, em dezembro. Em 2015, há razões para se esperar aumentos menores. As estimativas dos estoques mundiais de grãos estão sendo revistas no sentido ascendente. Outro fator que precisa ser levado em conta é a retração da atividade econômica. Num cenário de recessão, repasses cambiais a preços de bens de consumo que não os alimentos tornam-se mais difíceis. Ao mesmo tempo, a deterioração do mercado de trabalho, pré-condição para a desaceleração da inflação de serviços livres, começa a se materializar. Ainda que os custos dessa atividade estejam pressionados pelos reajustes das tarifas de energia elétrica, os primeiros resultados de uma desaceleração gradual devem se tornar visíveis nos índices de preços a partir de meados do segundo semestre.

Salomão Quadros e André Braz

5. Política Monetária

Ajuste Mais Forte que o Previsto

Parecem claras as adaptações pelas quais passa a política econômica, de modo geral, e a política monetária, em particular. Nas primeiras seis ou oito semanas que se seguiram à indicação de Joaquim Levy para a Fazenda, os sinais emitidos pelos governantes sugeriam forte aperto fiscal,

calçado no controle dos gastos. Isto serviria não apenas para ajustar as contas públicas, mas também para trazer a inflação para a meta. O programa seria de natureza “fiscalista”, e não “monetarista”.

À medida que as resistências ao programa se avolumaram, veio o risco de o governo perder a batalha das expectativas. Em meio aos primeiros embates no Congresso, e diante da reação adversa ao corte de gastos por parte de alguns setores, mostrou-se necessário recorrer a um aperto monetário mais expressivo que o originariamente imaginado. Foi o que fez o Banco Central, cuja postura tornou-se mais firme tanto no discurso, quanto na prática. Ao mesmo tempo, o crédito de instituições públicas ficou mais contido e as principais defasagens de preços administrados foram corrigidas praticamente de pronto. Sinalizava-se, assim, a intenção de “frear nas quatro rodas”.

Aos poucos ganhou forma também a ideia de que o esforço de ajustamento deve ser concentrado no tempo, de maneira a que logo se abra espaço para uma agenda positiva, que dará base à retomada do crescimento. Uma clara demonstração da pressa do governo e de falta de disposição para aguardar a aprovação do orçamento e das primeiras medidas de ajuste é o fato de que, no primeiro trimestre, o dispêndio da União encolheu quase 1% em termos reais, resultado muito diferente dos 7,5% de crescimento médio dos gastos do primeiro trimestre de cada ano, desde 2004.

É nesse contexto que deve ser entendida a nova postura do Banco Central. Em maio, em termos reais, a taxa básica de juro foi elevada a quase 7,0% ao ano. Trata-se de uma “senhora” dose de aperto monetário, em particular quando se nota que o juro real neutro seguramente caiu no Brasil nos últimos anos, à semelhança do ocorrido no resto do mundo. A julgar pela ata do último Copom, a dose de aperto ficará ainda mais forte no começo de junho, com nova alta de 50 pontos da taxa Selic, podendo ir ainda mais longe. A nosso ver, no referido documento, o BC evitou retratar em cores negras a atual situação econômica do país justamente para ficar mais livre para dar continuidade ao aperto monetário.

De modo geral, política monetária afeta o comportamento da economia por meio de vários canais, tais como expectativas, juros longos, crédito e taxa de câmbio. Na situação atual, ao que parece, inexistente intenção de acionar o canal do câmbio. A restrição tem a ver com o fato de que o governo certamente se sente desconfortável com 4,5% do PIB de déficit em transações correntes e provavelmente acredita que o ajuste externo requeira moeda doméstica ainda mais depreciada. Como as forças de mercado pararam de atuar nesse sentido, faz-se preciso ao menos evitar a apreciação do real. Daí a nova fase da política de *swap* cambial, caracterizada por rolagem parcial. É difícil dizer qual será a reação do governo diante de eventual retomada do movimento de depreciação cambial. Parece certo, porém, que o empenho será grande para evitar qualquer apreciação significativa, opção que coloca ainda mais carga sobre o juro real de política.

6. Política Fiscal

Impulso Fiscal em Meio ao Ajuste: Contração ou Expansão?

Não há dúvida de que está correta a nova direção da política fiscal, que busca restaurar a austeridade e, com isso, a credibilidade. Mas a interação com as demais políticas macroeconômicas e os impactos de outras variáveis, nem sempre controláveis, ainda levanta dúvidas quanto à capacidade de o governo cumprir as metas, em termos de suas magnitudes e dos prazos estipulados.

O resultado primário do governo central do primeiro trimestre deste ano não foi animador. Apresentando um pequeno superávit da ordem de R\$ 4,9 bilhões até março deste ano, o governo central ainda precisa alcançar um total de R\$ 50,4 bilhões nos próximos três trimestres para conseguir cumprir a meta de 2015.

