



# BOLETIM MACRO

Outubro de 2018



## Condições externas e domésticas melhoram, mas problemas estruturais permanecem sem solução

Com já havíamos observado no Boletim de setembro, apesar de o cenário internacional ter piorado ao longo do ano, de certa forma houve uma acomodação desde setembro, pelo menos no que tange às economias emergentes. Assim, após atingir um pico em meados de agosto, o dólar se enfraqueceu um pouco, a despeito da perspectiva de que o Fed venha a subir os juros além do que o mercado vinha antes precificando. Isso ajudou a tornar o cenário internacional menos desafiador aos emergentes, o que levou a forte recuo do risco-país destes países e a uma dinâmica cambial mais favorável.

As sinalizações mais pró-mercado da política econômica, tanto na Turquia quanto na Argentina, também contribuíram para essa redução do risco dos emergentes. Em particular, a Argentina anunciou um novo acordo com o FMI, com a ampliação do valor do programa de empréstimo e a antecipação dos desembolsos este ano. Por outro lado, as contrapartidas definidas ficaram ainda mais duras que as previstas no acordo anterior: equilíbrio fiscal primário em 2019 e superávit de 1% em 2020; compromisso com controle inflacionário e abandono da política de intervenções cambiais, que só poderão ser feitas em condições particulares, como por exemplo para evitar a disfuncionalidade do mercado cambial. Esse novo acordo pode permitir uma melhora da economia em 2019. Entretanto, a agenda econômica ficou ainda mais desafiadora do que o previamente previsto, em um contexto de fragilidade política, devido à eleição presidencial no ano que vem.

Apesar de mais calmo no último mês e meio, o cenário internacional ainda apresenta diversos desafios. Nos EUA, o crescimento tem se mantido em um ritmo forte e o FED deve continuar elevando a taxa de juros, sendo que a parte longa da curva também subiu, com os *yields* dos *treasuries* de 10 anos agora firmes em torno de 3,2%. Na área do euro, os indicadores de mais alta frequência mostram desaceleração da atividade econômica. A redução nas exportações líquidas da região explica parcialmente esse resultado. De fato, os efeitos negativos da guerra comercial já têm se manifestado no índice de quantum do comércio mundial, de acordo com a medida do CPB *World Trade Monitor*. Ainda na área do euro, há também preocupação com os problemas na economia e na política italiana e seus efeitos sobre o crescimento da região. O FMI já reduziu suas projeções de crescimento global e a situação ainda exige cautela. Ou seja, não podemos descartar nova rodada de piora nas condições financeiras e desvalorização de ativos, ainda que este não seja nosso cenário base.

No Brasil, a melhora do quadro externo teve repercussões significativas, em parte porque foi reforçada pela percepção de queda no risco político. O CDS de 5 anos devolveu parte importante da alta de agosto, com um recuo de 94 b.p.,<sup>1</sup> e isto explica uma parcela relevante do movimento de apreciação do real. Sem dúvida, o comportamento do risco emergente contribuiu para esse movimento, mas a forte apreciação das últimas semanas decorre também da avaliação positiva do mercado sobre o Brasil.

A dinâmica recente da moeda brasileira tornou mais favorável o balanço de riscos para a inflação, que recentemente caminhara no sentido de maior pressão de preços este ano. Com a reversão do câmbio, haverá forte recuo nos preços dos combustíveis. Houve também melhora

<sup>1</sup> Do pico de 310 b.p. em 04/09/18, recuou para 216 b.p. no dia 19/10/18.

nas previsões dos preços de energia, devido ao maior volume de chuvas. Com isso, a inflação deve permanecer em torno da meta de 4,5% em 2018. Para 2019, a previsão é de uma inflação também de 4,5%, ligeiramente acima da meta (4,25%). Vale ressaltar que a alta do preço de alimentos responde por parte relevante da inflação nesses dois anos e que a expectativa é que as medidas de núcleo permaneçam abaixo da meta em 2018 e 2019. Esse cenário mais benigno para a inflação, em um contexto de expectativas inflacionárias bem ancoradas, deve permitir ao Banco Central manter a taxa básica de juros inalterada em 6,50% a.a. por mais tempo.

Esse quadro mais favorável também contribui para um melhor desempenho da atividade no curto prazo. Como já havíamos indicado no Boletim de setembro, o desempenho da atividade econômica no terceiro trimestre foi bem positivo, em linha com o esperado pelo FGV IBRE. Os indicadores de atividade recém-divulgados corroboraram nossa projeção de crescimento do PIB de 0,9% no terceiro trimestre, em relação ao trimestre anterior. Sem dúvida, essa alta forte reflete, em parte, a base de comparação muito deprimida do segundo trimestre, quando a greve dos caminhoneiros prejudicou a atividade econômica. Mas há também sinais de maior resiliência da atividade econômica, em que pesem os contextos externo e doméstico razoavelmente turbulentos deste ano.

Com isso, mantemos a nossa previsão de crescimento de 1,5% do PIB para 2018. Havia um risco de revisão para baixo do PIB do quarto trimestre, mas a melhora das condições financeiras corrobora nossa previsão de crescimento de 0,6% do quarto trimestre em relação ao terceiro.

O cenário para 2019 ainda é de muita incerteza. Nosso principal desafio do ponto de vista macroeconômico é a grave situação fiscal. Apesar do alento nas contas públicas deste ano, o déficit é ainda muito alto. Além disso, a dívida pública está em um patamar muito elevado em comparação com outros países emergentes e deve continuar crescendo, sem perspectivas de estabilização nos próximos anos. Apenas um forte ajuste fiscal vai restaurar a solidez fiscal necessária para a retomada do crescimento sustentável. Nossos problemas estruturais persistem e são extremamente desafiadores para o próximo governo.

Com esse pano de fundo, um resumo dos temas analisados neste Boletim inclui os seguintes destaques:

1. Na seção sobre atividade econômica, os indicadores observados para agosto e as previsões para setembro sustentam nossa projeção de crescimento do PIB no terceiro trimestre de +0,9% TsT (+1,8% AsA), e de +1,5% este ano. A principal revisão em nossas projeções ocorreu no investimento, em decorrência das mudanças no regime REPETRO, que concede tratamento tributário especial aos investimentos feitos no setor de petróleo e gás. Com o novo regime, as plataformas de petróleo antigas, que já deveriam estar no estoque, estão agora sendo “contabilmente” importadas. A consequência é um crescimento interanual da Absorção de Máquinas e Equipamentos (AME) de mais de +40% AsA no terceiro trimestre, o que justifica nossa revisão do investimento de +3,0% AsA no Boletim Macro do mês anterior, quando não considerávamos a contabilização de plataformas antigas em nossos cálculos, para +9,5% AsA. Para 2018, a revisão foi de +3,4% para +6,8%. Vale ressaltar que ainda há dúvidas sobre a forma como o IBGE irá tratar o impacto do novo regime REPETRO sobre o investimento. Além disso, essa alteração não modifica o PIB pelo lado da oferta e também não deve gerar grandes

mudanças no resultado do PIB pelo lado da demanda, pois o investimento maior é compensado pelo aumento nas importações. [\(Seção 1\)](#)

2. Nas sondagens, a incerteza eleitoral e o ritmo lento da economia continuaram pressionando a confiança de empresas e consumidores para baixo em setembro. Entre as empresas, a indefinição quanto à política econômica futura leva a uma postura de “esperar para ver”, limitando a realização de investimentos e contratações. Já os consumidores seguem cautelosos, tendo em vista as dificuldades para equilibrar o orçamento doméstico. Haverá uma melhora após o período eleitoral, em função da redução de incertezas? Há motivos para crer que sim. O efeito *lua de mel* poderá levar a que a confiança se estabilize ou avance um pouco nos próximos meses. Mas uma recuperação sustentável dependerá do sucesso das medidas do novo governo. [\(Seção 2\)](#)

3. A taxa de desemprego do trimestre terminado em agosto ficou em 12,1%, surpreendendo os analistas, cuja mediana era de 12,2% no trimestre móvel. Já a renda habitual média real do trabalho registrou alta anual de 1,3% no mesmo mês, e, por fim, o CAGED apontou a geração de um saldo líquido de 110 mil vagas formais em agosto, muito acima do esperado pelos analistas. Ajustando para os efeitos da sazonalidade, esse valor equivale à criação líquida de 64 mil vagas, a maior do ano, indicando aceleração da melhora na inserção laboral. Com isso, desde junho, a Massa de Rendimentos do Trabalho tem puxado a Massa Salarial Ampliada, com ganhos reais anuais consistentes na renda efetiva média, além de aumentos acima de 1% na População Ocupada, sempre com relação aos mesmos meses do ano anterior. No todo, projetamos que a taxa de desocupação alcance 11% em dez/2018 na série sem ajuste sazonal, com média de 12,0% em 2018. Essa taxa foi de 11,8% e 12,7%, respectivamente, no último trimestre de 2017 e no ano passado fechado. [\(Seção 3\)](#)

