



BOLETIM MACRO

Janeiro de 2020



Dosando o otimismo

Afora o impacto do ataque americano ao Irã nos mercados financeiros, que foi breve e transitório, como previsto, o cenário externo começou o ano de forma relativamente favorável. Há sinais mais nítidos de estabilização da atividade econômica mundial, após meses de desaceleração, com a maioria dos indicadores econômicos sinalizando queda do risco de uma recessão global em 2020.

Há, portanto, uma melhora do cenário em relação a 2019, ano que foi marcado por diferentes quadros de tensão internacional, apontados como potenciais causas principais de uma eventual (e temida) recessão. O setor industrial, que foi o mais afetado pela redução do comércio mundial, tem mostrado ligeira recuperação na Europa e na maioria dos países asiáticos. Já nos EUA, os dados ainda indicam fraqueza desse setor. Contudo, o setor de serviços segue bem resiliente. De fato, na grande maioria dos países há descompasso não apenas entre o setor industrial e o setor serviços, como também entre os investimentos e o consumo das famílias, este sustentado por um mercado de trabalho que se mantém bastante favorável.

Considerando que parte relevante da piora da economia mundial em 2019 foi decorrente das incertezas advindas das tensões entre EUA e China, a assinatura da Fase 1 do Acordo representa um importante passo para redução do risco global. Após 18 meses de vaivéns em negociações e muitas retaliações tarifárias de ambos os lados, que atrapalharam cadeias de fornecimento, o acordo prevê que a China vai comprar mais US\$ 200 bilhões em produtos agrícolas e outros bens e serviços dos EUA ao longo de dois anos, ante uma base de US\$ 186 bilhões em 2017.

Esse cenário internacional relativamente otimista não é, entretanto, desprovido de riscos para o Brasil. Em primeiro lugar, o acordo terá impactos negativos sobre as nossas exportações, de acordo com a análise da seção do Setor Externo. Em segundo lugar, um recrudescimento dos conflitos geopolíticos, como a tensão entre os EUA e o Irã, pode afetar os mercados em escala global.

Com a redução das tensões externas, aí incluídos o enfraquecimento dos protestos na América Latina, pelo menos por ora, e uma certa normalização observada na Argentina, as atenções se voltam mais fortemente para o cenário doméstico, no qual também prevalece o otimismo. Efetivamente, a narrativa de que “agora a coisa vai” deve se fortalecer nos próximos meses, mesmo porque a todos interessa que isto aconteça.

Não obstante, nas últimas semanas, apesar do otimismo do mercado com relação à retomada do crescimento, os indicadores econômicos mostram ritmo de crescimento bem moderado. Mesmo com o excelente desempenho do consumo das famílias no último trimestre do ano passado, há frustrações em relação aos demais indicadores. Com efeito, a indústria de transformação tem mostrado fraco desempenho, com destaque negativo para os setores automobilístico e de bens de capital. Com as divulgações de novembro e as previsões esperadas para dezembro, revisamos a projeção do crescimento do PIB no quarto trimestre, em relação ao terceiro, de 0,8% para 0,6%, ainda que mantendo a projeção de alta de 1,2% no ano passado.

Os sinais de fraqueza de alguns indicadores econômicos no quarto trimestre reforçam o cenário do IBRE de um crescimento ainda bem modesto no início do ano. Conforme discutido em

edições anteriores do Boletim Macro, o resultado positivo do quarto trimestre está relacionado com o desempenho do consumo das famílias, que deve ter crescido 1,1% em relação ao trimestre anterior. Ao mesmo tempo, o investimento deve ter recuado 0,2%. Pelo lado da oferta, estimamos que a indústria de transformação tenha crescido apenas 0,1% no trimestre, valor insuficiente para recuperar a perda do trimestre anterior, de 1%. Enquanto isso, o setor de serviços deve ter acelerado o ritmo de crescimento entre os trimestres, de 0,4% para 0,6%.

Para o primeiro trimestre de 2020, esperamos desaceleração em todos os setores da economia, de forma que o PIB deve crescer apenas 0,2%. Essa desaceleração é esperada por conta da redução dos efeitos da liberação do FGTS sobre o consumo e pela aceleração da inflação observada desde dezembro de 2019, inflação que deve permanecer elevada nos primeiros meses do ano, reduzindo, portanto, o poder de compra as famílias. Para os três trimestres seguintes, esperamos crescimento em torno de 0,5% por trimestre, em média, levando o crescimento do PIB para 2,2% no ano.

Mesmo com o reajuste para R\$ 1.045 mensais, o aumento da informalidade tende a reduzir o impacto do aumento nominal do salário mínimo sobre a renda do trabalho média. Este é um dos destaques da seção de Mercado de Trabalho. A partir de meados de 2020, esperamos uma acomodação da inflação, que deve fechar o ano em 3,7%, ante 4,3% em 2019. Além disso, esperamos uma alta maior do emprego formal ao longo do segundo semestre de 2020, o que também deve contribuir para a recuperação gradual da renda real.

Outros indicadores que reforçam esse cenário de moderação do consumo das famílias no início do ano são os índices da Sondagem do Consumidor. Conforme destacado na seção sobre as expectativas de empresários e consumidores, o indicador de estresse financeiro revela que o orçamento das famílias ainda está apertado.

Moderar o otimismo também é importante para que não deixemos de lado as reformas, que continuam sendo muito necessárias. De fato, é importante destacar que, no cenário doméstico brasileiro, o risco principal é que o senso de urgência se reduza neste segundo ano do governo Bolsonaro. Conforme destacado na edição anterior do Boletim Macro, a tendência a procrastinar a adoção de soluções para os problemas estruturais do Brasil existe, e pode aumentar com a recuperação cíclica da economia.

Um resumo desta edição do Boletim Macro IBRE inclui os seguintes destaques:

1. Na seção sobre atividade econômica, avalia-se que o último trimestre do ano passado começou bem. Outubro registrou crescimento positivo em todos os principais setores da economia. Justamente por isso, as expectativas para novembro eram altas, mas os resultados das pesquisas mensais do IBGE decepcionaram. Por outro lado, o indicador de atividade do Banco Central, IBC-Br, apontou que novembro terminou com a economia 1,1% acima do nível registrado no mesmo mês de 2018, e também 0,2% acima de outubro. É um resultado oposto ao sinalizado pelas pesquisas do IBGE, mas em linha com o cenário de aceleração da atividade em novembro, conforme esperávamos. Tendo em vista os dados referentes a outubro e novembro e nossas expectativas para dezembro, nossa projeção para o crescimento do PIB é de 0,6% TsT (1,8% AsA) no quarto trimestre. Para o ano de 2019, nosso cenário base atual é de crescimento de 1,2%. Para 2020, esperamos que o crescimento acelere para 2,2%. [\(Seção 1\)](#)

2. Na seção sobre confiança, o tema é a retomada da confiança. No *front* empresarial, a confiança se aproxima do nível de neutralidade, com destaque do setor da Construção no quarto trimestre, cuja recuperação parece ganhar momento. Entre os consumidores, há um retorno gradual do otimismo, mas uma recuperação mais consistente da confiança das famílias continuará dependendo da aceleração do mercado de trabalho. Considerando as melhores perspectivas para o emprego em 2020, as chances de continuidade da atual tendência de alta são boas. Os ventos da recuperação econômica começam a soprar com mais força. [\(Seção 2\)](#)

3. Na seção de mercado de trabalho, discute-se que, com a desaceleração da queda do número de desalentados, o recuo da taxa de desocupação ganhou fôlego no último trimestre móvel, até novembro, saindo de 11,6% para 11,2% em relação ao mesmo período do ano anterior. Tal movimento, em contraposição aos dois últimos trimestres móveis (quando houve queda dos desalentados e quase estagnação da desocupação), sugere que o ritmo de redução da taxa de desemprego em 2020 será determinado principalmente pelo ritmo da volta dos desalentados à força de trabalho. Já no Caged de novembro, houve forte aceleração da geração de empregos formais, com 99,2 mil novas vagas. Para dezembro, a projeção é de uma queda de 305 mil vagas, o que fará com que, em 2019, tenham sido gerados quase 562 mil postos (sem inclusão daqueles fora do prazo), um total superior em cerca de 140 mil postos ao registrado em 2018. Em relação à renda, o governo federal estabeleceu um reajuste nominal do salário mínimo marginalmente maior do que o anteriormente decidido. No entanto, com a aceleração inflacionária recente e o aumento da informalidade, que só deve começar a ceder no segundo semestre de 2020, o rendimento real dificilmente terá variação positiva no primeiro trimestre do ano. [\(Seção 3\)](#)

4. Na seção fiscal, avalia-se que o crescimento real da arrecadação das receitas federais em 2019 começou o ano com forte frustração de expectativa. Apesar disso, houve recuperação das receitas, tornando o saldo do ano positivo. Entre janeiro e dezembro de 2019, a arrecadação federal total deve apresentar crescimento real de 1,7%, em relação a igual período de 2018. Essa variação é decorrente de fatores que vão além da recuperação da atividade econômica, constituindo impactos pontuais advindos de eventos atípicos que afetaram sobremaneira o resultado do ano. [\(Seção 4\)](#)