Tabela 3: Composição das Despesas Primárias do Governo Central
(Milhões R\$ e Var. % a preços constantes, 1º tri de cada ano)

R\$ Milhões 1º Trimestre	2012	2013	2014	2015	15 x 14 (R\$ mil)	15 x 14 (%)
DESPESA PRIMÁRIA	225.002	235.989	256.582,9	254.518,8	-2.064,2	-0,8
Pessoal	54.060	52.779	56.066	55.188	-878	-1,6
Transferência de Renda	108.397	117.770	120.113	126.437	6.325	5,3
INSS	85.566	91.611	92.608	97.828	5.220	5,6
BPC	8.873	9.514	9.757	10.622	865	8,9
Abono e Seg. Desempregc	8.039	9.783	11.113	10.951	-162	-1,5
Bolsa Família	5.919	6.861	6.634	7.036	402	6,1
Subs. e Subv. Ampliado	11.482	9.387	14.485	13.013	-1.471	-10,2
Agronegócio	3.466	1.376	423	185	-238	-56,3
Fundos Regionais	1.193	1.089	1.190	1.391	202	16,9
MCMV	6.205	6.023	6.094	3.910	-2.184	-35,8
Energia	0	0	3.014	1.282	-1.732	-57,5
Compensação ao RGPS	0	0	3.222	5.109	1.887	58,6
Outros	618	898	542	1.136	594	109,6
Custeio Ajustado	34.934	38.836	45.670	45.279	-392	-0,9
Investimento (Ex-MCMV)	13.035	13.428	16.245	11.426	-4.819	-29,7
Demais Despesas	3.094	3.790	4.004	3.175	-829	-20,7

Fonte: Ministério da Fazenda. Elaboração: FGV/IBRE.

Por outro lado, a meta é expressa em reais, e não mais em proporção do PIB, como no passado. Desta forma, com a atualização das Contas Nacionais, a meta como proporção do PIB caiu. Além

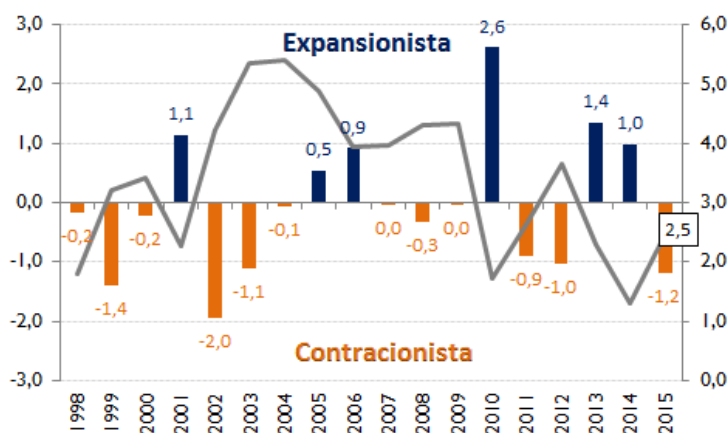
disso, a meta para 2015 já considera o abatimento das despesas com PAC e MCMV,³ que se encontrava em R\$ 10,4 bilhões até março. Como, portanto, alguns investimentos não serão computados como gastos públicos para fins de atender a meta, diminui o esforço fiscal efetivo que é necessário para cumprir o objetivo.

Houve uma queda real da ordem de 0,8% nas despesas primárias líquidas de transferências a Estados e municípios, graças a um impressionante contingenciamento com ênfase nos investimentos e em alguns itens de custeio. Decompondo-se o resultado, é possível verificar que essa redução das despesas primárias está mais concentrada nos investimentos (-29,7%), no programa MCMV (-35,8%), no auxílio à CDE (-57,5%) e no custeio ajustado (-0,9%), que inclui saúde e educação (Tabela 3).

Como enfatizado na edição de abril deste Boletim, o fraco desempenho da economia tem encoberto o efetivo esforço fiscal do governo, sobretudo do governo central. Para filtrar este efeito e verificar se a política fiscal tem sido expansionista ou contracionista, analisaremos a evolução do componente estrutural do resultado primário do governo central.

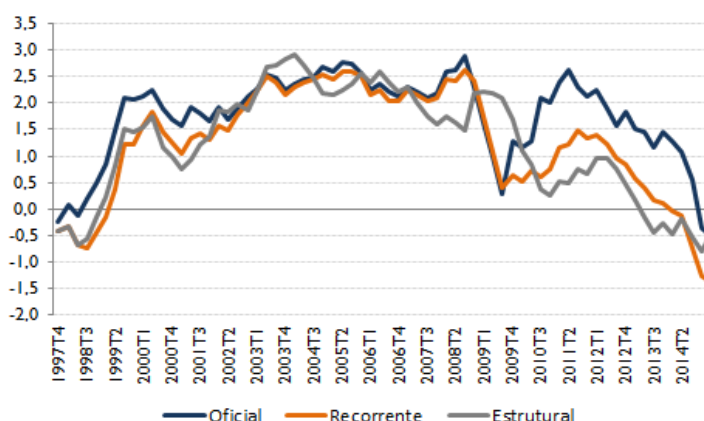
Tomando-se por base a metodologia proposta pela Secretaria de Política Econômica do Ministério da Fazenda (MF/SPE) para apuração do resultado estrutural, incorporando-se os resultados da nova metodologia do PIB e considerando-se um volume de resultado primário não recorrente mais amplo e robusto, o resultado primário estrutural no primeiro trimestre

Gráfico 9: Impulso Fiscal e Resultado Estrutural do Governo Central
1º trimestre de cada ano em % do PIB (eixo direito) e em pontos percentuais (eixo esquerdo)



Fonte: Ministério da Fazenda; IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 10: Resultado Primário do Governo Central
(% do PIB, acumulado em 4 trimestres)



Fonte: Ministério da Fazenda; IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