4. A inflação deverá seguir em aceleração pelo segundo mês consecutivo. Em setembro, o destaque foi o preço dos combustíveis. Já em outubro, as fontes de pressão serão mais variadas: além dos combustíveis, que seguem em alta, efeitos sazonais concentrados em alimentos e vestuário impulsionarão a inflação. A partir de novembro, o choque de oferta que escora a elevação dos preços de alimentos *in natura* e do etanol tenderá a se enfraquecer, favorecendo a desaceleração da inflação, que poderá encerrar o mês abaixo de 0,3%. Para dezembro, as previsões são de alta moderada, não muito distante da que deve ser apurada em novembro. Se isso se confirmar, a inflação encerrará o ano na meta. [\(Seção 4\)](#)

5. A seção sobre política monetária discute que, por alguns meses, incertezas relacionadas com o quadro eleitoral deram margem ao surgimento de expressivos prêmios de risco, incorporados aos juros prevalecentes nos mercados futuros. Desde o início de setembro, porém, esses prêmios se reduziram consideravelmente, permitindo que se tenha mais clareza a respeito da condução da política monetária nos próximos meses. Nosso analista sustenta que o cenário prospectivo da inflação não parece preocupante e que os juros de política monetária

provavelmente permanecerão estáveis ainda por um bom tempo, facilitando a retomada da atividade econômica no próximo ano. [\(Seção 5\)](#)

6. A seção fiscal mostra que há boas notícias também em relação às contas públicas brasileiras. A meta para o resultado primário, fixada na Lei de Diretrizes Orçamentarias (LDO) para o setor público consolidado em 2018, é de déficit de R\$ 161 bilhões de reais. Este número, que salta aos olhos quando comparado à evolução recente do resultado primário, mostra-se de certa maneira irreal, pois de janeiro a agosto de 2018 o resultado primário do setor público consolidado foi deficitário em apenas R\$ 34,7 bilhões. Para o ano, é possível esperar um resultado primário melhor que a meta em cerca de R\$ 25 bilhões ou mais, para o governo central. Também para os governos regionais e as empresas estatais esperam-se surpresas positivas, tendo a reavaliação bimestral de agosto apontado excessos de superávit primário dos governos subnacionais da ordem de R\$ 8,2 bilhões e das empresas estatais federais de R\$ 3,5 bilhões, nos dois casos em relação às respectivas metas. [\(Seção 6\)](#)

7. A seção que trata do setor externo chama atenção para a importância da geografia multilateral do comércio exterior brasileiro na elaboração de uma agenda de comércio de um novo governo. São discutidas três falácias presentes no debate sobre as exportações brasileiras: a responsabilidade da China pela primarização das exportações brasileiras; a perda de mercados nos Estados Unidos por falta da realização de acordos de livre comércio Brasil-Estados Unidos; e a perda de importância da Argentina para o aumento das exportações brasileiras. A autora enfatiza que todos os mercados são relevantes para o Brasil e que a questão central é o aumento e a diversificação da oferta exportável, através de medidas voltadas para a melhora da produtividade. [\(Seção 7\)](#)

8. Na seção internacional, o tema é a política monetária americana. Na última reunião do Comitê de política monetária, decidiu-se pelo aumento de 0,25 ponto percentual da taxa básica de juros, para o intervalo 2,0%-2,25%. São esperados novos aumentos nas próximas reuniões, mas, segundo o autor, este processo de subida da taxa de juros pode ser limitado por uma desaceleração mais forte da economia mundial, em função da guerra comercial e dos efeitos sobre os emergentes da própria alta dos juros americanos. A razão é que o fortalecimento do dólar e a redução do crescimento da economia mundial gerariam poderosas forças desinflacionárias. É sempre importante lembrar que, mesmo a economia americana não tendo mais um peso tão grande no PIB mundial como no passado, sua política monetária ainda é a grande baliza para os mercados financeiros mundo afora. [\(Seção 8\)](#)

9. E, por fim, a seção Em Foco, de autoria de Marcel Grillo Balassiano, resume os principais resultados do artigo “Recessão Brasileira (2014-2016): Uma Análise por Meio do Método do Controle Sintético do PIB, PIB per capita, Taxa de Investimento e Taxa de Desemprego”. [\(Seção 9\)](#)

*Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos*

## 1. Atividade Econômica

### Recuperação da atividade econômica prossegue em agosto

Em agosto, os indicadores da atividade econômica mostraram continuidade do processo lento e gradual de retomada do crescimento. Apesar da produção industrial ter registrado crescimento inferior ao esperado pela maioria dos analistas de mercado, evoluindo 2% em relação ao ano anterior, o comércio varejista ampliado e o setor de serviços surpreenderam positivamente, crescendo 6,9% e 1,5%, respectivamente, na comparação com agosto do ano passado.

O cenário observado em agosto e as previsões para setembro corroboram a manutenção de nossa projeção para o crescimento do PIB no terceiro trimestre de +0,9% TsT (+1,8% AsA), e de +1,5% no ano de 2018. A base baixa de comparação, tanto no segundo trimestre deste ano quanto no terceiro trimestre de 2017, contribuiu para um crescimento mais acentuado no terceiro trimestre.

Pelo lado da oferta, esperamos crescimento positivo nos três grandes setores da atividade no terceiro trimestre. Nossa única revisão em relação ao Boletim Macro do mês passado ocorreu na indústria extrativa, que foi revisada de uma queda de -1,2% AsA para um crescimento de +2% AsA, incorporando os resultados observados na Pesquisa Industrial Mensal (PIM-PF) do IBGE. Com essa modificação, esperamos um crescimento de +1,7% AsA na indústria no terceiro trimestre, e de 1,5% em 2018.

No lado da demanda, as principais revisões em nossas projeções ocorreram em decorrência de mudanças no regime REPETRO, que concede tratamento tributário especial aos investimentos feitos no setor de petróleo e gás. Pelo antigo regime, era permitido exportar plataformas de petróleo mesmo quando não houvesse saída física de bens do território nacional e sem contrapartida de registros nas importações. Sendo assim, essas plataformas não eram incluídas no estoque de investimento do país. Pela nova lei, essas operações passam a ser registradas nas importações, resolvendo o problema de subestimação do investimento. Contudo, as plataformas antigas, que já deveriam estar no estoque, também estão sendo importadas.

**Tabela 1: PIB: Projeções**

Atividades	2018.III (TsT)	2018.III (AsA)	2018
Consumo das Famílias	1,0%	1,8%	2,0%
Consumo do Governo	0,3%	0,6%	0,1%
Investimento	6,6%	9,5%	6,8%
Exportação	11,7%	6,7%	3,7%
Importação	14,2%	18,4%	9,8%
<b>PIB</b>	<b>0,9%</b>	<b>1,8%</b>	<b>1,5%</b>
<b>Agropecuária</b>	<b>1,7%</b>	<b>3,7%</b>	<b>0,7%</b>
<b>Indústria</b>	<b>1,1%</b>	<b>1,7%</b>	<b>1,5%</b>
Extrativa	1,8%	2,0%	0,6%
Transformação	1,7%	2,5%	2,5%
Construção Civil	1,0%	0,0%	-0,4%
Eletricidade e Outros	-0,9%	1,4%	1,5%
<b>Serviços</b>	<b>0,7%</b>	<b>1,5%</b>	<b>1,5%</b>

Fonte e Elaboração: IBRE/FGV

Consequentemente, grande parte das importações de bens de capital é originada de plataformas antigas.<sup>2</sup> O Gráfico 1 exibe o tamanho do impacto do novo regime na taxa de crescimento interanual do volume importado de bens de capital, calculado pela equipe do Boletim do ICOMEX da FGV/IBRE.

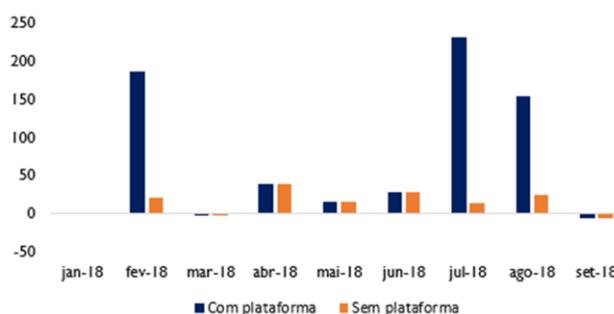
A questão relevante é avaliar qual será o impacto desse novo regime no investimento computado pelo IBGE. Ao considerar as importações de bens de capital com plataformas, calculamos um crescimento interanual da

Absorção de Máquinas e Equipamentos (AME) de mais de +40% AsA no terceiro trimestre, o que justifica nossa revisão do investimento, de +3,0% AsA no Boletim Macro do mês anterior, quando não considerávamos a contabilização de plataformas antigas em nossas estimativas, para +9,5% AsA. No ano de 2018, a revisão foi de +3,4% para +6,8%. Vale ressaltar que ainda há dúvidas sobre a forma como o IBGE irá tratar o impacto do novo regime REPETRO sobre o investimento. Além disso, essa alteração não modifica o PIB pelo lado da oferta e também não deve gerar grandes mudanças no resultado do PIB pelo lado da demanda, pois o investimento maior é compensado pelo aumento nas importações.