5. Com relação à inflação, após meteórica aceleração no último trimestre de 2019, a taxa em 12 meses do IPCA deve se manter estável no primeiro trimestre de 2020, apesar da desaceleração aguardada para as taxas mensais do índice. A forte aceleração registrada nos preços das proteínas, com destaque para carne bovina, fez com que a taxa em 12 meses saltasse de 2,54%, em out/19, para 4,31% em dez/19. Parte dessa aceleração poderá ser gradualmente devolvida no primeiro trimestre, mas sem alterar muito a taxa acumulada em 12 meses. A expectativa é de que o primeiro trimestre de 2020 repita o bom comportamento de igual período em 2019, o que manterá a taxa em 12 meses estável nesse período. Com a dissipação dos choques de oferta que influenciaram o IPCA em 2019, a inflação deverá seguir bem comportada por todo ano, fazendo o IPCA fechar 2020 com alta de 3,7%, com folga no cumprimento da meta de inflação, de 4% este ano. [\(Seção 5\)](#)

6. Na seção sobre política monetária, nosso analista pontua que a inflação observada em 2019 ficou praticamente na meta (4,31% contra 4,25%). Curiosamente, durante o ano e meio que precedeu o fechamento de 2019, as projeções oficiais do Banco Central indicavam inflação abaixo da meta. As expectativas reveladas pela pesquisa Focus também se mostravam inferiores à meta. Nosso analista argumenta que isso acabou sendo útil, pois os choques de preços de novembro e dezembro, envolvendo principalmente a carne, acabaram surpreendo significativamente, levando a inflação final para 4,31%. Tal resultado – inflação fechando o ano praticamente na meta, apesar dos fortes choques – pode ser visto como uma bela ajuda para manter ancoradas as expectativas inflacionárias para os próximos anos, em benefício da convergência da inflação para patamares efetivamente mais baixos. [\(Seção 6\)](#)

7. Com relação ao setor externo, nossa analista avalia que os fatores que explicam a redução do superávit da balança comercial entre 2018 e 2019 continuarão presentes e devem contribuir para uma nova queda na balança comercial em 2020. Mas há também a possibilidade de fatos novos: no caso das *commodities*, o acordo entre Estados Unidos e China (possíveis perdas para o Brasil), além da pequena probabilidade de aumento dos preços das matérias-primas. O conflito entre EUA e Irã pode escalar (pouco provável), mas os efeitos sobre o aumento do preço do petróleo seriam contrabalançados pelas incertezas que irão predominar em relação aos rumos de crescimento da economia mundial. É destacado na seção o caso da balança comercial dos produtos industriais, abordando as duas óticas da SECEX e a ótica do ICOMEX (IBGE). Em todas, a tendência de piora do déficit é registrada. Um aumento na taxa de crescimento do PIB brasileiro deverá levar a um aumento das importações, mas não há sinais de melhora das exportações de manufaturas. [\(Seção 7\)](#)

8. Na seção internacional, analisa-se que o FED está em uma difícil operação de sintonia fina para pousar suavemente a economia americana em 2020, estabilizando seu crescimento um pouco acima da taxa de crescimento do PIB potencial. Existem riscos e a possibilidade de produzir maior desaceleração da economia, mas tudo indica que a operação do FED será bem-sucedida. A fragilidade da economia americana é hoje de natureza diferente daquela que vigorava em 2007. Trata-se do crescimento do endividamento das empresas. O risco é de uma desaceleração forte da economia piorar o resultado das empresas e promover um processo de elevação do risco, com possível piora na classificação do crédito de muitas empresas. Isto, por sua vez, iniciaria um processo de falência de empresas, agravando a crise. Assim, para combater esse risco, o FED promoveu em 2019 um ajuste de “meio de ciclo”, com vistas a não repetir 2007. Aparentemente, o BC norte-americano foi bem-sucedido e conseguiu evitar uma desaceleração mais forte da economia. Para 2020 o cenário básico é de pouso suave. [\(Seção 8\)](#)

9. E por fim, na seção Em Foco, de autoria dos pesquisadores Fernando Veloso, Silvia Matos e Paulo Peruchetti, o tema é a produtividade do trabalho, o motor do crescimento econômico de longo prazo. [\(Seção 9\)](#)

Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos

1. Atividade Econômica

Atividade econômica decepciona em novembro, mas tendência de aceleração gradual permanece

O último trimestre do ano passado começou bem. Outubro registrou crescimento positivo em todos os principais setores da economia. Justamente por isso, as expectativas para novembro eram altas. Os resultados das pesquisas mensais do IBGE, porém, decepcionaram. A indústria de transformação segue enfrentando dificuldades diante da redução da demanda externa. Em novembro, houve recuo de 1,3% ante outubro. O comércio varejista ampliado cresceu apenas 3,8% em bases interanuais e recuou 0,6% na comparação com outubro, a despeito do otimismo relacionado à *Black Friday*. A Pesquisa Mensal dos Serviços (PMS), por sua vez, recuou 0,1% em novembro, na comparação com o mês anterior.

Por outro lado, o indicador de atividade do Banco Central, IBC-Br, indicou que novembro terminou com a economia 1,1% acima do nível registrado no mesmo mês de 2018, e também 0,2% acima de outubro. O resultado é oposto ao sinalizado pelas pesquisas do IBGE, mas em linha com o cenário de aceleração da atividade em novembro, conforme esperávamos.

Tendo em vista os dados referentes a outubro e novembro e nossas expectativas para dezembro, revisamos nossa projeção para o crescimento do PIB para 0,6% TsT (1,8% AsA) no quarto trimestre. Para o ano de 2019, nosso cenário base atual é de crescimento de 1,2%. Para 2020, esperamos que o crescimento acelere para 2,2%.

Em relação ao quarto trimestre, pelo lado da oferta, reduzimos nossa projeção para o crescimento da indústria de transformação para 0,7% AsA (0,1% TsT). A revisão se justifica pelo resultado pífio de novembro, puxado pela queda da produção de veículos e produtos alimentícios, além de projeções menos otimistas para dezembro no setor industrial. O crescimento menor da indústria de transformação surtiu efeitos indiretos sobre algumas atividades dos serviços, como comércio e transportes, além de proporcionar menor

Tabela 1: PIB: Projeções

Atividades	2019.IV (TsT)	2019.IV (AsA)	2019	2020
Consumo das Famílias	1,1%	2,8%	2,0%	2,6%
Consumo do Governo	0,5%	0,4%	-0,4%	0,1%
Investimento	-0,2%	4,3%	3,4%	4,4%
Exportação	3,6%	-4,5%	-2,7%	3,5%
Importação	-2,1%	2,3%	1,8%	4,1%
PIB	0,6%	1,8%	1,2%	2,2%
Agropecuária	1,4%	3,7%	1,8%	4,0%
Indústria	0,6%	2,0%	0,6%	3,1%
Extrativa	-1,6%	0,0%	-2,0%	8,5%
Transformação	0,1%	0,7%	0,0%	1,3%
Construção Civil	0,6%	5,0%	2,6%	4,0%
Eletricidade e Outros	2,9%	2,5%	2,8%	3,5%
Serviços	0,6%	1,5%	1,2%	1,7%

Fonte e Elaboração: IBRE/FGV

arrecadação de impostos. Com isso, revisamos nossa projeção do PIB do quarto trimestre de 2,1% AsA (0,8% TsT) para 1,8% AsA (0,6% TsT). Ainda assim, nossa expectativa para o PIB de 2019 permanece em 1,2%.

Pelo lado da demanda, o consumo das famílias deve ter crescido 2,8% AsA (1,1% TsT) no quarto trimestre e deve ter fechado 2019 com alta de 2,0%. O aumento da renda disponível, diante do incremento advindo dos saques do FGTS, a expansão das operações de crédito e a melhora na margem dos indicadores do mercado de trabalho explicam a aceleração do consumo no final do ano passado. O investimento deve ter crescido, no quarto trimestre, 4,3% em relação ao mesmo período do ano passado. Na margem, porém, deve haver ligeira queda, de 0,2%.

Dessa forma, esperamos crescimento do investimento de 3,4% em 2019 e de 4,4% em 2020; ao desconsiderar a importação de plataformas de petróleo, esse número seria o mesmo em 2019 e de 4,9% em 2020.

Apesar dos crescimentos iguais do investimento com e sem plataforma em 2019, as dinâmicas ao longo do ano foram distintas, como mostra o Gráfico 1. Essa dinâmica é explicada pelas bruscas mudanças na base de comparação referente a 2018. Vale lembrar que a importação de plataformas naquele ano ficou concentrada principalmente ao longo do segundo semestre. Justamente por isso, há uma inversão no Gráfico 1, quando o investimento sem plataforma supera o com plataforma.



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

Para 2020, não projetamos novas importações de plataformas antigas, por isso a métrica de investimento que desconsidera este produto deve registrar crescimento mais forte do que a métrica que o considera.

Apesar da desaceleração na ponta, os dados de atividade econômica seguiram em trajetória de recuperação em relação ao ano anterior. Portanto, a tendência de aceleração prossegue. De todo modo, os últimos resultados trazem o alerta de que a retomada cíclica em curso ainda é frágil e os desafios para aceleração do crescimento permanecem, o que demanda, portanto, prioridade à agenda de reformas estruturais e de consolidação do ajuste fiscal.