³ “No PLDO 2015 permitia-se dedução de até R\$ 28,6 bilhões de programações do PAC. Já no texto da LDO 2015, a meta já está expressa considerando tais deduções do PAC. No PLDO 2016 não há previsão de dedução da meta.” (Informativo Conjunto nº 05/2015 da PLDO 2016, pág. 03). Ver:

<http://www.camara.gov.br/internet/comissao/index/mista/orca/ldo/LDO2016/InformativoConjunto.pdf>.

seria de 2,5% do PIB (R\$ 34,4 bilhões). É um número muito superior ao 0,4% do PIB do resultado convencional observado no primeiro trimestre de 2015. O componente cíclico da economia responde por -2,5% do PIB e o não recorrente por 0,3% do PIB. Considerando-se o impulso fiscal – variação em pontos percentuais do resultado estrutural – observado no primeiro trimestre deste ano, comparado ao mesmo período de 2014, a política fiscal saiu do terreno expansionista (expansão de 1,0 ponto porcentual) para o contracionista (contração de 1,2 pp) – Gráfico 9.

A conclusão é que, apesar do arrefecimento da atividade econômica, a política fiscal tem sido contracionista em sua componente estrutural neste início de 2015. O volume de operações não recorrentes se reduziu muito a partir do 2º trimestre de 2014, quando comparado com os demais trimestres de 2010 a 2013 (pós-crise); e, apesar de o primário recorrente ser o pior desde o início da série histórica, o resultado estrutural apresentou tendência inversa na ponta (Gráfico 10).

Nossa estimativa é que o primário do setor público consolidado termine o ano em torno de 0,7%. Essa taxa inclui cerca de 0,5% do governo central (sem abatimento da meta). Mesmo considerando-se um elevado volume de receitas não recorrentes, espera-se que a tendência de alta do resultado primário estrutural se mantenha ao longo do ano.

Vilma Pinto

7. Setor Externo

A Nova Metodologia do Balanço de Pagamentos

O Banco Central passou a divulgar as estatísticas do setor externo conforme a sexta edição do Manual de Balanço de Pagamentos (BPM6). Uma descrição detalhada das mudanças pode ser encontrada em <http://www.bcb.gov.br/?6MANBALPGTO>. Aqui destacamos os principais pontos analisados pelo Bacen para os leitores do Boletim Macro IBRE. A Tabela 4 mostra as estatísticas do balanço de 2014, segundo a metodologia antiga (5ª edição) e a nova (6ª edição) do Manual do FMI.

Balança comercial: o déficit de 2014 passa de US\$ 3,9 bilhões para US\$ 6,6 bilhões.

- i) Na metodologia antiga as exportações e as importações eram definidas a partir da entrada e saída do território (o que continua a ser feito pela Secretaria de Comércio Exterior). No entanto, o conceito que rege as estatísticas do BP são transações entre residentes e não residentes. Logo passaram a serem registradas as exportações fictas, que ocorrem quando um residente vende para um não residente sem que haja saída do território brasileiro. O mesmo raciocínio é aplicado no caso de importações fictas.
- ii) São incluídas as importações de energia (eletricidade, água e gás) sem cobertura cambial.
- iii) Saem da balança comercial bens que cruzam a fronteira, mas não mudam de propriedade (ver serviços de manufatura).

Serviços: pouca alteração

- i) É criada a conta de serviços de manufatura sobre insumos físicos e serviços de manutenção e reparo. Ver item (iii) da balança comercial.
- ii) Cria-se uma conta de serviços de pesquisa e desenvolvimento referente a negociações de patentes, *copyrights*, atividades de pesquisa. Antes eram registrados na conta capital.
- iii) *Royalties* e licenças passam a ser denominados serviços de propriedade intelectual.

Renda primária (antiga conta de rendas): saldo negativo de US\$ 40,3 bilhões para US\$ 51,5 bilhões. Passa a incluir a demanda de investidores não residentes por ativos localizados no Brasil e denominados em moeda nacional.

- i) Juros: antes contabilizava-se apenas quando havia fechamento de câmbio (envio ao exterior) e a contrapartida era redução no estoque de moeda estrangeira. Pelo BPM6 são considerados pagamento de cupons (despesa de juros), mesmo que sejam reinvestidos no Brasil – a contrapartida é o aumento do passivo do investimento em carteira (títulos de renda fixa negociados no mercado doméstico). Só irão entrar títulos que pagam “cupons” e, logo, não entram os juros das LTNs.
- ii) Lucros e dividendos reinvestidos: seguem a mesma lógica anterior, e o registro independe de uma transação cambial. Lucros reinvestidos no Brasil terão como contrapartida o aumento do investimento direto no país e lucros reinvestidos no exterior elevam o investimento brasileiro no exterior.

Renda Secundária (antiga conta de transferências unilaterais correntes)

- i) Entram as rendas emitidas e recebidas por pessoas físicas, independente da forma como foram geradas. Logo, amplia-se o escopo, mas essa rubrica é pequena no caso brasileiro.

A elevação do déficit da balança comercial e do saldo negativo da conta de renda primária aumenta o déficit em transações correntes, que passou de US\$ 90,9 bilhões para US\$ 104 bilhões.