O cenário futuro para a atividade econômica depende tanto de fatores internacionais quanto domésticos. A crise econômica na Argentina, um dos nossos principais parceiros comerciais, já gera impactos negativos na indústria de transformação e nas exportações brasileiras, principalmente do setor automotivo. As exportações de veículos, divulgadas pela Anfavea, retraíram-se em 34% AsA em setembro, quinto mês consecutivo de queda. Do ponto de vista doméstico, a atividade econômica depende em grande medida da condução da agenda de reformas fiscais necessárias para equilibrar as contas públicas do país e da consequente retomada da confiança dos empresários e consumidores.

*Silvia Matos e Luana Miranda*

**Gráfico 1: Volume Importado de Bens de Capital com e Sem Plataformas** (% em relação ao mesmo mês do ano anterior)



Fontes: Boletim ICOMEX; IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

<sup>2</sup> Ver o post da pesquisadora Silvia Matos no Blog do IBRE do dia 16/10/2018, disponível em: <https://blogdoibre.fgv.br/posts/impacto-da-importacao-de-plataformas-de-petroleo-no-investimento-de-2018>.

## 2. Expectativas de Empresários e Consumidores

### A confiança pode voltar após as eleições?

Em setembro, a incerteza eleitoral e o ritmo lento da economia continuaram pressionando a confiança de empresas e consumidores para baixo. O Índice de Confiança Empresarial (ICE) recuou 1,9 ponto, para o menor nível desde setembro de 2017, e o Índice de Confiança do Consumidor (ICC) retornou ao nível imediatamente posterior à greve dos caminhoneiros, ao cair 1,7 ponto.

Ambos os indicadores estão agora em níveis considerados muito baixos em termos históricos, como ilustram os Gráficos 2 e 3. Entre as empresas, a indefinição quanto à política econômica futura leva a uma postura de se “esperar para ver”, limitando a realização de investimentos e contratações. Já os consumidores seguem cautelosos diante de uma evolução aquém do esperado no mercado de trabalho e das dificuldades para equilibrar o orçamento doméstico.

Podemos esperar uma melhora após o período eleitoral em função da redução de incertezas? A literatura internacional<sup>3</sup> e a experiência nacional, ressalvadas as pequenas amostras, sugerem que sim: a definição do pleito

**Gráfico 2: Índice de Confiança Empresarial**  
(dados dessazonalizados, quintis determinados no período jul/2010 a jun/2015)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 3: Índices de Confiança do Consumidor**  
(dados dessazonalizados, quintis determinados no período jul/2010 a jun/2015)



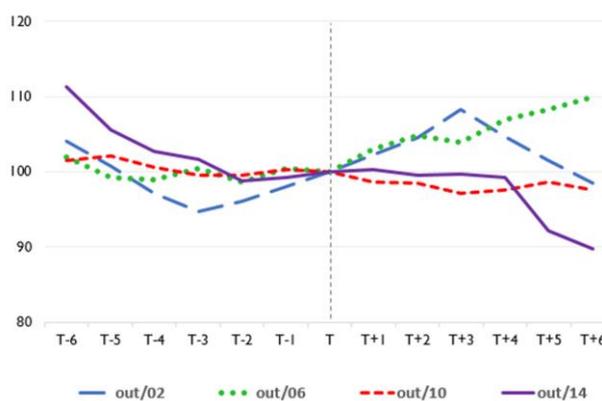
Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

<sup>3</sup> Durr, Robert H. 1993. “What Moves Policy Sentiment?” *American Political Science Review* 87(1):158–70.  
Haller, H. Brandon, and Helmut Norpoth. 1994. “Let the Good Times Roll: The Economic Expectations of U.S. Voters.” *American Journal of Political Science* 38(3):625–50.  
Krause, George A. 1997. “Voters, Information Heterogeneity, and the Dynamics of Aggregate Economic Expectations.” *American Journal of Political Science* 41(4):1170–200

pode surtir um efeito positivo na confiança nos dois ou três meses após as eleições. A partir deste ponto, a evolução dependerá da percepção dos agentes quanto à diretriz traçada pelos novos governantes e das avaliações em relação ao clima geral do país naquele momento.

O efeito lua de mel nos parece claro no caso empresarial, como mostra o Gráfico 4 da confiança industrial em períodos de eleição. Nas últimas eleições presidenciais (2002, 2006, 2010 e 2014), a confiança evoluiu de forma favorável ou neutra nos meses seguintes ao segundo turno. No caso do consumidor ocorre o mesmo, à exceção das eleições de 2014, quando a confiança<sup>4</sup> caiu nos meses seguintes, possivelmente afetada por fatos relacionados à operação Lava Jato e à percepção de piora do ambiente econômico.

**Gráfico 4: Evolução da Confiança da Indústria em Períodos Eleitorais\*** (índices dessazonalizados com base 100 no mês de ocorrência do evento, mês T)



\* entre 2002 e 2005, os dados mensais utilizados do ICI foram interpolados a partir dos resultados trimestrais.

Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Entre os motivos para o relativo bom comportamento pós-eleitoral dos índices de confiança estão a redução da incerteza e o discurso de pacificação e unificação pelos vencedores. A partir da posse, o efeito torna-se menos pronunciado e dependente das ações do governante.

Outro fator a contribuir favoravelmente nessa transição de governo é a alta potencial nos indicadores de popularidade do presidente. A confiança do consumidor tem se mostrado aderente a esse indicador, com poucas e justificáveis exceções. Em 2008-2010, por exemplo, a elevada popularidade de Lula (transmitida a Dilma) colaborou para que o ICC não caísse tanto na recessão de 2008-2009 e durante a recuperação subsequente. Em 2017-2018, a baixa popularidade do Presidente Temer vem contribuindo para manter os níveis de confiança do consumidor excessivamente reduzidos, a despeito da melhora gradual da economia. A entrada de um novo presidente tende a elevar a popularidade e o otimismo.

Dessa forma, há motivos para crer que a confiança se estabilize ou avance pelo menos até o final do ano. Mas uma recuperação sustentável dependerá do sucesso das medidas do novo governo.

**Aloisio Campelo Jr. e Viviane Seda Bittencourt**

<sup>4</sup> A série do ICC foi interpolada com os dados da Fecomércio anteriores a 2005.

### 3. Mercado de Trabalho

#### Queda do desemprego surpreende

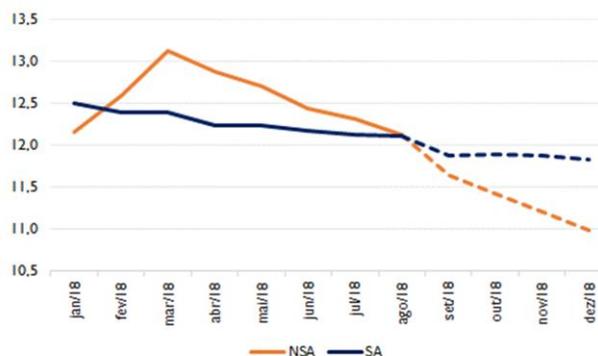
A taxa de desemprego da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) de agosto registrou o nível de 12,1%, uma queda de 0,2p.p. em relação a junho. O resultado foi melhor do que o projetado pelo IBRE e que a mediana dos analistas. Com ajuste sazonal, caiu suavemente nos dois últimos meses de 12,2% para 12,1% (Gráfico 5). Ainda em agosto, o rendimento habitual do trabalho cresceu 1,3% em termos reais com relação ao ano anterior.

O saldo de emprego formal medido pelo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED) registrou geração líquida de mais de 110 mil vagas em agosto, quase o dobro de nossa projeção (60 mil) e da projeção mediana dos analistas. Com ajuste sazonal, a criação líquida de vagas do CAGED de julho atinge o número mais alto do ano, com 64.027 novas vagas (Gráfico 6). O segundo mês com maior geração líquida de empregos foi janeiro, com 47.887 vagas.

O Brasil registra crescimento da Massa Salarial Ampliada Disponível (ou seja, rendimentos do trabalho e benefícios governamentais) desde final de 2016. No início de 2017, o crescimento acelera para taxas semelhantes às do período pré-crise, entre 3% e 5% em termos reais, mantendo-se neste nível até o início de 2018, a partir de quando começa a desacelerar.