Silvia Matos e Luana Miranda

2. Expectativas de Empresários e Consumidores

Melhores ventos

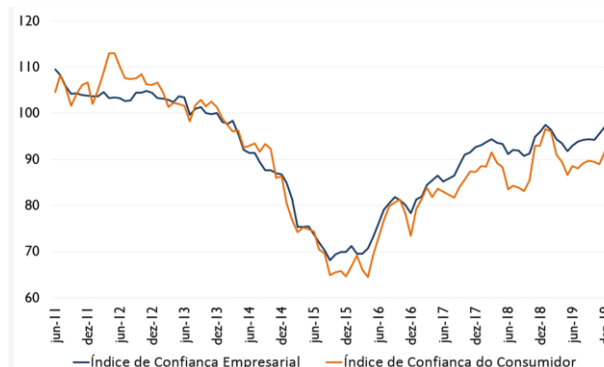
Os Índices de Confiança fecharam 2019 em alta. O Índice de Confiança Empresarial (ICE) avançou 1,5 ponto, atingindo 97,1 pontos, o maior nível desde março de 2014, e o Índice de Confiança dos Consumidores (ICC) subiu 2,7 pontos, para 91,6 pontos.

No âmbito empresarial, a percepção dos empresários sobre a situação atual segue em tendência positiva pelo quinto mês consecutivo, enquanto as expectativas se mantêm relativamente estáveis em torno do nível de neutralidade.

Entre os setores que compõem o ICE, o destaque recente tem sido o da Construção. Embora seu nível de confiança ainda seja o menor entre os quatro grandes setores, a diferença do Índice de Confiança da Construção e a média dos demais (Indústria, Serviços e Comércio) recuou a 5,6 pontos em dezembro, a menor desde maio de 2016 (4,7). O resultado vem sendo influenciado principalmente pelas expectativas, que atingiram em dezembro o maior nível desde junho de 2013 (102,6 pontos).

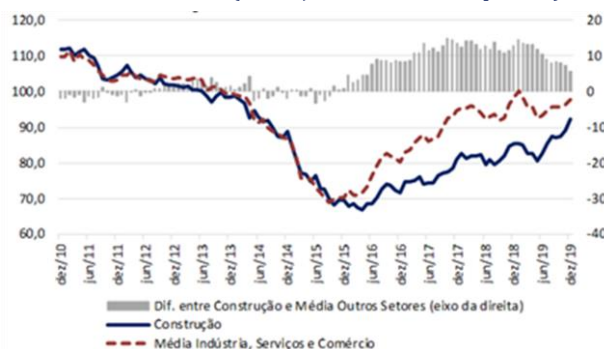
Na Indústria, apesar de a Sondagem do setor ter registrado queda no nível médio de utilização da capacidade (NUCI) no quarto trimestre – sinal de fraco desempenho produtivo –, a confiança reagiu no período, impulsionada pela melhora das expectativas, e finalizou o ano com um retorno à zona de neutralidade. O resultado sugere confiança na retomada do mercado interno, embora avaliemos que os riscos externos tendam a conter um pouco o otimismo nos próximos meses.

Gráfico 2: Confiança de Consumidores e Empresários
(Com ajuste sazonal, em pontos)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 3: Confiança da Construção versus Média dos Demais Setores
(Com ajuste sazonal, em pontos)

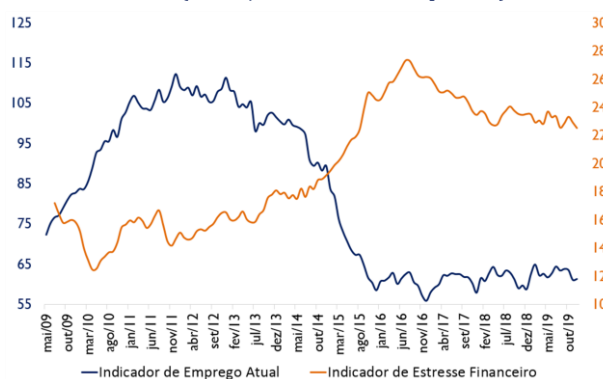


Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Janeiro de 2020

A confiança do Comércio manteve tendência ascendente durante o segundo semestre de 2019, puxada pela expectativa de liberação dos recursos do FGTS. Ainda assim, o ano terminou com ligeira queda, possivelmente influenciada pelo relativo pessimismo do consumidor durante boa parte de 2019. Ao que parece, a melhora mais consistente da confiança dos consumidores está atrelada a uma percepção de melhora do emprego e redução do nível de estresse financeiro.

Gráfico 4: Indicadores de Estresse Familiar e Emprego Atual (com ajuste sazonal, em pontos)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Do lado dos consumidores, a boa notícia é o retorno das expectativas ao nível de neutralidade, o que pode ser um sinal favorável para 2020, caso a tendência se sustente neste primeiro trimestre. Ainda assim, apesar da percepção de discreta melhora da situação corrente nos últimos meses, a confiança se mantém em nível baixo em termos históricos e uma recuperação mais consistente tende a continuar dependendo da recuperação do mercado de trabalho.

Um dos sinais de que o ímpeto e a capacidade de consumo das famílias dependem de uma aceleração da melhora do mercado de trabalho pode ser ilustrado a partir da relação entre as percepções do consumidor em relação ao mercado de trabalho e um indicador da Sondagem do Consumidor. Este indicador é construído como a soma das frequências relativas daqueles que se declaram forçados a retirar recursos da poupança para cobrir gastos correntes ou foram levados a se endividar. Apesar desse “indicador de estresse financeiro” ter recuado no período desde o seu nível máximo, em 2016, até meados de 2018, a partir daí ele se acomodou em patamar bem acima da média histórica. Movimento similar, embora ainda menos favorável, observou-se, em sentido oposto, no indicador que mede a percepção do consumidor em relação à facilidade de se conseguir emprego no momento. Após sair do fundo do poço, a percepção do consumidor com relação à facilidade de se conseguir emprego ainda está próxima de seus níveis mínimos históricos. A correlação entre as duas variáveis é de quase 0,9.

Em síntese, os resultados de dezembro mostram que empresas e consumidores voltaram a navegar de forma consistente na direção correta. A continuidade da recuperação, do ponto de vista empresarial, está atrelada à sustentação da tendência de alta da demanda, o que no momento parece mais provável no contexto interno que no externo, ainda mais após a deflagração de um perigoso conflito entre EUA e Irã em janeiro. Considerando o impacto das melhores perspectivas empresariais para o emprego em 2020, há boas chances de que a

confiança das famílias também continue melhorando. Os ventos da recuperação econômica estão soprando com mais força.

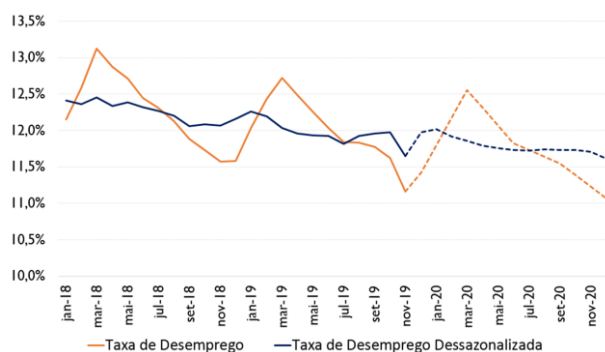
Aloisio Campelo Jr. e Viviane Seda Bittencourt

3. Mercado de Trabalho

Taxa de Desocupação cai a um ritmo mais forte com desaceleração da queda dos desalentados, e inflação e informalidade tendem a enfraquecer renda média

A taxa de desemprego da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) do trimestre terminado em novembro de 2019 registrou o nível de 11,2%, uma queda de 0,4 ponto percentual (p.p.) em relação ao mesmo trimestre móvel do ano anterior. O indicador veio abaixo daquele projetado pelo Ibre/FGV e também do esperado pela mediana dos analistas.

Gráfico 5: Taxa de Desemprego 2018-19

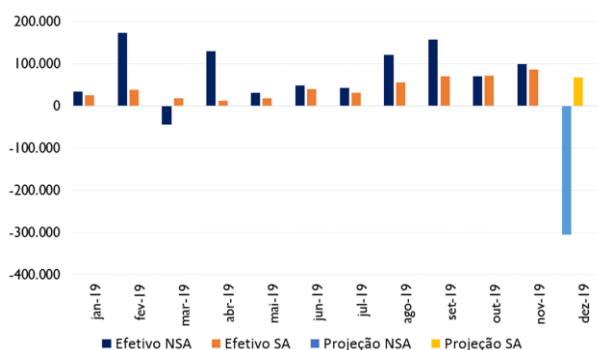


Fonte: PNADC (IBGE). Elaboração: IBRE/FGV

Esse resultado é registrado simultaneamente à forte desaceleração da queda do número de desalentados (-0,1%) e à estabilidade do crescimento da população ocupada (PO). A combinação dos dois movimentos sugere que a dinâmica de entrada dos desalentados no mercado de trabalho pode estar sendo predominante para determinar a velocidade da queda do desemprego.