Conta Financeira (mudanças conceituais)

- i) Investimento direto estrangeiro passa a ser Investimento direto no país (IDP) e investimento brasileiro direto é denominado investimento direto no exterior (IDE)
- ii) Além da inclusão dos lucros reinvestidos, uma das principais alterações se refere ao tratamento dado aos empréstimos intercompanhias (agora operações), nos quais vale o critério de ativos e passivos a partir da identificação das residências do credor e do devedor. Antes, um crédito concedido pela filial residente no exterior à matriz no Brasil contava como empréstimo intercompanhia no item Investimento Brasileiro Direto. Agora passa a ser Investimento Estrangeiro no País (passivo). Observar o aumento dessa rubrica na Tabela 4.

- iii) O resultado global do balanço passa a constar da conta financeira como ativos de reserva (não muda de valor, pois o que a nova metodologia faz é rearranjar a forma de se contabilizar).
- iv) O saldo da conta financeira é a diferença entre os fluxos dos ativos e passivos.

Tabela 4: Balanço de Pagamentos em 2014: BPM5 X BPM6

BPM5 (ANTIGO) 2014	US\$ bilhões	BPM6 (NOVO) 2014	US\$ bilhões
1. Transações Correntes	-90,9	1. Transações Correntes	-104,0
1.1. Balança Comercial	-3,9	1.1. Balança Comercial	-6,6
1.2. Serviços	-48,7	1.2. Serviços	-48,3
1.3. Rendas	-40,3	1.3. Renda primária	-51,5
1.4. Transferências unilaterais	1,9	1.4. Renda Secundária	2,0
2. Conta capital e financeira	99,6	2. Conta capital (2.1)	0,2
2.1. Conta capital	0,6	3. Conta financeira (2.2)*	-99,7
2.2. Conta financeira	99,0	3.1. Investimento direto no exterior (A)	25,7
A. Investimento brasileiro no exterior	3,5	3.2. Investimento direto no país (B)	96,9
B. Investimento estrangeiro no país	62,5	3.3 Investimentos em carteira (C)	-37,9
C. Investimentos em carteira	30,0	Ativos	2,8
C.1 Ativos	-3,5	Passivos	40,7
C.2 Passivos	33,5	3.4. Derivativos (D)	1,6
D. Derivativos	-1,6	3.5. Outros investimentos (E)	-3,1
E. Outros investimentos	4,5	Ativos	47,6
Ativos	-44,9	Passivos	50,7
Passivos	49,4	3.5. Ativos de reserva (4)	10,8
3. Erros e omissões	2,2	4. Erros e omissões (3)	4,0

* Conta financeira = fluxos de investimentos ativos - fluxos de investimentos passivos. Na conta financeira, fluxos que contribuem liquidamente para elevação (redução) de estoques, tanto para ativos, como para passivos, são representados por sinal positivo (negativo).

Fonte: Banco Central. Elaboração: FGV/IBRE.

A nova metodologia privilegia o conceito de competência no lugar do conceito de caixa. Sob esse aspecto, auxilia nas análises macroeconômicas sobre a sustentabilidade das posições do país no mercado internacional, ao focar a contabilidade dos ativos e passivos nas transações entre residentes e não residentes. Na América Latina, além do Brasil, o Chile e a Colômbia já adotaram o BPM6.⁴

A análise da conjuntura do setor externo será retomada no próximo Boletim. Ficam aqui registrados os principais resultados apurados até o momento:

- Pelos dados da Secretaria de Comércio Exterior, a balança comercial registrou superávit em abril e o déficit acumulado no ano é de US\$ 5 bilhões. A redução no nível de atividade deverá continuar assegurando queda nas importações. As exportações continuam em queda, mas aumentaram para alguns segmentos de manufaturas (laminados, aviões). As perspectivas sugerem redução nos superávits previstos pelo mercado.

⁴ Outros países que adotaram: Estados Unidos; Austrália; Canadá; Rússia; África do Sul; Índia; Arábia Saudita; Coreia do Sul; Malásia; Indonésia; Filipinas; Tailândia; e países europeus.

- A entrada de capital até março cobriu o déficit em transações correntes (que caiu em US\$ 2,3 bilhões), mas a entrada líquida das reservas diminuiu.

Lia Valls Pereira

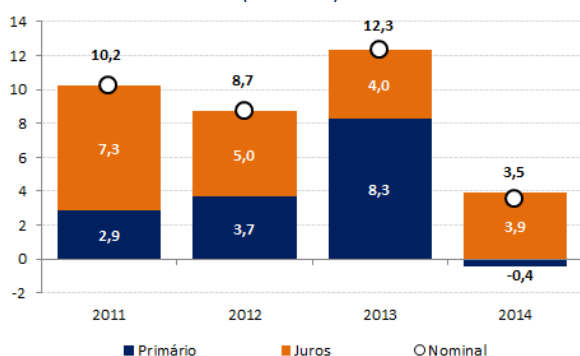
8. Panorama Internacional

Grécia: Saída do Euro à Vista

A Grécia fez nos últimos anos toda a lição de casa que deveria. Os Gráficos 11 e 12 apresentam a evolução das contas públicas e do superávit externo de 2011 até 2014, respectivamente.