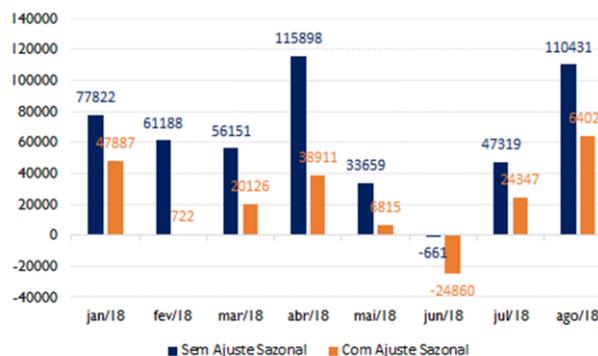
A decomposição da Massa Salarial Ampliada Disponível (MSA-D) mostra que a Massa de Rendimentos do Trabalho (MRT) tem puxado a sua expansão desde 2017 (Gráfico 8). Ao mesmo tempo, os Benefícios Previdenciários e Assistenciais – com reajustes cada vez menores, além de uma surpresa inflacionária em Junho/18 – foram variando progressivamente menos, até

Gráfico 5: Taxa de Desemprego 2018 (%)



Fonte: PNADC (IBGE). Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 6: Saldo CAGED

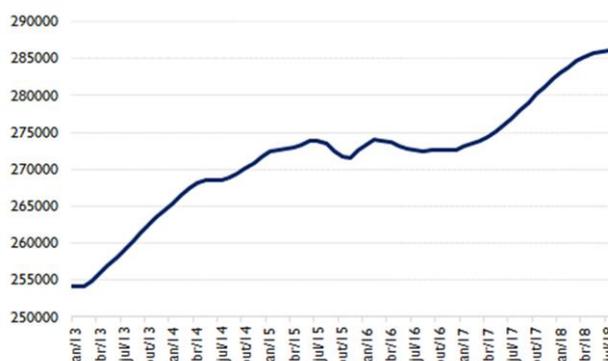


Fonte: CAGED (MTE). Elaboração: IBRE/FGV.

contribuírem negativamente para a MSA-D, contrabalanceando uma MRT ainda positiva, mesmo com um efeito-base menos favorável do que no ano anterior.

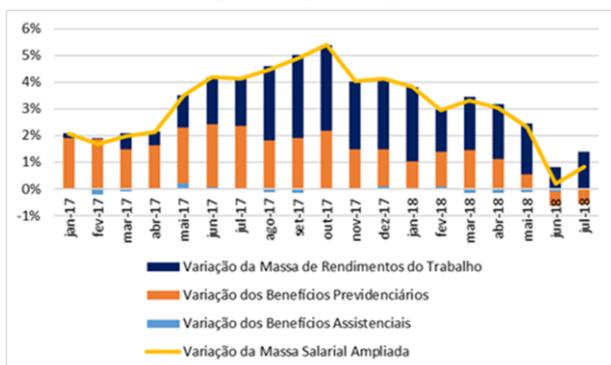
A decomposição da MRT, por sua vez, começou a ser puxada positivamente pelos aumentos do Rendimento do Trabalho, que cresceram a taxas anuais de 2% a 3% já a partir de janeiro de 2017. Já a População Ocupada passou a registrar variações anuais positivas apenas em julho de 2017, e passou a representar a maior parte do crescimento da MRT a partir de novembro do mesmo ano, quando começou a crescer a taxas anuais de 2%. Atualmente, apesar do cenário de desaceleração econômica em relação ao último trimestre do ano anterior e o primeiro deste, ainda se vê uma perspectiva positiva tanto na renda quanto no número de ocupados até o final do ano.

**Gráfico 7: Massa Salarial Ampliada Disponível (média móvel 12 meses)**



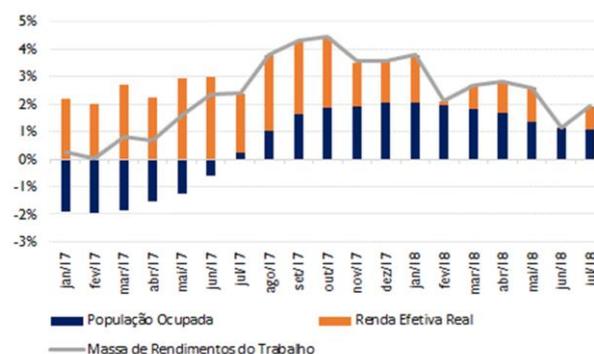
Fontes: PNADC (IBGE); CAGED (MTE). Elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 8: Contribuição do Crescimento (YoY, %) da Massa Salarial Disponível por Origem de Rendimento**



Fontes: PNADC (IBGE); MDS; SPREV; STN. Elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 9: Contribuição da PO e Renda Média Efetiva para a Variação da Massa de Rendimentos do Trabalho**



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

O cenário de recuperação mais rápida do emprego nos leva a manter a projeção de tendência de baixa do desemprego para o final de 2018, mesmo diante da atividade mais fraca e de maiores incertezas políticas. A taxa de desemprego deve alcançar pouco menos de 11% em dez/2018 (média de 12,1% em 2018), como podemos notar no Gráfico 5. Esperamos que o desemprego siga em queda ao longo de 2019, puxado pelo crescimento de 1,5% do PIB projetado para o próximo ano.

*Fernando Holanda Barbosa Filho e Daniel Duque*

## 4. Inflação

### Pressões sazonais impulsionam a inflação de outubro

A inflação deverá seguir em aceleração pelo segundo mês consecutivo. Em setembro, o destaque foi o preço dos combustíveis. Já em outubro, as fontes de pressão serão mais variadas: além dos combustíveis, que seguem em alta, efeitos sazonais concentrados em alimentos e vestuário impulsionarão a inflação.

Para o IPCA-15 de outubro, o Monitor da Inflação antecipa taxa de 0,65%. Na direção do final do mês, as coletas de preços mais recentes indicam que há pouco espaço para o arrefecimento da inflação, que poderá encerrar outubro pouco abaixo de 0,6%.

Entre as fontes de pressão estão os itens 'Tubérculos, Raízes e Legumes' e Carnes, para os quais os preços devem avançar 15% e 2%, respectivamente. Esses e outros movimentos de menor intensidade devem contribuir para que a taxa do grupo Alimentação e Bebidas suba 1,3%, respondendo por mais de 30% da inflação de outubro.

Comportamento similar foi apresentado pelo grupo Alimentação no IPA/FGV. Segundo o IPA-10 de outubro, a taxa dessa classe de despesa subiu 1,43%, registrando forte aceleração em comparação a setembro, quando apresentou queda de 0,80%. No IPA, os destaques foram tomate (39,10%) e carne de aves (5,68%), itens que também estão se sobressaindo nas prévias do IPCA.

Os preços do grupo Vestuário – impulsionados pela mudança de estação – devem subir 0,6% em outubro, ante queda de 0,02% em setembro. Esse movimento também contribuirá para a aceleração do IPCA em comparação a setembro.

Já os combustíveis devem permanecer como fonte de pressão, embora registrando aumento menor que o apurado em setembro. Para outubro espera-se alta média de 3,8% para os preços dos combustíveis. Percentual abaixo do alcançado em setembro, quando o avanço foi de 4,2%. Esse recuo virá pelos preços da gasolina, que é o combustível de maior peso no IPCA. Em setembro, a gasolina subiu 3,9%, mas, para outubro, a alta média não será superior a 2,0%. Com a aproximação da entressafra, a previsão é de que os preços do etanol avancem mais que no mês passado, evoluindo de uma alta de 5,4% em setembro para 6,4% em outubro.

Se as contribuições de alimentos *in natura*, carnes, vestuário e combustíveis fossem expurgadas do IPCA de outubro, a variação do índice seria próxima de 0,3%, idêntica à registrada em setembro, ao se excluir do cálculo do IPCA os mesmos itens. Sendo assim, não há evidência de espalhamento das pressões inflacionárias. A aceleração mais recente está mais relacionada à variação dos preços dos combustíveis e a choques de oferta temporários.

Os efeitos mais agudos da desvalorização cambial, observada no final da primeira quinzena de setembro, quando a cotação do dólar chegou a R\$ 4,2, ainda não foram completamente dissipados. Os preços de produtos *tradables* devem subir 0,7% em outubro, permitindo que a taxa acumulada em 12 meses chegue a 2,8% e acumule a sua quinta aceleração consecutiva. A cotação do real frente ao dólar, que recuou para R\$ 3,7 na primeira quinzena de outubro, deve ajudar a conter o avanço dos *tradables*, reduzindo sua influência na inflação do próximo mês.