O Caged, por sua vez, apontou em novembro aceleração do saldo de vagas em relação a outubro, saindo de cerca de 69 mil para 83 mil vagas na série dessazonalizada. Sem ajuste sazonal, o resultado do último mês foi de um saldo positivo de 99,2 mil vagas, acima do projetado pelo Ibre/FGV (60 mil) e também do projetado pelo mercado. Para dezembro, espera-se uma leve desaceleração na margem, com saldo negativo (como de hábito, dezembro é um mês de fechamento de registros empregatícios no Caged) de 305 mil vagas, o que, quando dessazonalizado, representa alta de 68 mil novos empregos formais no mês.

Gráfico 6: CAGED 2019



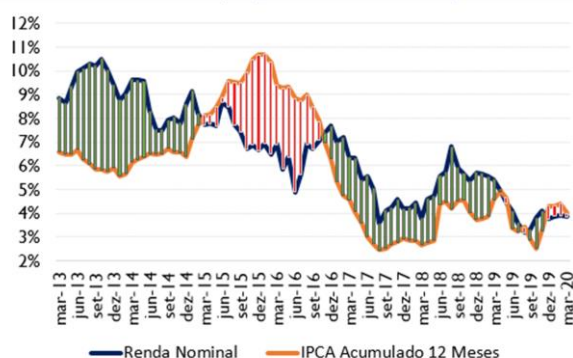
Fonte: CAGED. Elaboração: IBRE/FGV

O governo federal, tendo em vista o aumento das projeções de inflação, puxadas principalmente pelo choque recente dos alimentos, decidiu reajustar o salário mínimo para R\$ 1.045 mensais, 6 reais acima do acordado anteriormente, de R\$ 1.039, e 14 reais acima do estabelecido na primeira versão do orçamento federal, quando estava em R\$ 1.031. De fato, com o choque dos últimos meses, caso as altas nominais continuem no ritmo das anteriores, a expectativa é de uma variação real negativa da renda do trabalho nos primeiros trimestres móveis da PNAD Contínua de 2020, como mostra o Gráfico 7.

Além da aceleração inflacionária recente, o próprio aumento da informalidade tende a reduzir o impacto do aumento nominal do salário mínimo sobre a renda do trabalho média. O Gráfico 8 mostra o avanço recente da informalidade no país nos últimos anos. Para 2020, a expectativa é de a população ocupada formal crescer acima da informal apenas na segunda metade do ano, de modo que ainda será observada redução da taxa de formalidade nos primeiros trimestres.

O Gráfico 9 mostra que, de fato, houve em 2019 uma inédita convergência entre o setor formal e informal no percentual de trabalhadores cujo rendimento era próximo ao salário mínimo (3% acima ou abaixo). No entanto, tal movimento apenas se deu pela proximidade entre o valor do salário mínimo de 2019 (R\$ 998) e o

Gráfico 7: Decomposição da Renda Real
(Variação Interanual, %)



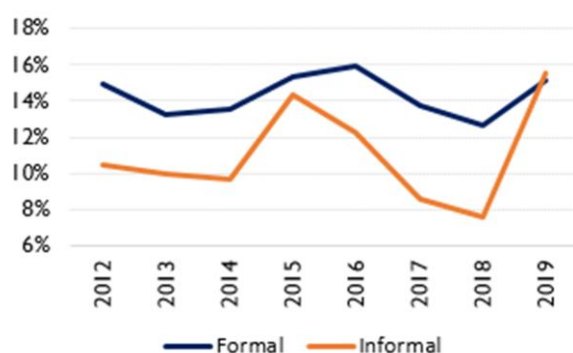
Fontes: PNADC (IBGE) e IBRE/FGV para projeções.

Gráfico 8: Taxa de Informalidade no Brasil



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

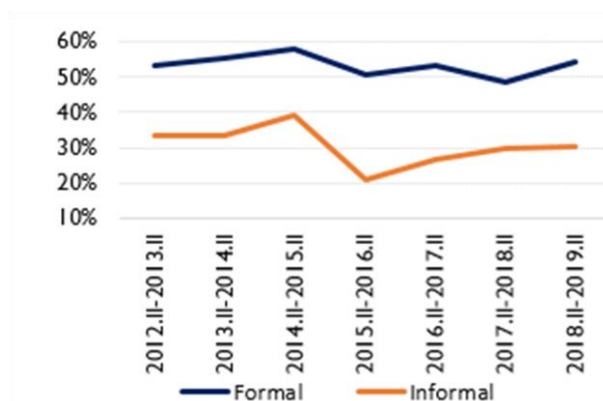
Gráfico 9: Percentual de Trabalhadores com Renda Próxima ao Salário Mínimo



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

valor arredondado de R\$ 1000, uma vez que está bem documentado haver um pico na frequência de trabalhadores que declaram ter rendimentos mensais em valores arredondados. Historicamente, mesmo entre ocupados com salários próximos ao salário mínimo, aqueles na informalidade tendem a registrar, como esperado, uma proporção menor (30% a 40%) de reajustes anuais próximos ao do valor estipulado pelo governo, em relação aos formais (50 a 60%), conforme mostra o Gráfico 10.

Gráfico 10: Percentual de Trabalhadores de Renda Próxima ao Salário Mínimo que Tiveram Reajuste Nominal Próximo ao do Salário Mínimo



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

Ou seja, mesmo com uma proporção equivalente de trabalhadores que recebem o salário mínimo, a sensibilidade aos reajustes do governo é significativamente maior entre aqueles que estão no setor formal. Desse modo, tendo em vista a alta inflacionária recente e o aumento da informalidade dos últimos anos, não se esperam grandes efeitos do aumento do salário mínimo para R\$ 1.045 no ano de 2020 sobre a massa salarial.

Daniel Duque

4. Inflação

A inflação pode repetir o bom comportamento do primeiro trimestre de 2019

O último IPCA de 2019 trouxe surpresa ao registrar alta de 1,15% e apresentar resultado acima do esperado pelo mercado, cuja mediana das expectativas estava em torno de 1,09%. O resultado da inflação de dezembro fez a taxa em 12 meses chegar a 4,31%, fechando acima da meta de inflação estabelecida para 2019, de 4,25%, mas dentro do intervalo de tolerância de 1,5 ponto percentual para cima ou para baixo.

A surpresa ocorreu devido à repentina aceleração do IPCA no último trimestre de 2019. Em outubro, a variação acumulada em 12 meses estava em 2,54%, 1,77 ponto percentual abaixo da taxa que fechou 2019.

A principal razão para a aceleração foi a disparada dos preços das carnes bovinas. O súbito aumento do volume de exportação para China, em função da gripe suína, fez com que os preços avançassem em média quase 30% no quarto trimestre. Quase todo o aumento observado para carnes em 2019 foi captado no último trimestre, fazendo a taxa acumulada fechar o ano com alta de 32,4%. Com tamanho alta de preços, só o item carnes respondeu por 20% da inflação acumulada em 2019.

O auge da aceleração do item carnes foi alcançado em dezembro, quando seus preços subiram 18%. Com tal aceleração, surge a questão de quando tais preços poderão começar a ceder em 2020.

As primeiras estimativas para a inflação de janeiro de 2020 indicam que o ritmo de aceleração está se reduzindo rapidamente. Segundo o Monitor da Inflação, não demora para que os IPCs registrem queda no preço da carne. O IPCA-Ponta já começou a apresentar taxa negativa desde 8 de janeiro, estatísticas que desde então seguem registrando aprofundamento da queda dos preços.

No IPA-DI de dezembro, os preços de Bovinos subiram 7,85%, aumento menor que o observado em novembro, quando a alta foi de 15,63%. Tal desaceleração segue se aprofundando nos preços recebidos para as estatísticas de janeiro. As próximas edições do IPA já deverão mostrar queda nas variações dos itens Bovinos e Carne Bovina, movimentos que, como antecipado nas estatísticas do Monitor da Inflação, já começam a chegar no varejo.

A próxima divulgação do IBGE será do IPCA-15 de janeiro. O Monitor da Inflação antecipa recuo do indicador de dezembro (1,05%) para janeiro (0,70%). Essa edição do IPCA-15 ainda utilizará a ponderação antiga, mas é considerada prévia do IPCA de janeiro, já com a ponderação nova. O comportamento do IPCA-15, mesmo na ponderação antiga, indica arrefecimento da inflação.

Segundo o Monitor da Inflação, em janeiro – já com a estrutura de ponderação atualizada pela POF 2017/2018 – o IPCA deverá registrar variação próxima de 0,4%, apresentando forte desaceleração em comparação a dezembro, quando subiu 1,15%. A contribuição baixista advinda da atualização dos pesos é modesta perto da desaceleração registrada nos preços de itens que influenciaram a inflação em dezembro, como carnes, combustíveis e jogos lotéricos. A estimativa para o IPCA de janeiro ficaria mais próxima de 0,5%, se os pesos não tivessem sofrido atualização.

A contribuição para a desaceleração do índice virá principalmente do grupo Alimentação e Bebidas, para o qual se aguarda variação em torno de 1%, ante 3,38% em dezembro. Contribuições importantes também virão dos grupos Transportes (de 1,54% para 0,26%) e Despesas Pessoais (de 0,92% para 0,25%), que devem apresentar arrefecimento em suas taxas de variação.