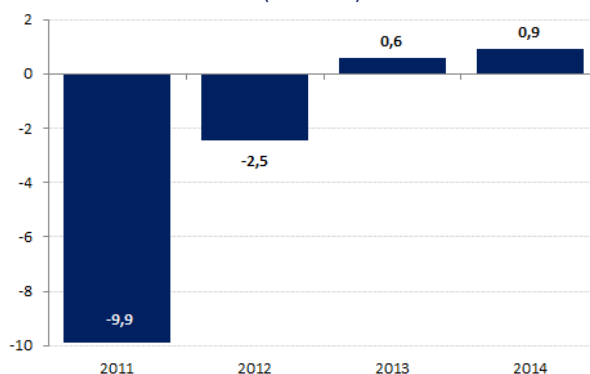
O Gráfico 12 registra o fortíssimo ajustamento externo pelo qual passou o país. O saldo externo saiu de déficit de 10% do PIB para superávit de 1% em quatro anos. Analogamente, as contas fiscais indicam forte ajuste: o déficit primário de 8,3% do PIB transformou-se em superávit de 0,4% na passagem de 2013 para 2014.

Gráfico 11: Déficit Nominal, Juros Pagos e Déficit Primário
(% do PIB)



Fonte: Eurostat. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 12: Superávit de Transações Correntes
(% do PIB)



Fontes: Eurostat. Elaboração: IBRE/FGV.

O resultado do forte ajuste apareceu na atividade econômica, como não poderia deixar de ser. Entre 2008 e 2013 a economia grega recuou 26%! No ano passado, essa derrocada foi interrompida com o crescimento de 0,8%. Nada brilhante mas, certamente, um começo.

No entanto, aparentemente a economia grega irá morrer na praia. Depois de seis anos (2009 a 2014) de ajustamentos duríssimos, a sociedade trocou o governo em janeiro último, e os novos mandatários começaram a dismantelar toda a estratégia de ajustes. O esforço foi forte demais e a sociedade cansou quando se aproximava do momento de cruzar a arrebentação das ondas e chegar à praia.

Os sinais de esgotamento da estratégia de ajustamento já apareceram no último trimestre de 2014, quando o forte ajuste fiscal começou a ser revertido. O Gráfico 13 apresenta a evolução dos saldos primários por trimestres em milhões de euros. Nota-se a forte piora no quarto trimestre de 2014, quando houve déficit primário de 1,6 bilhão de euros.

Não há a menor dúvida de que a dívida grega de 177% do PIB é impagável. Mesmo os baixos juros da região tornam o custo de rolagem proibitivo. A taxa implícita de juros da dívida foi de 2,2% em 2014 — ou seja, juros reais de 3,6%, dado que a inflação no ano passado foi de -1,4%.

O problema é que a renegociação da dívida precisa ser feita a partir de uma posição de força do governo grego. Esta requer que o superávit primário seja folgado, para que o governo do país consiga pagar suas contas sem necessitar de novos empréstimos.

Temos que retroagir até 2010 para encontrar um déficit primário no quarto trimestre maior do que o nível de 1,6 bilhão de euros de 2014. O gasto primário do governo é o gasto não financeiro. Quando há superávit primário, isto significa que a receita pública é maior do que o gasto não financeiro. É possível forçar renegociação da dívida pois o setor público não necessita de novos financiamentos para pagar suas contas.

Havendo déficit primário, porém, que parece ser a situação corrente do governo grego, faltará caixa para pagar as contas do dia a dia: aposentadorias e salários de funcionários públicos. O que será feito? Haverá pagamento com papéis 'IOU' na divertida sigla em inglês de "I owe you" — ou, em bom português, "devo, não nego, pago quando puder".

Ou seja, o estado grego emitirá um papel que prometerá pagar ao portador certo valor em euros quando houver recursos. É importante lembrar que o Tesouro grego não imprime euros, mas pode imprimir IOU. Os IOU circularão e serão trocados por euros com descontos, definidos pelo mercado quando o IOU for utilizado como meio de pagamento. Quando isto ocorrer, estará recriada a dracma!

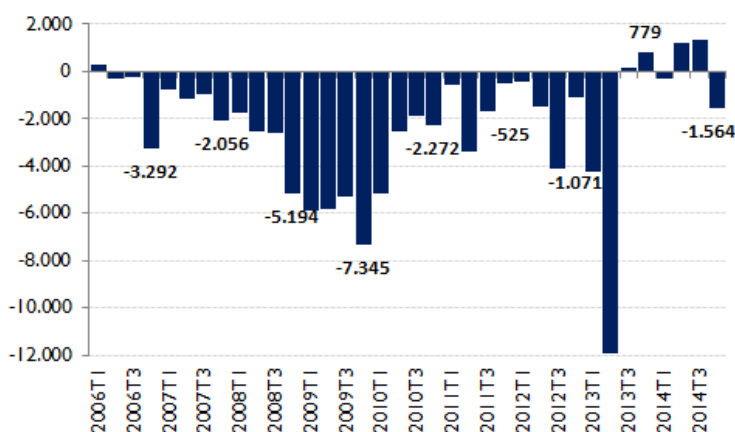
Samuel Pessôa

9. Observatório Político

Um Novo Equilíbrio Político

No dia 7 de abril, a Presidente Dilma tomou a extraordinária decisão de alçar o Vice-Presidente Michel Temer, do PMDB, à condição de coordenador político do governo. Concluiu-se assim o desmonte da desastrosa manobra, concebida no ano passado pelos operadores políticos do Palácio do Planalto, de enfraquecer o maior aliado do PT, o próprio PMDB. A ascensão de Temer soma-se à presença de Joaquim Levy no Ministério da Fazenda para configurar uma nova

Gráfico 13: Evolução Trimestral do Superávit Primário do Setor Público Grego (em milhões de euros)



* Os valores referem-se ao quarto trimestre de cada ano. Fonte: Banco Central Europeu (BCE). Elaboração: IBRE/FGV.

estratégia de governo e um novo equilíbrio político no país para os próximos 18 meses, isto é, até às eleições municipais de outubro de 2016.