Para novembro, o IPCA deve registrar expressiva desaceleração, puxada, principalmente, pelo comportamento dos preços da gasolina. As acelerações registradas nos preços de *in natura*, carnes e vestuário também devem arrefecer no próximo mês. Se tal comportamento ocorrer, a taxa do IPCA poderá recuar para 0,25% fazendo o índice acumular até novembro alta de 4,2%.

Para dezembro, a taxa do IPCA poderá não se distanciar muito da apurada em novembro. Se a previsão estiver correta, há uma boa chance da inflação de 2018 fechar na meta de 4,5%.

*Salomão Quadros e André Braz*

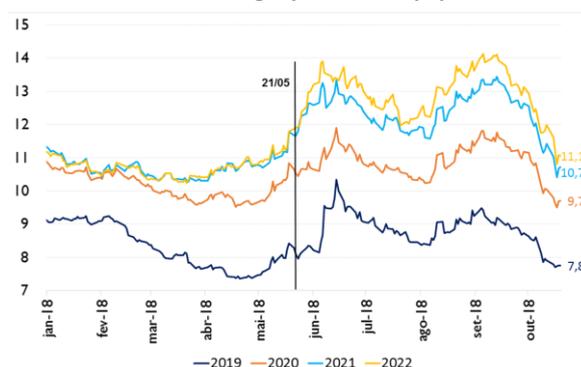
## 5. Política Monetária

### Dissipação das incertezas eleitorais permite visão mais clara da política monetária

De maio do corrente ano para cá os mercados futuros de juros apresentaram fortes oscilações. Como se sabe, das taxas negociadas de DI é possível extrair estimativas dos juros médios de *overnight* para determinado período, implícitas naqueles contratos.

O Gráfico 10 ilustra o comportamento das taxas médias de *overnight* até 2022, desde o começo do corrente ano. Como é possível observar, essas taxas adquiriram trajetória ascendente a partir de maio, tendo experimentado impulso extra após o dia 21, com o início da greve dos caminhoneiros, evento esse que trouxe preocupações com a alta da inflação e produziu considerável aumento das incertezas prevaletentes na economia.

**Gráfico 10: Evolução dos Juros Médios Anuais (Taxa de Overnight) em 2018 (%)**



Fontes: Bloomberg; MCM Consultores. Elaboração: IBRE/FGV.

O movimento de alta persistiu até meados de junho, quando sofreu expressiva reversão, e foi retomado no início de agosto. Nessas duas fases de elevação dos juros, a taxa média anual dos juros de *overnight* para 2022, por exemplo, chegou a cerca de 14,0% ao ano. Na realidade, as taxas subiram de maneira generalizada.

A partir do início de setembro, porém, os juros futuros ingressaram em acentuada trajetória descendente. A taxa média para 2022 veio de 14,1% para 11,1%, a de 2021 de 13,5% para 10,7%, e assim por diante. Por trás desse movimento está a gradual mudança nas perspectivas de resultado das eleições presidenciais, envolvendo a crescente probabilidade de vitória de um candidato que os participantes de mercado enxergam com bons olhos, pelo menos na comparação com seu principal (agora único) oponente. Note-se que, do começo de setembro para cá, o risco país avaliado pelo CDS-5 caiu de 310 para 215 pontos e a cotação do dólar veio de R\$ 4,2 para R\$ 3,7.

As elevadas taxas de juros que prevaleceram recentemente levaram muitos analistas a afirmar que o Banco Central “não poderia ignorar os sinais emitidos pelo mercado”, sendo conveniente que logo começasse a pensar em ajustar para cima os juros de política monetária. A nosso ver, tal raciocínio seria justificável apenas na hipótese de as projeções oficiais de inflação passarem a superar as metas de inflação para períodos relevantes para a política monetária. Caso contrário, a alta dos juros futuros deveria ser interpretada como resultante da incorporação de expressivos prêmios de risco aos preços de mercado, e não como fruto da acumulação de pressões inflacionárias concretas capazes de justificar resposta das autoridades monetárias.

Pelo visto, o fenômeno de abertura dos juros futuros pode realmente ser visto como derivado do aumento de incertezas relacionadas com a disputa eleitoral, que teriam dado margem ao surgimento de expressivos prêmios de risco, associados ao comportamento do risco-país e ao preço da moeda estrangeira. À medida que cresceu a perspectiva de vitória de um candidato mais ao gosto do mercado, os prêmios foram se dissipando, tendo as taxas de juros recuado para patamares bem mais razoáveis.

O que justifica considerar “razoáveis” os novos patamares de juros médios previstos para os próximos anos é a ausência de sinais concretos de aceleração da inflação. De fato, a inflação de serviços e os núcleos de inflação seguem em níveis baixos, em torno de 3,0% ao ano; a economia ainda opera com larga margem de capacidade ociosa; pressões efetivas de demanda parecem modestas, como sugere o fato de, nos últimos três trimestres, ter havido contração real do ritmo de crescimento da absorção doméstica; as expectativas de inflação permanecem bem-comportadas; e as projeções de inflação pelos modelos do BC mostram-se compatíveis com o cumprimento das metas.

Com a dissipação das incertezas associadas com o resultado da corrida eleitoral, esses “fundamentos” ficam mais facilmente constatáveis, sendo possível imaginar que os juros de política monetária permanecerão estáveis ainda por um bom tempo, facilitando a retomada da atividade econômica no próximo ano.

*José Júlio Senna*

## 6. Política Fiscal

### Um alento para as contas fiscais

A meta para o resultado primário, fixada na Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) para o setor público consolidado em 2018, é de déficit de R\$ 161 bilhões. Este número, que salta aos olhos quando comparado com a evolução recente do resultado primário, se mostra de certa maneira irreal, pois de janeiro a agosto de 2018 o resultado primário do setor público consolidado foi deficitário em apenas R\$ 34,7 bilhões.

Assim, as expectativas, tanto as de mercado quanto a do próprio governo, são de que o resultado primário do setor público consolidado seja significativamente melhor que a meta

fixada na LDO. Contudo, contextualizar um pouco desse bom resultado é importante, até mesmo para traçar perspectivas para o próximo ano.

O resultado primário do governo central, no acumulado do ano até agosto, foi deficitário em R\$ 52,2 bilhões, mas com uma meta anual de R\$ 159 bilhões. Esse resultado pode ser interpretado como uma combinação de surpresas positivas nas receitas e, em menor medida, nas despesas.

De janeiro a julho, a arrecadação vinha registrando taxas de crescimento real muito acima da expansão da economia, mas, em agosto e na prévia de setembro,<sup>5</sup> aquela alta foi mais modesta. O crescimento da arrecadação observado nos primeiros meses do ano pode ser explicado por fatores que vão além do ciclo econômico. A Tabela 2 abaixo revela que, se desconsiderados eventos não recorrentes ocorridos de janeiro a agosto, o crescimento real das receitas passa a ser de 0,4%, em vez dos 6,9% efetivamente registrados.

**Tabela 2: Arrecadação Federal Recorrente e Não Recorrente** (acumulada janeiro – agosto, 2017 x 2018)

Rubrica - R\$ Milhões (A PREÇOS DE AGOSTO/2018 - IPCA)	Jan-Ago (2017)	Jan-Ago (2018)	Dif. R\$ Milhões	Dif. %
<b>Arrecadação Total</b>	<b>903.734</b>	<b>966.426</b>	<b>62.692</b>	<b>6,9%</b>
<b>Não recorrente, Legislação e setor externo</b>	<b>252.007</b>	<b>312.013</b>	<b>60.006</b>	<b>23,8%</b>
Tributos sobre Combustíveis (aumento de alíquota PIS/COFINS)	15.548	25.347	9.799	63,0%
Tributos sobre Importação (Valor em dólar das Importações FOB)	62.272	78.640	16.368	26,3%
Royalties e Participações Especiais (aumento do preço do petróleo em dólar)	26.051	39.738	13.687	52,5%
IRPJ/CSLL (Compensações - Lei nº 13.670/18)	140.245	152.640	12.395	8,8%
Parcelamento Tributário (PRT/PERT e Div. Ativa – não recorrente)	7.891	15.648	7.757	98,3%
<b>Arrecadação líquido dos efeitos</b>	<b>651.727</b>	<b>654.413</b>	<b>2.686</b>	<b>0,4%</b>

Fontes: RFB, STN e IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

<sup>5</sup> De janeiro a julho, a arrecadação cresceu 7,7% em termos reais. Já o realizado em agosto 2018, comparado com o mesmo mês de 2017, apresentou alta de 0,5%. E a antecipação da arrecadação das receitas federais, baseada no sistema Tesouro Gerencial, aponta um crescimento real em setembro 2018 contra o mesmo mês de 2017, de apenas 0,6%.

Já pelo lado das despesas, observa-se queda em algumas despesas obrigatórias, como abono salarial, seguro desemprego, subsídios, etc., embora itens que representam uma parcela significativa do gasto, como pagamento de benefícios previdenciários e assistenciais, dispêndios com pessoal ativo e inativo, além das despesas discricionárias, tenham apresentado crescimento real no período.