Assim, mesmo com a meteórica aceleração no último trimestre de 2019, a taxa em 12 meses do IPCA deve se manter estável. Está prevista desaceleração das taxas mensais no primeiro trimestre de 2020.

A forte aceleração registrada nos preços das proteínas, que fez com que a taxa em 12 meses saltasse de 2,54% em out/19 para 4,31% em dez/19, poderá ser gradualmente devolvida no primeiro trimestre, mas sem alterar muito a taxa acumulada em 12 meses. A expectativa é de que o primeiro trimestre de 2020 repita o bom comportamento de 2019, o que manterá a taxa em 12 meses estável nesse período. Com a dissipação dos choques de oferta que influenciaram o IPCA ano passado, a inflação deverá seguir bem-comportada por todo ano, fazendo o IPCA fechar 2020 com alta de 3,7%, permitindo folga no cumprimento da meta de inflação, que é de 4% este ano.

André Braz

5. Política Monetária

Inflação na meta

Em 2019, a inflação observada ficou praticamente na meta. De fato, no ano como um todo, o ritmo médio de crescimento dos preços ao consumidor, avaliado pelo IPCA, foi de 4,31%, taxa muito próxima do objetivo oficial de 4,25%.

Tomando-se por base as estimativas divulgadas nos comunicados emitidos após cada reunião do Copom, nota-se, por exemplo, que, desde meados de 2018, as projeções oficiais do Banco Central de modo geral sugeriam que o ano de 2019 seria encerrado com uma taxa observada de inflação abaixo da meta, à semelhança do que ocorrera em 2017 e 2018. As expectativas reveladas pela pesquisa Focus indicavam a mesma coisa.

Por certo, não faltou quem criticasse as autoridades monetárias por não esboçarem reação a esses resultados, argumentando-se que, diante das circunstâncias, o BC deveria retomar o processo de queda da taxa Selic, interrompido em maio de 2018. Entre outubro de 2016 e março de 2018, o juro básico da economia havia sido reduzido, em 12 movimentos consecutivos, que variaram de 25 a 100 pontos base, de 14,25% para 6,5% a.a.

No começo do segundo semestre de 2019, o Banco Central entendeu que havia espaço para voltar a promover redução da Selic, sem que isto viesse a prejudicar o cumprimento da meta de inflação. Em julho, a Selic sofreu alteração de 50 pontos. Mais três movimentos de igual magnitude levaram a taxa básica para os atuais 4,5%.

A Tabela 2 traz as projeções oficiais de inflação (segundo critérios distintos), as expectativas Focus e a inflação observada nos 12 meses encerrados no mês anterior ao do respectivo Copom, desde meados de 2018. A meta de 4,25% para 2019 aparece na coluna mais à direita.

Tabela 2: Projeções do BC e Estimativas Focus para a Inflação de 2019*

reunião do Copom	cenário de referência	cenário de mercado	cenário híbrido*	Focus	inflação observada (12 meses)	meta de inflação
20/06/18	4,1	3,7	-	4,1	2,9	4,25
01/08/18	4,1	3,8	-	4,1	4,5	4,25
19/09/18	4,5	4,0	-	4,1	4,2	4,25
31/10/18	4,2	4,2	-	4,2	4,5	4,25
12/12/18	4,0	3,9	-	4,1	4,0	4,25
06/02/19	3,9	3,9	-	3,9	3,8	4,25
20/03/19	4,1	3,9	-	3,9	3,9	4,25
08/05/19	4,3	4,1	-	4,0	4,9	4,25
19/06/19	3,6	3,6	-	3,8	4,7	4,25
31/07/19	3,6	3,6	-	3,8	3,4	4,25
18/09/19	3,4	3,3	3,4	3,5	3,4	4,25
30/10/19	-	3,4	3,4	3,3	2,9	4,25
11/12/19	-	4,0	4,0	3,8	3,3	4,25

*cenário híbrido = câmbio constante e juros Focus. Fontes: Copom / BCB; IBGE. Elaboração: IBRE/FGV

A despeito de o Banco Central ter reiniciado o processo de queda dos juros, para muitos o ritmo em que prosseguiu não parecia adequado. Para estes, o BC deveria ser mais agressivo, promovendo queda mais rápida da Selic.

Em discussões como essa, o que normalmente se faz é simplesmente lembrar que decisões de política monetária não são tomadas com base apenas nas projeções oficiais de inflação no horizonte relevante de análise. Habitualmente, leva-se em conta também o chamado “balanço de riscos”, que nada mais é do que a visão do BC acerca dos riscos que envolvem o cenário básico por ele mesmo traçado.

Mas não é esse o ponto para o qual desejamos chamar a atenção nesta seção. Já há algum tempo, temos ressaltado o fato de o Brasil ainda não dispor de uma meta estável de inflação. Desde a introdução do regime de *inflation targeting*, temos tido meta para todos os anos calendário, estabelecidas sempre com a devida antecedência, mas o objetivo oficial continua sofrendo alteração. De acordo com a programação existente, a meta para 2020 é de 4,0%, sendo 3,75% e 3,5% os objetivos numéricos definidos, respectivamente, para 2021 e 2022.

Por conseguinte, nossa meta de inflação tem sido cadente ao longo do tempo. E isso não pode deixar de ser considerado pelas autoridades monetárias. De modo geral, países que adotam metas estáveis para a inflação tratam-nas com a devida simetria, ou seja, procuram evitar descumprir a meta tanto para cima quanto para baixo, dando igual peso aos dois tipos de desvio.

A questão que se impõe aqui é a seguinte: dada uma trajetória cadente de meta de inflação, faz realmente sentido trabalhar com a ideia de simetria? Não seria mais sensato mostrar-se mais preocupado com eventual estouro da meta para cima do que para baixo? Note-se que eventual desvio para baixo daria uma boa ajuda ao processo de ancoragem das expectativas para os anos seguintes. Eventual desvio para cima seguramente traria mais risco para essa ancoragem.

Sendo assim, é bem possível que tal questão tenha de algum modo influenciado a condução da política monetária nos dois últimos anos. Como mostra a Tabela 2, em dezembro de 2019, o Banco Central projetava 4,0% para o ano como um todo. Com os choques observados em novembro e dezembro, envolvendo, principalmente, o preço das carnes, o número final da inflação foi para 4,31%, praticamente na meta. Esse cumprimento da meta em 2019 é certamente de grande relevância para manter ancoradas as expectativas de inflação para os próximos anos.

José Júlio Senna

6. Política Fiscal

Como deve ficar a arrecadação federal em 2019

O crescimento real da arrecadação das receitas federais em 2019 começou o ano com forte frustração de expectativa. Embora tenha sido observada alguma recuperação, a arrecadação encerrou 2019 muito abaixo das previsões de início de ano, tanto as feitas inicialmente no orçamento federal (LDO e LOA) quanto as projeções iniciais do mercado (Prisma Fiscal). Apesar disso, o saldo do ano foi positivo e diversos fatores contribuíram para a expansão das receitas federais acima do crescimento da atividade econômica. Esses fatores serão analisados neste artigo.

A análise a seguir toma como base a arrecadação federal divulgada nos relatórios oficiais da Receita Federal do Brasil (MF/RFB) de janeiro a novembro de 2019 e uma prévia para o mês de dezembro.¹ A análise é realizada em termos constantes, com ajuste pelo IPCA a preços de dezembro de 2019.

Entre janeiro e dezembro de 2019, a arrecadação federal total deve apresentar crescimento real de 1,7%, em relação a igual período de 2018. Tal desempenho reflete a expansão, na mesma base de comparação, tanto das receitas administradas pela RFB (+1,7% em termos reais), quanto daquelas administradas por outros órgãos (+1,1% em termos reais).

Essas variações positivas decorrem de fatores que vão além da recuperação da atividade econômica, constituindo impactos pontuais advindos de eventos atípicos que afetaram sobremaneira o resultado do ano.

No âmbito da arrecadação das receitas administradas pela Secretaria da Receita Federal, destaca-se o desempenho do Imposto sobre a Renda das Pessoas Jurídicas (IRPJ) e da Contribuição Social sobre o Lucro Líquido (CSLL). Ambos os tributos incidem sobre a mesma base (os lucros) e devem apresentar crescimento real de 12,7% e 8,1%, respectivamente. As justificativas para crescimento tão expressivo são a melhora recente no desempenho das empresas e as arrecadações atípicas de 2019, em função de venda de participação societária por parte de algumas empresas. Além disso, o resultado de 2019 também foi influenciado pelas alterações nas regras de compensações tributárias implementadas pela Lei 13.670/18.

Tributos sobre a renda do trabalho também apresentaram resultado mais favoráveis que os observados em 2018. A razão foi a melhora no mercado de trabalho e o aumento de arrecadação de aposentados do setor público e privado (Imposto sobre a Renda retido na fonte, sobre os rendimentos do trabalho).

¹ Dados oficiais da arrecadação federal de dezembro não haviam sido divulgados até a data de elaboração deste Boletim. A prévia considerada se baseia em informações extraídas da plataforma do Tesouro Gerencial, gerida pela STN.