A nova estratégia do governo tem vários componentes. Em primeiro lugar, ao contrário do que acontecera desde a primeira posse de Lula em janeiro de 2003, a atual mandatária petista delegou a elaboração da política econômica a um não petista com sólidas credenciais liberais e ortodoxas e o principal posto de coordenação das relações Executivo-Legislativo ao líder de um grande partido (petistas e líderes de pequenos partidos haviam antes ocupado essa posição). Ênfase deve ser dada ao verbo delegar, uma vez que a Presidente não abdicou de toda e qualquer ingerência na política e na economia, ao contrário do que supõem alguns analistas. Apesar de ser fruto de um processo tortuoso e conduzido sem *finezza* política, a ascensão da dupla Levy-Temer é uma mudança impressionante e, sobretudo, uma decisão correta, dado o fracasso da política econômica e do padrão de relacionamento com os partidos aliados que caracterizaram o período 2011-2014.

O que se pretende com a nova estratégia? Dilma, Lula e o PT estão dando um passo atrás – delegar poder para dois “estranhos no ninho” – para, depois, tentar dar dois à frente, isto é, fazer a economia voltar a crescer a partir de 2017, de modo que o partido continue a ser competitivo na eleição presidencial do ano seguinte. Isto é o que desejam aqueles três atores. Para identificar o novo equilíbrio político – isto é, uma situação em que nenhum ator tem incentivos para mudar unilateralmente sua estratégia – que emergiu a partir do começo de abril, há também que se avaliar o que se propõe a fazer a oposição.

Oposição significa PSDB, DEM, PPS e PSB (os dois últimos em processo de fusão). Esta, tal qual o Palácio do Planalto, também agonizou nos últimos meses, pois dividiu-se a respeito de lutar ou não pela destituição de Dilma, juntar-se ou não às manifestações de rua e votar contra ou a favor das medidas propostas por Joaquim Levy. Porém, nas últimas semanas os rumos da oposição ficaram mais claros, uma vez que o PSDB desistiu de pelear *à outrance* pela abertura de um processo de *impeachment* da Presidente e o DEM, no dia 7 de maio, deu votos cruciais para a aprovação da Medida Provisória nº 665, que torna mais exigentes as regras de concessão do seguro-desemprego, peça-chave do ajuste fiscal. São também decisões cruciais para a compreensão da atual equação política brasileira, pois sinalizam que a oposição não adotará uma estratégia maximalista vis-à-vis à enfraquecida chefe do Executivo e apostará novamente no veredito das urnas de 2016 e 2018 como mecanismo de punição do PT pelos vários erros que este cometeu nos últimos anos. Trata-se, igualmente, de escolhas acertadas, pois indicam que a oposição preza, apesar da relutância de alguns bolsões radicais, a estabilidade macroeconômica e institucional do país. É por essas e outras que o Brasil logra se distinguir da turbulência patológica que tem abalado a Argentina e a Venezuela.

A oposição, todavia, não deverá repetir o que fez em 2005, durante a crise do mensalão, quando concluiu que o melhor seria deixar Lula assar em fogo brando até à derrota nas eleições de 2006. A grande mudança de 2015 em relação a 2005 é que Dilma será assada em fogo alto. Isso não significa propor a destituição da Presidente, mas, sim, fustigar o governo permanentemente por

táticas agressivas de guerra de atrito parlamentar, postura que não foi adotada entre 2003 e 2013, a que se somarão as manifestações de rua e os painéis. Cabe lembrar que, naqueles onze anos, a oposição foi sempre acusada de ser excessivamente passiva. Agora, ela partiu para o ataque, mas descartando o *impeachment* a qualquer custo e deixando portas abertas para a cooperação em nome da estabilidade macroeconômica.

As estratégias de governo e oposição constituem um equilíbrio frágil, pois, além das grandes dúvidas a respeito das chances de êxito do ajuste fiscal, novas revelações da Operação Lava Jato podem alterar as perspectivas de ambas as partes. Em linguagem militar, Dilma, Lula e o PT estão travando uma batalha pela retaguarda e, simultaneamente, batendo em retirada, na expectativa de voltar ao ataque a partir de 2017. A oposição avança com crescente poder de fogo, mas sem abandonar a cautela. O PMDB agirá como se fosse um exército mercenário que, dependendo do resultado do ajuste, poderá ou abandonar o PT ou aliar-se à oposição ou ficar ameaçando fazer as duas coisas o tempo inteiro. Ao final da guerra, entre mortos e feridos, é fundamental que se preservem a democracia e a estabilidade macroeconômica. Se isso acontecer, todos terão sido vitoriosos.