Esses efeitos em conjunto, além do que o governo convencionou a chamar de “empoçamento”,<sup>6</sup> contribuíram para melhor execução do resultado primário em relação à meta. Assim, é possível esperar que o resultado primário do governo central seja melhor que a meta em cerca de R\$ 25 bilhões ou mais.

Quanto aos governos regionais e empresas estatais, também são esperados resultados melhores que a meta. A reavaliação bimestral de agosto apontou excesso de superávit primário dos governos subnacionais (em relação à sua meta) da ordem de R\$ 8,2 bilhões, e excesso de resultado primário das empresas estatais federais (em relação à meta) de aproximadamente R\$ 3,5 bilhões.

Esse evento se mostra similar ao ocorrido em 2017, quando a execução foi muito distante do que estava previsto na LDO. Apesar do alento para as contas públicas que o resultado de 2018 aparenta trazer, o cenário para o próximo ano ainda é muito desafiador. A dívida pública continua crescendo, o desequilíbrio nas contas públicas ainda não foi sanado e regras constitucionais, como a EC 95/16 (teto para as despesas primárias) e regra de ouro, apresentam grandes riscos de não serem cumpridas.

*Vilma Pinto*

## 7. Setor Externo

### **China, Estados Unidos e Argentina: a geografia multilateral do comércio exterior brasileiro<sup>7</sup>**

A agenda de comércio do Brasil tem que priorizar o multilateralismo, apesar da leitura às vezes equivocada da pauta de exportação brasileira. Vamos analisar os principais resultados das exportações no acumulado do ano até setembro para explicar nosso argumento. É preciso avaliar o comércio exterior numa perspectiva de médio prazo quando se aproxima um novo governo, que deverá anunciar sua política nesta área.

Os dados mostram que a participação das manufaturas nas exportações brasileiras alcançou o seu menor percentual (35%) desde 1980 na série histórica do acumulado do ano até setembro. Os três principais produtos exportados — soja em grão, minério de ferro e petróleo — explicaram 31% do total das vendas externas. Em termos de volume, as exportações da agropecuária aumentaram 4,5%, a da indústria extrativa, 0,5%, e a da indústria de

<sup>6</sup> Empoçamento é definido pelo Tesouro Nacional como sendo a execução, por parte dos ministérios, de despesas em montantes inferiores aos limites de pagamento autorizados.

<sup>7</sup> Uma análise detalhada da balança comercial, com os índices de comércio exterior, está disponível no ICOMEX de outubro no portal do IBRE.

transformação, 0,6% (Gráfico 11); e os preços subiram 15,2%, 14,8% e 3,1%, na comparação entre o período de janeiro a setembro de 2017 e de 2018. Além do volume da indústria de transformação ter crescido menos, o aumento de preços nas *commodities* contribuiu para a queda da participação em valor das manufaturas na pauta de exportações.

O melhor desempenho das exportações das *commodities* agropecuárias e extrativas está associada à demanda da China. A participação do país atingiu o valor de 26,3% no período analisado (janeiro/setembro de 2018) e o valor exportado cresceu 24% na comparação do acumulado do ano até setembro entre 2017 e 2018. Além disso, o superávit comercial de US\$ 20,4 bilhões na balança comercial Brasil-China foi quase a metade do superávit total da balança (US\$ 44,3 bilhões) no período.

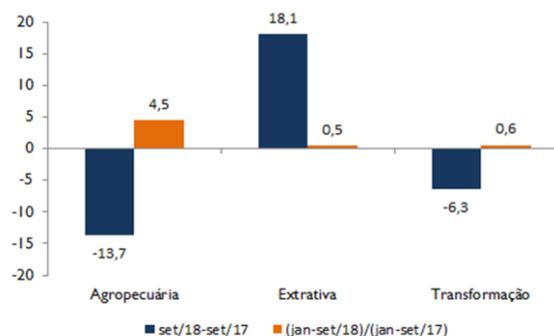
A seguir, analiso algumas falácias sobre o comércio exterior brasileiro.

Primeira falácia: “A China ‘primariza’ a pauta de exportações do Brasil”. Nosso país exporta os produtos em que tem vantagens comparativas e a demanda chinesa é um dos principais fatores que explicam o aumento das reservas internacionais brasileiras desde meados da primeira década dos anos 2000.

Os Estados Unidos ocuparam o segundo lugar na lista dos principais mercados de destino das exportações brasileiras e sua participação foi de 11,5% no acumulado do ano até setembro, com crescimento de 3,2% na comparação janeiro/setembro de 2017/2018. A pauta de exportações é mais diversificada do que para a China. Enquanto, para o mercado chinês, uma parcela de 83% das exportações brasileiras é explicada por petróleo, soja e minério de ferro, para os Estados Unidos os três principais produtos exportados — petróleo, semimanufaturados de ferro e aço e aviões — somam 27%. Com os Estados Unidos, o saldo comercial foi deficitário em US\$ 600 milhões.

Segunda falácia: “Os Estados Unidos deixaram de ocupar o primeiro lugar como destino das exportações do Brasil porque não fizemos um acordo de livre comércio com o país. Além disso, diferentemente da China, exportamos mais manufaturas para esse país”. Fazer acordos facilita exportações, mas não assegura o seu crescimento. As tarifas de importações (esquecendo Trump) sobre produtos industriais nos Estados Unidos é de 3,1%, logo não é o principal fator que contribui para perda de exportações. O mercado dos Estados Unidos deve se manter como uma das prioridades na agenda comercial, mas incrementar as exportações de manufaturas irá depender de políticas que aumentem a produtividade da indústria de transformação.

**Gráfico 11: Variação nos Índices de Volume por Tipo de Indústria**



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

O terceiro lugar na lista dos principais mercados é a Argentina, com participação de 6,8% no total exportado pelo Brasil no período de janeiro a setembro de 2018, e recuo de 4,6% nas exportações na comparação do acumulado do ano até setembro de 2017 e 2018. Os três principais produtos exportados — automóveis, veículos de carga e partes e peças para veículos — explicaram 42% da pauta.

Terceira falácia: “o Mercosul está acabado e a Argentina em crise não será um mercado importante para o Brasil”. O Mercosul apresenta uma série de problemas, e o novo governo deverá definir suas prioridades. No entanto, independentemente dos rumos do Mercosul, a Argentina é um mercado importante para as empresas brasileiras, em especial para as pequenas e médias, que iniciam neste país seu aprendizado de exportação. Em adição, num momento de tensões comerciais entre os dois principais mercados das exportações brasileiras, estratégias para incrementar o comércio na região sul-americana podem ajudar.

Em suma, os três principais parceiros do Brasil nas exportações também o são nas importações. Se acrescentarmos a União Europeia, esta fica em segundo lugar após a Ásia como bloco/região parceira. A preservação do multilateralismo é que garante a diversificação do comércio exterior brasileiro.

Por último, no curto prazo, apesar de um cenário internacional marcado pelas incertezas da guerra comercial e do período de eleição presidencial, não há sinal de risco para o setor externo até o final do ano.

*Lia Baker Valls Pereira*

## 8. Panorama Internacional

### Fed: primeira estapa quase lá

No dia 17 de outubro, o banco central norte-americano, Federal Reserve (Fed), divulgou a ata da reunião do Comitê de política monetária que se reuniu em 25 e 26 de setembro.

Logo após a reunião, o Comitê divulga um comunicado. A decisão foi de elevar em mais 0,25 ponto percentual a taxa básica de juros, conhecida por *fed funds rate* (FF), para o intervalo entre 2% e 2,25%.

A maior alteração do comunicado foi retirar do texto a afirmação de que a “política monetária continua estimuladora”. O comunicado e a ata resolveram detalhar os motivos da supressão da afirmação.

A política monetária é estimuladora quando a taxa de juros real praticada é inferior à taxa de juros real neutra. A taxa de juros real neutra é aquela que mantém a economia crescendo em um ritmo que equilibra o mercado de trabalho a pleno emprego e não acelera a inflação.

As diversas estimativas de taxa de juros real neutra da economia americana estabelecem valores entre 0,25% e 1,5%. Como a FF está entre 2% e 2,25% e a expectativa de inflação

encontra-se em 2%, a política monetária, a depender da estimativa empregada para a taxa real neutra, está adentrando terreno de neutralidade.

Essa foi a justificativa para a mudança da linguagem do comunicado. Quando há uma grande distância entre a taxa real praticada e as diversas estimativas de taxa neutra, faz sentido afirmar que a política monetária é expansionista ou contracionista, a depender do caso. Mas quando a taxa de juros praticada adentra o intervalo das estimativas da taxa neutra não é possível saber ao certo a natureza da política monetária. Sabemos somente que, seja qual for essa natureza, será próxima da neutralidade.