Assim, levando em consideração que a arrecadação das receitas federais deve apresentar crescimento real de 1,7% em 2019 e que a expectativa de crescimento da economia é de 1,2%,² pode-se considerar que o desempenho tem sido melhor que a atividade econômica. Porém, quando olhamos para a composição e origem do crescimento, notamos que nem todos os fatores decorrem da atividade econômica, sendo necessário a decomposição da arrecadação para verificar como tem sido de fato o seu desempenho frente ao PIB.

Vilma Pinto

7. Setor Externo

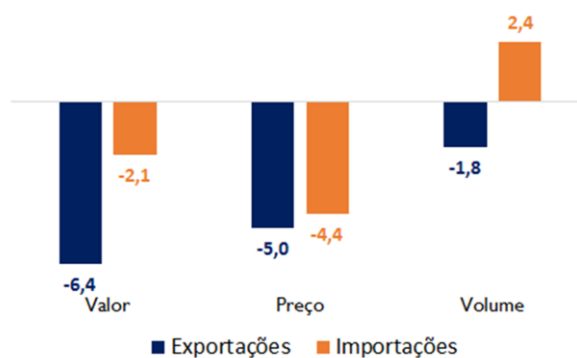
Os riscos da balança comercial em 2020: o que 2019 ensina?

O superávit da balança comercial caiu de US\$ 58 bilhões para US\$ 46,7 bilhões entre 2018 e 2019. A queda é explicada pelo maior recuo das exportações (-6,4%) em relação às importações (-2,1%), em termos de valor. Os preços caíram para os dois fluxos, mas, em termos de volume, as exportações registraram queda de 1,8%, e as importações, aumento de 2,4% (Gráfico 11).

A piora do desempenho das exportações atingiu todos os setores da indústria (Gráfico 11). Na agropecuária, o crescimento passou de positivo (18,8%, entre 2018/2017) para negativo (-8,3%, entre 2019/2018), em valor. O aumento em volume de 0,9% não compensou a queda nos preços, que foi de 8,8%. A soja, principal produto de exportação do país, que havia se beneficiado em 2018 e início de 2019 com a guerra comercial entre a China e os Estados Unidos, viu suas vendas encolherem 21% com a redução da demanda chinesa, responsável por 78% de todas as exportações do produto brasileiro.

A gripe suína, que dizimou grande parte do rebanho chinês, e o menor crescimento do país em 2019 explicam a piora nas vendas de soja, que é utilizada para ração. Em 2020, não se esperam melhoras nesse cenário, que pode inclusive ser mais desfavorável com o acordo entre China e Estados Unidos. Pelo acordo, anunciado no dia 15 de janeiro, a China se compromete a comprar US\$ 40 bilhões de dólares, em cada um dos próximos dois anos, de produtos agropecuários dos Estados Unidos.³ O maior valor anual já exportado pelos EUA para a China de produtos

Gráfico 11: Variação (%) no Valor, Preço e Volume das Exportações e Importações: 2019/2018



Fontes: ME/SECEX e FGV/ICOMEX.
Elaboração: IBRE/FGV

² Previsão da FGV/IBRE.

³ What is inside the US-China Phase One Deal? M. Goodman, S. Kennedy, W. Reinsch, S. Segal e J. Caporal. Center for Strategic International Studies, Washington, D.C.

agropecuários foi de US\$ 29 bilhões em 2013. Adicionalmente, não é claro que os agricultores estadunidenses queiram desviar suas vendas de outros mercados para a China, o que cria um cenário incerto. Em 2019, a China comprou US\$ 26 bilhões de soja do Brasil e US\$ 4,5 bilhões de carne. Pode haver perdas para as exportações de soja, mas a China irá continuar dependendo do Brasil para atender a sua demanda. O risco maior seria a perda de aumento de potencial da carne e de outros produtos agropecuários no mercado da China. Há menção explícita no acordo a medidas de facilitação na questão das regras fitossanitárias que regem as importações chinesas de carne bovina, suína e frango.

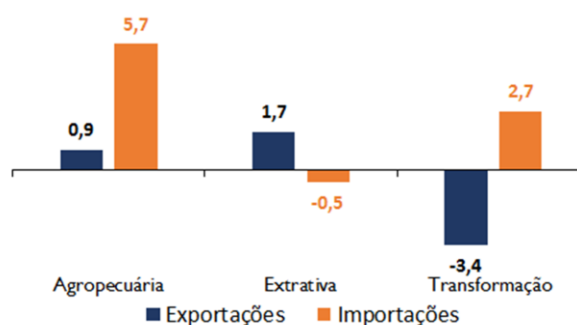
A indústria extrativa registrou em 2019 aumento de 0,6% em valor, 1,7% em volume e queda de 0,6% nos preços. As exportações de minério de ferro aumentaram em US\$ 2 bilhões, e as de óleo bruto de petróleo caíram em US\$ 1,2 bilhões. No caso do minério, o volume caiu, mas os preços subiram e, para o petróleo, foi o inverso.

Para 2020, não deve haver aumento similar (+25,7%) nos preços de exportação de minério de ferro e a oferta exportável ainda não terá sido totalmente regularizada pós Brumadinho. No caso do petróleo, temores de uma elevação acentuada nos preços, como consequência do conflito Irã-Estados Unidos, não estão totalmente fora do radar, embora até o momento os sinais sejam de uma tentativa de deter a escalada do conflito. No entanto, surpresas passaram a integrar a agenda internacional nos últimos anos.

As exportações da indústria de transformação recuaram em valor (-8,5%), volume (-3,4%) e preços (-5,3%) em 2019. O menor crescimento da economia mundial e a crise na Argentina, principal compradora de produtos do setor automotivo do Brasil, contribuíram para esse resultado. A agenda de aumento das exportações de produtos da indústria de transformação suscita questões, porém, que vão além de fatores conjunturais. Como muitas vezes enfatizamos, as exportações dessa indústria dependem de melhora nos fatores que afetam a competitividade e produtividade. Itens como reforma tributária, investimentos em infraestrutura, medidas de facilitação do comércio, acesso a tarifas de importação mais baixas para insumos e bens de capital ajudam, mas os efeitos são de médio e longo prazo.

No Boletim Macro IBRE de dezembro, o pesquisador Livio Ribeiro chamou atenção de que, num cenário de elevada liquidez internacional, mesmo com turbulências ocasionais, o país não deverá enfrentar dificuldades para o financiamento da conta corrente, apesar de uma projeção de 3,5% na relação déficit em conta corrente/PIB para 2020. Acrescenta-se que, se o governo conseguir avançar na agenda de concessões e privatizações, é

Gráfico 12: Variação (%) nos Volumes de Exportação e Importação por Tipo de Indústria: 2019/2018



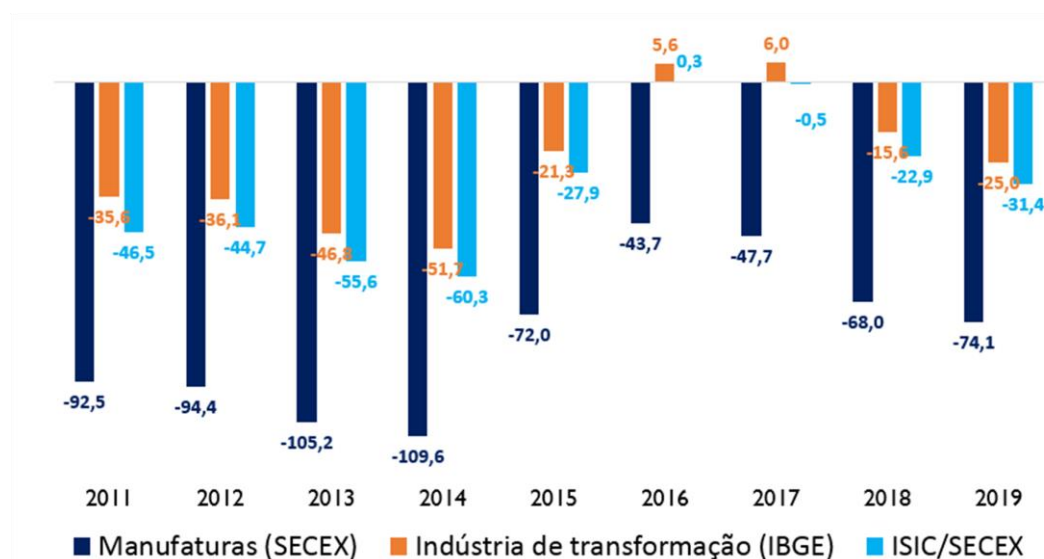
Fontes: ME/SECEX e FGV/ICOMEX. Elaboração: IBRE/FGV

possível uma nova onda de investimentos estrangeiros, se o cenário político-econômico doméstico for favorável aos negócios. A balança comercial é a única conta superavitária da conta corrente, excluindo a renda secundária, que registra frequentemente pequenos saldos positivos (abaixo de US\$ 5 bilhões). Assim, o desempenho da balança é relevante.

O superávit da balança comercial decorreu em 2019 dos saldos positivos na agropecuária, US\$ 36,4 bilhões, e da indústria extrativa, US\$ 35,3 bilhões. Em contraste, o saldo da balança comercial da indústria de transformação foi negativo em US\$ 25,6 bilhões, com queda nas exportações de 8,5% e nas importações de 1,8%, em valor, entre 2018 e 2019.