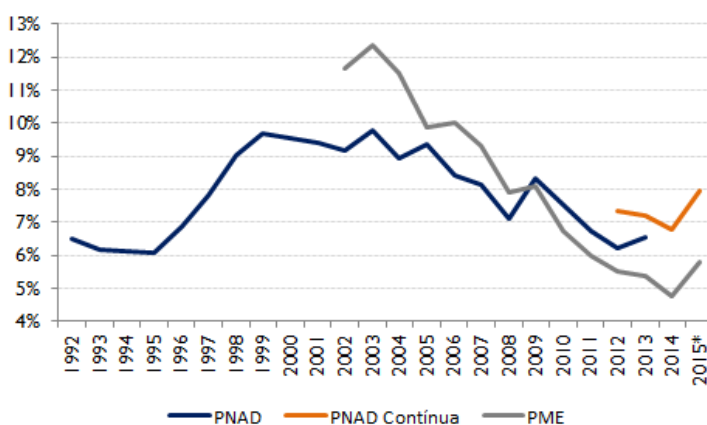
Octavio Amorim Neto - Professor da EBAPE/FGV

10. Em Foco IBRE: Efeito do Crescimento sobre o Emprego Diminuiu a Partir de 2007

A seção de Mercado de Trabalho desta edição mostrou que está ocorrendo um aumento gradual do desemprego, possivelmente aliado à desaceleração dos reajustes da renda real do trabalho. Nesta seção analisaremos esta tendência em um horizonte de tempo maior.

O Gráfico 14 mostra em um comparativo histórico a evolução do desemprego segundo as principais pesquisas do IBGE: PME (desde 2002), PNAD (anual, desde 1992) e PNAD Contínua (desde 2012). O desemprego da população de 14 anos ou mais de idade cresceu rapidamente na segunda metade da década de 90, passando de 6,1% em 1995 (menor nível da série histórica da PNAD) para 9,7% em 1999 – aumento de 3,6 pontos percentuais (pp) em um período de quatro anos. A partir de 2003, quando a taxa de desemprego era de 9,8% – ou seja, o mesmo nível de 1999 –, a desocupação passou a diminuir até 2012, quando ficou em 6,2%, mesmo patamar da mínima histórica referida (1995). Apesar de esse processo de redução ter sido brevemente interrompido

Gráfico 14: Taxa de Desemprego, População 14 Anos ou Mais (%)



* taxa média de desemprego do 1º trimestre de 2015. Fontes: PME, PNAD e PNAD Contínua/IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

pela crise de 2008 – que teve reflexos negativos no mercado de trabalho em 2009 –, foram precisos nove anos para se chegar no mesmo nível de desemprego de 1995. Isso reflete a elevada rigidez do mercado de trabalho brasileiro, que em certa medida contém o aumento das contratações em períodos de aceleração econômica.

Tabela 5: Indicadores de Mercado de Trabalho (População 14 anos ou mais) e PIB

Indicadores	PNAD					
	1995	1996	1997	1998	1999	Média (95-99)
Taxa de Desemprego (TD)	6,1%	6,9%	7,8%	9,0%	9,7%	7,9%
Variação da TD (em p.p)	-	0,8	0,9	1,2	0,7	0,9
Variação da PO	2,5%	-1,4%	2,1%	0,9%	4,9%	1,8%
Variação da PEA	2,4%	-0,5%	3,1%	2,3%	5,7%	2,6%
Variação Renda Real do Trabalho	-	3,8%	-1,0%	-0,7%	-7,5%	-1,4%
Crescimento do PIB (Anual)	4,3%	2,2%	3,4%	0,4%	0,5%	2,1%
Indicadores	PNAD Contínua (PNAD-C) *					
	2012	2013	2014	2015**	Média (12-15)	
Taxa de Desemprego (TD)	7,1%	6,9%	6,8%	7,8%	7,1%	
Variação da TD (em p.p)	-	-0,1	-0,2	1,0	0,2	
Variação da PO	-	1,2%	1,9%	1,0%	1,4%	
Variação da PEA	-	1,1%	1,0%	2,1%	1,4%	
Variação Renda Real do Trabalho***	-	3,8%	-0,6%	-2,6%	0,2%	
Crescimento do PIB (Anual)	1,8%	2,7%	0,1%	-1,5%	0,8%	

(*) Indicadores observados e previstos do mercado de trabalho se referem ao 3º trimestre do ano. (**) Previsões. (***) 3º trimestre do ano contra o 3º trimestre do ano anterior. Fontes: PME, PNAD e PNAD Contínua/IBGE. Elaboração: FGV/IBRE.

Nesse sentido, vale questionar se o aumento do desemprego ocorrido na segunda metade da década de 90 vai se repetir com a mesma velocidade e intensidade, agora que a economia passa por uma desaceleração que pode resultar em recessão. A Tabela 5 mostra que o ajuste na década de 90 aconteceu de forma rápida. A desaceleração do crescimento do PIB a partir de 1996 – aliada às crises externas ocorridas no período – contribuiu para o veloz aumento da taxa de desemprego antes referido. Nesse período, a População Ocupada (PO) cresceu a uma taxa média de 1,8%, mas o crescimento médio da População Economicamente Ativa (PEA) foi de 2,6%. Em termos acumulados, a PO cresceu 4,0 pp menos do que a PEA entre 1995 e 1999. Em outras palavras, o ajuste se deu fortemente pela desaceleração dos postos de emprego criados, o que fez com que a grande maioria do contingente de pessoas que entrava no mercado de trabalho não conseguisse obter ocupação. Dessa forma, a renda real do trabalho apresentou redução média de 1,4% no período, mas o ajuste ocorreu de forma mais acentuada apenas em 1999, quando o desemprego já tinha se elevado bastante.