Assim, podemos afirmar que a primeira etapa da normalização da política monetária está quase lá. Quais são os próximos passos?

Segundo as previsões dos membros do Comitê, representadas por uma avaliação trimestral de cada um deles sobre qual é o caminho previsto para a FF, haverá um nova subida de 0,25 ponto percentual (pp) na reunião de dezembro e mais três em 2019, fechando o próximo ano com FF entre 3% e 3,25%. O ciclo de alta se completa com mais uma subida em 2020, com FF entre 3,25% e 3,5%. Esse é o desenho da política monetária da mediana dos membros do Comitê.

O mercado não acredita que haja espaço para toda essa alta. Considera que a FF estará na casa de 2,90% no final de 2019 e de 3% no final de 2020. Essa diferença já foi bem maior. E, diferentemente do que ocorrera no início da recuperação após a crise de 2008, agora o mercado tem se aproximado das estimativas do FED e não o inverso. Evidentemente, a trajetória da FF pode caminhar por uma posição intermediária entre o caminho do Comitê e o do mercado.

Se houver algum limite à subida da FF, não parece que virá da economia americana. O mercado de trabalho encontra-se extremamente apertado e a inflação, mesmo que lentamente, tem subido. O mesmo ocorre com a taxa de crescimento dos salários.

O que pode limitar o processo de subida da taxa de juros na economia americana será uma desaceleração mais forte da economia mundial em função da guerra comercial e dos efeitos sobre os emergentes da própria alta dos juros americanos.

O fortalecimento do dólar e a redução do crescimento da economia mundial gerariam poderosas forças desinflacionárias.

A economia americana já não é tão grande como foi no passado – no pós-guerra chegou a ser 50% da economia mundial –, mas a sua política monetária ainda é a grande baliza para os mercados financeiros mundo afora.

*Samuel Pessoa*

## 9. Em Foco IBRE: Recessão Brasileira (2014-2016): Uma Análise por Meio do Método do Controle Sintético do PIB, PIB *per capita*, Taxa de Investimento e Taxa de Desemprego<sup>8</sup>

O Brasil passou por um processo de desaceleração muito forte da sua economia recentemente. De acordo com o Comitê de Datação de Ciclos Econômicos (CODACE), a última recessão do Brasil foi do segundo trimestre de 2014 até o quarto trimestre de 2016.

Diante desse quadro, um dos grandes debates na economia (e política) brasileira nos últimos tempos foi sobre os motivos que levaram o país a uma das piores recessões de sua história. Por um lado, afirma-se que fatores internos (principalmente derivados da chamada “Nova Matriz Econômica” dos governos Lula e Dilma) foram os principais responsáveis. Por outro lado, acredita-se que fatores externos também contribuíram de forma relevante para essa desaceleração da economia. No “Blog do Ibre” e na Revista Conjuntura Econômica, foram publicados uma série de artigos sobre esse tema, com destaque para os textos do Samuel Pessôa e Bráulio Borges.

Dessa forma, o objetivo do artigo foi analisar, por meio do método do controle sintético, como foi o descolamento entre os dados efetivos do Brasil e os dados estimados do “Brasil sintético” para a taxa real de crescimento anual do PIB, do PIB *per capita* em dólares, da taxa de investimentos e da taxa de desemprego, colocando 2013 (ano anterior ao começo da recessão) como evento ou intervenção.

O método do controle sintético<sup>9</sup> é um meio para inferir o impacto de um evento sobre determinada trajetória – por exemplo, avaliar o impacto de um evento (recessão) sobre a evolução de determinada variável (PIB, PIB *per capita*, taxa de investimento, ou taxa de desemprego). Isto é, o controle sintético tenta expressar a trajetória da unidade tratada antes do evento como uma média ponderada das trajetórias dos elementos selecionados da amostra. Assim, a taxa de variação do PIB do Brasil antes do evento (ano anterior ao início da recessão 2014-2016) é estimada como uma média ponderada das taxas de crescimento do PIB dos outros países da amostra, e os pesos desta média ponderada são escolhidos de forma que se ajuste o melhor possível às taxas de variação antes do evento. Entretanto, uma limitação importante do método utilizado é que não se dispõem de testes estatísticos capazes de testar a significância do impacto, ou seja, não é possível testar estatisticamente se o descolamento das trajetórias de crescimento do PIB, do PIB *per capita*, da taxa de investimento e da taxa de desemprego do Brasil e seus controles sintéticos é significativa. Recomenda-se, portanto, que se escolha outra unidade que não foi afetada pelo evento (no caso, a recessão brasileira de 2014-2016) e nela se faça exatamente a mesma análise, buscando identificar se o *gap* observado é comparável. Logo, foram feitos os mesmos exercícios para o Chile, com a mesma amostra utilizada no modelo do Brasil, utilizando-se as mesmas variáveis, e com a intervenção no mesmo ano (2013).

<sup>8</sup> Esse texto é baseado em um artigo homônimo selecionado para apresentação no 46º Encontro Nacional de Economia – ANPEC 2018. Disponível em: [https://www.anpec.org.br/encontro/2018/submissao/files\\_1/i4-e40f41cc1badaf4207dc9dc7f5823cc8.pdf](https://www.anpec.org.br/encontro/2018/submissao/files_1/i4-e40f41cc1badaf4207dc9dc7f5823cc8.pdf)

<sup>9</sup> Proposto inicialmente por Abadie e Gardeazabal (2003), e posteriormente aprofundado por Abadie et al. (2010).

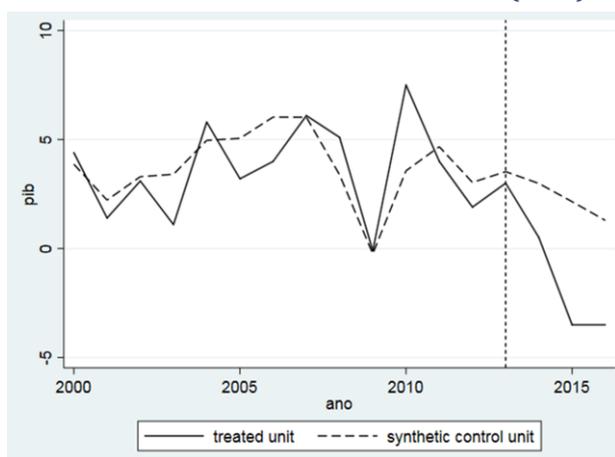
Para a construção do “Brasil sintético” para o PIB e o PIB *per capita* foram consideradas as seguintes variáveis: taxa de investimento como % do PIB; conta corrente como % do PIB; consumo total como % do PIB.<sup>10</sup> Já para a construção do grupo de controle da taxa de investimentos, foram consideradas: taxa real de crescimento do PIB;<sup>11</sup> poupança nacional como % do PIB; conta corrente como % do PIB; e consumo total como % do PIB. Para a taxa de desemprego, as variáveis foram: inflação em nível;<sup>12</sup> taxa real de crescimento do PIB; e consumo total como % do PIB.

A amostra dos países considerados na estimação foi a mesma utilizada por Carrasco, Mello e Duarte (2014),<sup>13</sup> sendo que alguns países foram excluídos por dados incompletos. Logo, a amostra final contém 14 países: Bulgária, Chile, Colômbia, Hungria, Indonésia, Índia, México, Malásia, Peru, Polônia, Tailândia, Turquia, Ucrânia e África do Sul.

O Brasil sintético do PIB foi constituído pelos seguintes países e respectivos pesos: África do Sul (56,9%), Colômbia (39,2%) e Malásia (3,9%). Para o PIB *per capita*, África do Sul (61,2%), Colômbia (35,2%) e Malásia (3,6%); taxa de investimentos, África do Sul (74,0%), Colômbia (12,4%), Ucrânia (9,7%) e Malásia (4,0%); e taxa de desemprego, Bulgária (34,5%), México (21,9%), Turquia (8,8%), África do Sul (6,3), Ucrânia (5,7%), Colômbia (5,4%), Polônia (5,0%) e Hungria (4,7%).<sup>14</sup>

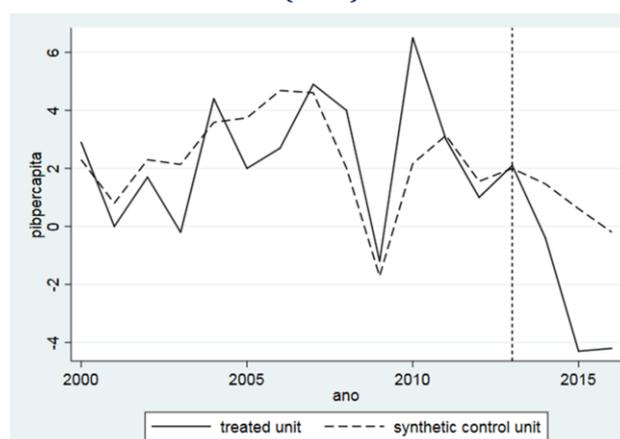
Os Gráficos 11, 12 e 13 mostram a evolução dos dados efetivos e sintéticos do Brasil para o PIB, PIB *per capita* e taxa de investimentos.