O Gráfico 13 mostra o saldo dos produtos industrializados sobre três óticas. A primeira, que é uma classificação do Brasil, de manufaturas, que existe desde os anos de 1970. A segunda segue a metodologia de classificação da indústria de transformação das Contas Nacionais do Brasil pelo IBGE e é utilizada na elaboração do FGV/ICOMEX. A terceira, divulgada pela SECEX, parte da classificação da ONU-ISIC (*International Standard Industrial Classification*). As tendências são iguais e o que explica as diferenças é a abrangência da cesta que define produtos industriais.

Gráfico 13: Balança Comercial (US\$ bilhões): Manufaturas, Indústria de Transformação (ICOMEX) e ISIC



Fontes: ME/SECEX e FGV/ICOMEX. Elaboração: IBRE/FGV

O déficit aumentou entre 2017 e 2018, sendo o crescimento do PIB igual nos dois anos, e com uma desvalorização da taxa efetiva de câmbio, em termos reais, de 10%. Os dados da indústria de transformação mostram que, entre 2017 e 2018, as exportações cresceram 3,9% e as importações 20%, em valor. Os dados da importação são superestimados e refletem mudanças no regime do REPETRO (relativas a plataformas de petróleo). Em volume, as importações da indústria de transformação cresceram 11,6% e, sem as plataformas de petróleo, 6,0%. Fica, no

entanto, o fato de que houve um aumento das importações com desvalorização cambial e crescimento do PIB igual nos dois anos (2017 e 2018).

Em 2019, o déficit comercial aumentou, com uma taxa projetada de crescimento do PIB ligeiramente inferior à de 2018 (1,2%), e com uma valorização cambial de 0,3%, entre 2018 e o ano passado. A principal causa da deterioração em valor está na queda das exportações, como já observado, junto a uma pequena queda em valor das importações, mas aumento em volume. Se a taxa de crescimento da economia brasileira em 2020 for ao redor de 2%/2,5%, como sugerem algumas projeções, com um cenário internacional não muito favorável para a indústria agropecuária e extrativa (aumento no preço do petróleo decorrente de conflito causa incerteza no mercado), e com o aumento do déficit da indústria de transformação (como os dados apontam), o superávit comercial em 2020 será menor. Observa-se que o aumento do preço do petróleo pode favorecer as exportações da indústria extrativa, mas um cenário de tensões causado por um acirramento de conflitos bélicos tem impacto negativo no crescimento da economia mundial.

É provável que o equilíbrio macroeconômico não seja afetado por uma restrição de balanço de pagamentos, mas permanece o desafio de como assegurar um melhor desempenho da indústria de transformação.

Lia Baker Valls Pereira

8. Panorama Internacional

Economia americana: a caminho de um pouso suave

O Banco Central americano, *Federal Reserve* ou simplesmente FED, está em uma difícil operação de sintonia fina para pousar suavemente a economia americana em 2020, estabilizando seu crescimento um pouco acima da taxa de crescimento do PIB potencial, por volta de 1,6/1,8%.

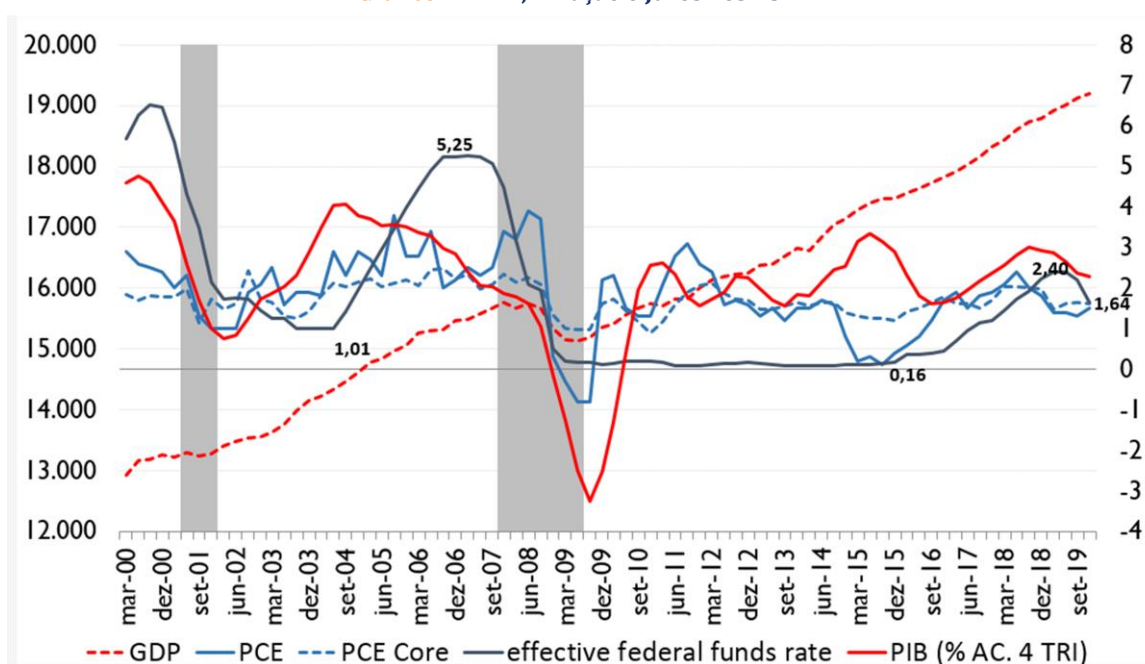
O risco é o FED errar na operação e produzir uma desaceleração maior da economia. Esse risco foi máximo no final de 2018, a partir de quando o FED inverteu o sentido de sua política monetária. Em 2019, houve três quedas de 0,25 ponto percentual na taxa básica de juros, os *Fed Funds* (FF). Tudo indica, como já escrevi neste espaço, que o FED será bem-sucedido – no final do ano, teremos FF nos mesmos níveis de hoje e a economia rodando a 2% anuais, ou um pouco menos.

Para entendermos os riscos, vale a pena olhar o ciclo anterior, que terminou com a crise das hipotecas e a quebra do banco Lehman Brothers em setembro de 2008.

O Gráfico 14 apresenta as principais variáveis. Em vermelho tracejado, na escala da esquerda, temos a trajetória do PIB real a preços de 2012, com ajuste sazonal. Os dados são trimestrais. Todas as outras curvas no gráfico referem-se a taxas de crescimento e são medidas na escala da direita.

Em azul, a taxa de inflação medida pelo deflator do consumo das contas nacionais, PCE; e, em azul tracejado, o núcleo por exclusão do PCE. Em cinza, a taxa dos FF; e, em vermelho, a taxa acumulada em quatro trimestres do crescimento do PIB real. A área hachurada em cinza indica as crises da economia americana, segundo a datação do NBER.

Gráfico 14: PIB, Inflação e Juros nos EUA*



Fontes: BEA; Fed St. Louis; Bloomberg; NBER. Elaboração: IBRE/FGV

Como fica claro no gráfico, no terceiro trimestre de 2004 inicia-se um ciclo de elevação da taxa básica de juros, a partir do nível bem baixo de 1,01%. A taxa dos FF sobe até 5,25% no terceiro trimestre de 2006 e fica parada até o segundo trimestre de 2007.

O curioso, aos olhos de hoje, é que todo esse ciclo de subida da taxa básica de juros ocorreu com o núcleo do PCE rodando o tempo todo abaixo de 2,5% e rodando, na média, a 2,2%, mísero 0,2 ponto percentual acima da atual meta do FED de 2,0% para o núcleo por exclusão do PCE. Nota-se que, no período, a inflação cheia medida pelo PCE subiu em função do *boom* de *commodities*, com o forte crescimento da China após o ingresso do país na OMC em 2002.

Simultaneamente, ocorre uma contínua desaceleração da taxa de crescimento econômico, que cai de 4,1% ao ano, no terceiro trimestre de 2004, para 2,0% no quarto trimestre de 2007, quando se inicia a crise, segundo a datação do NBER; e para 1,1% no terceiro trimestre de 2008, quando há o agravamento da crise econômica com a quebra do LB.

Havia uma fragilidade no mercado de crédito e esta fragilidade não aparecia, pois o preço dos imóveis, na média, crescia no país. O crescimento médio mantinha a valorização dos ativos

financeiros, que misturavam papéis de diferentes regiões dos países. A desaceleração da economia mudou o comportamento médio dos preços das residências e detonou a quebra do setor financeiro.

Novamente, aos olhos de hoje, o ciclo de subida de juros foi muito elevado. Provavelmente, devido aos problemas regulatórios e à enorme exposição ao risco assumida pelo setor financeiro americano e europeu, a crise aconteceria mais cedo ou mais tarde. Não obstante, pode-se afirmar que a subida de juros precipitou o processo.

A fragilidade da economia americana é hoje de outra natureza. Trata-se do crescimento do endividamento das empresas. Com a percepção de que os juros de longo prazo se reduziram e que a economia opera hoje com custo de capital permanentemente menor, está em curso uma alteração da estrutura de capital das empresas. As empresas contraem dívida para recomprar ações: aumenta a participação no passivo das empresas do capital de terceiros, que é percebido como mais barato, e se reduz a participação do capital próprio. De 2010 até hoje, o endividamento das empresas americanas cresceu 120%, de US\$ 3,8 trilhões para US\$ 8,5 trilhões. No mesmo período, o PIB cresceu de US\$ 15 trilhões para US\$ 20 trilhões, uma elevação de 33%.