Nos últimos anos, a taxa de desemprego demorou a subir. Segundo a Tabela 5, pelos dados da PNAD Contínua e considerando-se as nossas projeções para 2015, o desemprego terá aumentado a uma taxa média de 0,2 pp entre 2012 e 2015. Ao mesmo tempo, o PIB deve crescer em termos reais a uma taxa média de apenas 0,8% — ou seja, bem abaixo do observado no período de 1995 a 1999. Isso indica que foi “necessária” uma forte contração da economia para que o desemprego começasse a subir. Esse ajuste se deu pela desaceleração da PO e aceleração da PEA. Neste

segundo caso, em virtude da rápida desaceleração da renda real do trabalho, já iniciada em 2014 e que deve se prolongar ao longo deste ano. Prevê-se que a renda apresentará uma variação interanual de -2,6% em termos reais no terceiro trimestre deste ano.

Tabela 6: Efeito do PO Defasado, PIB e Salário sobre a PO Corrente

Variável Dependente:	1997 - 2012	1997 - 2002	2002 - 2007	2007 - 2012	2010 - 2012
$\ln(PO_{t-1})$	0,880*** (0,044)	0,949*** (0,016)	0,819*** (0,045)	0,968*** (0,014)	0,964*** (0,017)
$\ln(PIB_t)$	0,103** (0,042)	0,045** (0,016)	0,164*** (0,043)	0,027* (0,013)	0,030* (0,016)
$\ln(salário_t)$	-0,125** (0,048)	-0,052** (0,019)	-0,201*** (0,054)	-0,018 (0,019)	-0,018 (0,022)
Dummies de ano	Sim	Sim	Sim	Sim	Sim
Elasticidade - PIB da Demanda por trabalho					
	1997 - 2012	1995 - 1999	1999 - 2003	2003 - 2007	2007 - 2012
Curto Prazo	0,103	0,045	0,164	0,027	0,030
Longo Prazo	0,858	0,882	0,906	0,844	0,833

*, ** e *** indicam significância a 10%, 5% e 1%, respectivamente. Desvio-Padrão entre parênteses.

Fontes: PNAD e Contas Regionais/IBGE. Elaboração: FGV/IBRE.

Uma interpretação dos resultados da Tabela 6 ajuda a confirmar a análise anterior, ao apontar que o ajuste através do emprego não será compatível com a contração prevista da economia para 2015. A tabela fornece estimativas da elasticidade da demanda por trabalho (PO) com relação ao PIB utilizando dados anuais dos Estados.⁵ Os resultados apontam que, no período de 1997 a 2012, mantendo-se a estrutura salarial constante, um aumento real do PIB de 1% implicou aumento de 0,1% na PO. Ao estimar essa relação por distintos subperíodos, notamos que o efeito do PIB sobre a PO atingiu seu ápice no período de 2003 a 2007, época na qual o país se beneficiou do *boom* das *commodities*, o que contribuiu para que uma mudança estrutural na qual o setor de serviços ganhou grande importância. Em outras palavras, o fato de o setor de serviços no Brasil (i) ter crescido sua participação na economia; e (ii) ser intensivo em mão de obra fez com que o elevado crescimento econômico do período gerasse um *boom* de empregos, levando à redução da taxa de desemprego. No entanto, no período mais recente (2007 a 2012), esse efeito diminuiu consideravelmente: 1% de alta do PIB leva a meros 0,03% de aumento na PO (por razões que ainda vêm sendo debatidas). Assim, na hipótese de que esse efeito do PIB sobre a PO tenha se mantido constante no nível de 2007 a 2012 até o presente momento, a recessão econômica atual deve levar a uma redução não muito acentuada da PO.

⁵ Utilizamos o estimador Arellano-Bond para contornar problemas de endogeneidade das variáveis.

Nesse sentido, se a PO não responder na mesma magnitude à redução do crescimento econômico, o resultado será uma redução na produtividade do trabalho. De fato, pela Tabela 7 isso já vem ocorrendo nos trimestres mais recentes. Observa-se na tabela uma desaceleração rápida da produtividade do trabalho (coluna TOTAL), entre os 12 meses encerrados no 1º trimestre de 2014 (crescimento de 1,1%) para os 12 meses encerrados no 1º trimestre de 2015 (variação de -2,0%).⁶ Na comparação entre os setores, apenas a produtividade da agropecuária apresenta elevação. Já a indústria e os serviços mostram rápida redução da produtividade. Essa tendência de diminuição da produtividade do trabalho deve prosseguir pelo menos ao longo deste ano, comprimindo ainda mais as margens de lucro e, assim, forçando um ajuste mais forte via redução salarial.

Tabela 7: Variação (AsA, em %) da Produtividade do Trabalho (VA acumulado e média da PO dos últimos 4 trimestres)
Total, Agropecuária, Indústria e Serviços

Período	TOTAL	AGROPECUÁRIA	INDÚSTRIA	SERVIÇOS
2013.IV	1,2	9,0	0,7	0,5
2014.I	1,1	4,5	1,9	0,3
2014.II	-0,2	2,2	0,1	-0,9
2014.III	-0,8	4,1	-1,2	-1,5
2014.IV	-1,2	6,6	-2,4	-2,1
2015.I	-2,0	5,9	-3,1	-2,8

Fonte: PNAD Contínua e Contas Nacionais/IBGE e Projeções IBRE/FGV. Elaboração: FGV/IBRE.

Rodrigo Leandro de Moura

Revisão Editorial do Boletim Macro IBRE: Fernando Dantas

⁶ Para o 1º trimestre de 2015, consideramos nossas projeções setoriais destacadas também na seção Atividade Econômica.

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

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

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 20 de maio 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.