**Gráfico 11: Brasil e "Brasil Sintético - PIB" (2013)**



Elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 12: Brasil e "Brasil Sintético - PIB per capita" (2013)**



Elaboração: IBRE/FGV.

<sup>10</sup> Consumo total = consumo do governo + consumo das famílias.

<sup>11</sup> Em moeda local.

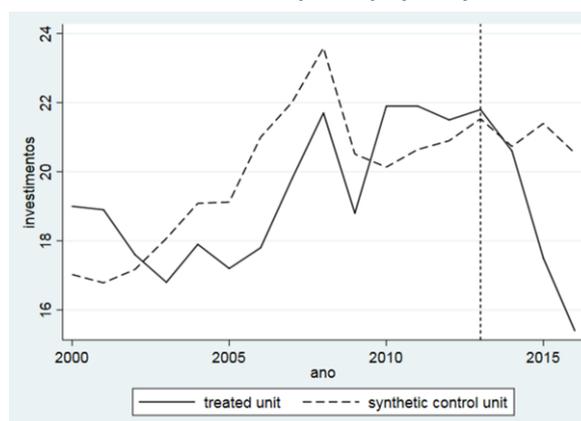
<sup>12</sup> O nível de inflação de todos os países da amostra foi normalizado para 2000=100.

<sup>13</sup> Carrasco, V; Mello, João M. P. e I. Duarte (2014). “A Década Perdida: 2003–2012”. Texto para discussão n° 626, do Departamento de Economia da PUC. Amostra utilizada na estimação da variável PIB *per capita*, em dólares, preços constantes.

<sup>14</sup> Isso corresponde a mais de 90% do “Brasil sintético”. O resto é composto por Peru (2,7%), Chile (2,3%), Indonésia (1,9%) e Malásia (0,8%).

Os resultados encontrados mostram que, para os dados efetivos do Brasil, no período 2000-2012, tanto a taxa média real de crescimento do PIB quanto do PIB *per capita* (em dólares) estavam em linha com o “Brasil sintético”, o que não ocorreu no período 2013-2016. Esse descolamento foi maior ainda no triênio recessivo (2014-2016). Em relação às taxas de investimentos, o *gap* entre os dados efetivos e estimados foi muito grande nos últimos anos. Na Tabela 3 há um resumo desses resultados, com as taxas médias nos períodos 2000-2012 e 2013-2016, bem como no triênio recessivo (2014-2016), além das diferenças entre os dados efetivos (Brasil) e estimados (Brasil sintético).

**Gráfico 13: Brasil e "Brasil Sintético - Taxa de Investimentos (% PIB)" (2013)**



Elaboração: IBRE/FGV.

**Tabela 3: Tabela Resumo - Taxa Média Real de Crescimento do PIB (%), do PIB *per capita* (%) e da Taxa de Investimento (% PIB) - Brasil e Brasil Sintético**

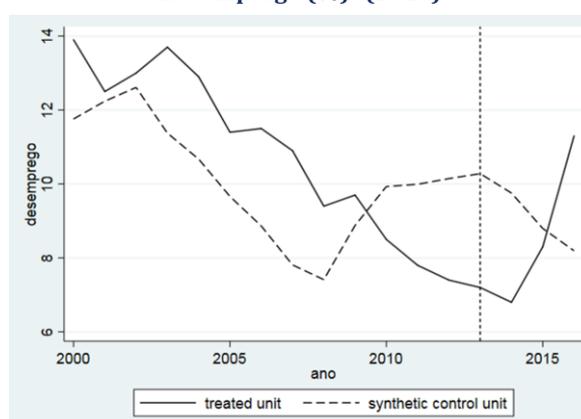
	2000 - 2012	2013 - 2016	2014 - 2016
<b>Taxa Média Real de Crescimento do PIB (%)</b>			
Brasil	3,6	-0,9	-2,2
Brasil sintético	3,5	2,3	1,9
Diferença	0,1	-3,2	-4,1
<b>Taxa Média Real de Crescimento do PIB <i>per capita</i> (%)</b>			
Brasil	2,4	-1,7	-3,0
Brasil sintético	2,4	1,0	0,6
Diferença	0,0	-2,7	-3,6
<b>Taxa de Investimento (% PIB)</b>			
Brasil	19,3	18,8	17,8
Brasil sintético	19,7	21,0	20,9
Diferença	-0,4	-2,2	-3,1

Fontes: WEO/FMI e IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

De acordo com a Tabela 3, observa-se que o *gap* no período da recessão (2014-2016) foi de -4,1 p.p., pois a taxa média de crescimento do PIB do Brasil foi de -2,2%, contra um crescimento de 1,9% do “Brasil sintético”. Já para o PIB *per capita*, a diferença no triênio recessivo foi de -3,6 p.p. (taxa média de crescimento de -3,0% contra um crescimento de 0,6% do sintético). Em relação às taxas de investimentos, no mesmo período, a diferença foi de -3,1% do PIB entre os dados efetivos (17,8%) e os dados estimados (20,9%). E, as diferenças entre os valores efetivos e estimados foi bem maior no Brasil do que no Chile, levantando a hipótese de que fatores internos tiveram uma contribuição significativa para a última recessão brasileira.

Sobre o desemprego, entre 2000 e 2009 a taxa efetiva do Brasil e a estimada para o “Brasil sintético” apresentaram tendência de queda, apesar de a magnitude da taxa de desemprego do “Brasil sintético” ser menor do que os dados efetivos. A partir de 2010 o cenário se inverteu, passando a taxa de desemprego efetiva a ser menor do que a estimada. Só que, a partir de 2015, isso mudou novamente, com a taxa de desemprego efetiva subindo bastante, ao contrário do estimado para o “Brasil sintético”. Sempre vale frisar que a taxa de desemprego geralmente é a última variável tanto a entrar quanto a sair da crise, o que explica taxa ainda baixa com o país já em recessão, como em 2014. Para 2016, os valores estimados pelo modelo indicam que a taxa de desemprego deveria ter sido próxima de 8,0%, e não 12,0%, como realmente foi. O Gráfico 14 mostra essas evoluções.

**Gráfico 14: Brasil e “Brasil Sintético - Taxa de Desemprego (%)” (2013)**



Elaboração: IBRE/FGV.

Em resumo, o artigo mostrou, por meio do método do controle sintético, o descolamento entre o desempenho da economia brasileira durante a recessão (2014-2016) e o Brasil sintético, o que não ocorreu em outros períodos do passado, reforçando a visão de que esta perda de ritmo recente decorre, em grande medida, de fatores específicos da nossa economia. As taxas de investimento (em % do PIB) também tiveram um *gap* maior em relação aos grupos de controle no período recessivo (2014-2016) do que no período 2000-2012, assim como a taxa de desemprego cresceu mais fortemente do que o estimado no período recessivo.

**Marcel Grillo Balassiano**

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

## Instituto Brasileiro de Economia

Diretor: Luiz Guilherme Schymura de Oliveira

Superintendente de Estudos Econômicos: Marcio Lago Couto

Coordenador de Economia Aplicada: Armando Castelar Pinheiro

### Pesquisadores

Bráulio Borges

Bruno Ottoni Vaz

Daniel Duque

Fernando Augusto Adeodato Veloso

Fernando de Holanda Barbosa Filho

José Júlio Senna

José Roberto Afonso

Lia Valls Pereira

Lívio Ribeiro

Luana Miranda

Manoel Carlos de Castro Pires

Marcel Balassiano

Samuel Pessôa

Silvia Matos

Vilma Pinto

## Boletim Macro IBRE

Coordenação Geral e Técnica: Silvia Matos

Apoio Editorial: Marcel Balassiano

### Equipe Permanente

Armando Castelar Pinheiro, Daniel Duque, Fernando de Holanda Barbosa Filho, José Júlio Senna, Luana Miranda, Lia Valls Pereira, Lívio Ribeiro, Samuel Pessôa, e Vilma Pinto

Colaboradores Permanentes da Superintendência de Estatísticas Públicas

Aloísio Campelo Jr., André Braz e Salomão Quadros

### Advertência

As manifestações expressas por integrantes dos quadros da Fundação Getúlio Vargas, nas quais constem a sua identificação como tais, em artigos e entrevistas publicados nos meios de comunicação em geral, representam exclusivamente as opiniões dos seus autores e não, necessariamente, a posição institucional da FGV.

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 22 de outubro de 2018. 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.