O risco é uma desaceleração forte da economia piorar o resultado das empresas e promover um processo de elevação do risco, com, possivelmente, piora da classificação do crédito de muitas empresas. Poderia se iniciar um processo de falência de empresas, agravando a crise. Não está claro a capacidade que o endividamento do setor corporativo não financeiro tem de gerar uma crise sistêmica, mas certamente este é um risco presente.

Assim, para combater esse risco, o FED promoveu em 2019 um ajuste de “meio de ciclo” (*middle cycle adjustment*) com vistas a não repetir 2007. Aparentemente, ele foi bem-sucedido e conseguiu evitar uma desaceleração mais forte da economia. Para 2020, o cenário básico é de pouso suave.

Samuel Pessôa

9. Em Foco IBRE: produtividade do trabalho - o motor do crescimento econômico de longo prazo

O IBRE elegeu a produtividade como uma das preocupações centrais de sua missão institucional de contribuir para o debate sobre o desenvolvimento econômico do país. Diante da relevância do tema, o IBRE lançou recentemente o site **Observatório da Produtividade**, que reúne ampla base de dados sobre produtividade da economia brasileira, além de estudos e análises, a fim de fornecer informações para uma maior compreensão do tema e contribuir para a formulação de

políticas públicas que possam aumentar a produtividade e impulsionar o crescimento econômico.⁴

Uma das motivações para o aprofundamento de estudos relacionados ao tema é a perda de dinamismo da economia brasileira ao longo dos últimos anos, intensificada pela forte recessão pela qual o país passou entre o segundo trimestre de 2014 e o quarto trimestre de 2016, uma das mais longas e profundas da história. Além disso, a recuperação da economia tem sido muito lenta. Após crescer 1,3% em 2017 e 2018, o PIB deverá manter este ritmo de expansão em 2019.

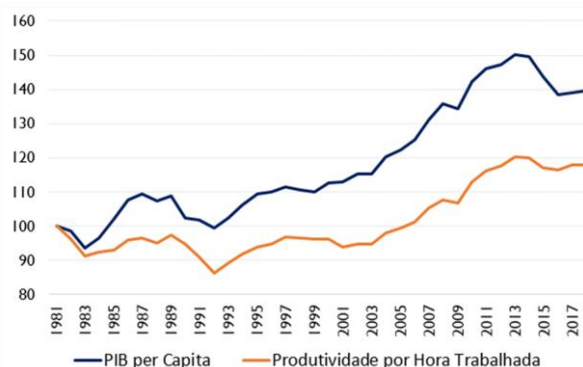
Como revelam os indicadores do IBRE de produtividade trimestral, disponíveis no **Observatório da Produtividade**, a lenta recuperação do crescimento desde o fim da recessão pode estar associada ao desempenho negativo da produtividade do trabalho, que ficou estagnada em 2018 e teve queda nos três primeiros trimestres de 2019.⁵

Diante da relevância desse tema, o objetivo deste texto é analisar a evolução da renda per capita brasileira desde o início da década de 1980 e sua relação com o crescimento da produtividade neste período, de modo a fornecer elementos para um melhor entendimento de sua trajetória futura.⁶

O Gráfico 15 apresenta a dinâmica da evolução da renda per capita e da produtividade por hora trabalhada de 1981 até 2018.⁷

O Gráfico 15 mostra que, embora o comportamento da renda per capita seja correlacionado com a dinâmica da produtividade por hora trabalhada, a renda per capita cresceu mais que a produtividade entre 1981 e 2018. Para entendermos melhor as razões dessa diferença, apresentamos na Tabela 3 uma

Gráfico 15: Evolução da Renda per capita e da Produtividade por Hora Trabalhada. Número índice (1981=100). Brasil: 1981-2018.



Fonte: Elaboração do IBRE/FGV com base nas Contas Nacionais, Pnad e Pnad Contínua – IBGE.

⁴ O site, disponível no endereço <https://ibre.fgv.br/observatorio-produtividade>, foi lançado no dia 4 de dezembro de 2019 no I Seminário de Produtividade e Reformas.

⁵ O relatório que mostra a queda recente da produtividade trimestral do trabalho está disponível no link: <http://ibre.fgv.br/observatorio-produtividade/artigos/produtividade-do-trabalho-apresenta-queda-de-07-no-terceiro>

⁶ Nos últimos anos, vários pesquisadores analisaram os determinantes do baixo crescimento da economia brasileira. Em particular, Regis Bonelli dedicou-se especialmente a investigar as causas da baixa produtividade brasileira, apontando seu papel determinante para o crescimento econômico do país. Parte de seu trabalho está registrado no livro **Anatomia da Produtividade no Brasil** (Elsevier, FGV IBRE, 2017), uma das várias obras em que colaborou com artigos para o melhor entendimento do tema.

⁷ Neste texto, estamos definindo renda per capita como sendo a razão entre o Valor Adicionado obtido das Contas Nacionais e a população do país. Optamos por usar a informação de Valor Adicionado para que a análise fique compatível com o cálculo da produtividade por hora trabalhada, que também considera, em seu cálculo, a informação de Valor Adicionado (VA dividido pelo total de horas trabalhadas extraídos da Pnad Contínua e da Pnad). O dado de Valor Adicionado difere do PIB pois este equivale à soma do Valor Adicionado com os impostos (líquidos de subsídios) sobre os produtos.

decomposição do crescimento da renda per capita para períodos selecionados desde a década de 1980.⁸

Tabela 3: Decomposição do Crescimento da Renda Per Capita (em % ao ano). Brasil – Períodos Selecionados

Períodos	VA/POP	VA/HORAS	HORAS/PO	PO/PEA	PEA/PIA	PIA/POP
1981-1990	0,3%	-0,6%	-0,5%	0,1%	0,9%	0,4%
1990-2000	1,0%	0,2%	-0,4%	-0,7%	1,1%	0,7%
2000-2010	2,3%	1,6%	-0,4%	0,2%	0,4%	0,5%
2010-2018	-0,2%	0,5%	-0,5%	-0,5%	0,0%	0,3%
2010-2014	1,3%	1,5%	-0,6%	0,5%	-0,6%	0,4%
2014-2018	-1,7%	-0,4%	-0,5%	-1,5%	0,6%	0,1%
1981-2018	0,9%	0,4%	-0,4%	-0,2%	0,6%	0,5%

Fonte: Elaboração do IBRE/FGV com base nas Contas Nacionais, Pnad e Pnad Contínua - IBGE.

Além do crescimento da produtividade por hora trabalhada, o aumento da renda per capita depende da jornada média de trabalho, que equivale à média de horas por trabalhador ocupado (HORAS/PO). Outro fator relevante é a taxa de ocupação, que corresponde à proporção de trabalhadores ocupados em relação à população economicamente ativa (PO/PEA). Um terceiro determinante é a taxa de participação, caracterizada pela razão entre a população economicamente ativa e a população em idade ativa (PEA/PIA). Finalmente, a razão entre a população em idade ativa e a população total (PIA/POP) é uma medida da contribuição do bônus demográfico para o crescimento da renda per capita.⁹

Entre 1981 e 2018, a renda per capita e a produtividade por hora trabalhada cresceram 0,9% ao ano (a.a.) e 0,4% a.a., respectivamente. Os dados da Tabela 3 mostram que o baixo crescimento da produtividade foi compensado pelo rápido crescimento da população em idade ativa em relação à população (bônus demográfico), que aumentou 0,5% a.a. no período. Outra contribuição positiva para o crescimento da renda per capita, entre 1981 e 2018, foi o aumento da taxa de participação (PEA/PIA) a uma taxa de 0,6% a.a., refletindo a incorporação de mais pessoas à atividade econômica. No entanto, a queda da jornada média de trabalho (-0,4% a.a.) e a redução da taxa de ocupação (-0,2% a.a.) atuaram no sentido de reduzir a renda per capita ao longo do período.

Embora tenha contribuído positivamente para o aumento da renda per capita até 2010, desde então a taxa de participação tem oscilado, com redução entre 2010 e 2014, e aumento entre

⁸ Na Tabela 3, o primeiro ano de cada período refere-se ao ano base da análise.

⁹ A população em idade ativa (PIA) compreende as pessoas com idade entre 15 e 64 anos, que estão aptas a exercer alguma atividade econômica. A população economicamente ativa (PEA) compreende o grupo de pessoas que estão ocupadas (PO) e desocupadas (que não trabalham, mas estão à procura de emprego). Os termos VA/POP e VA/HORAS são, respectivamente, a renda per capita e a produtividade por hora trabalhada.

2014 e 2018, o que provavelmente está associado a fatores cíclicos. Ao longo de todo o período analisado, a média de horas por trabalhador ocupado apresentou taxas negativas de crescimento, refletindo uma redução da jornada média de trabalho que tende a ocorrer ao longo do processo de desenvolvimento. Por sua vez, embora tenha tido queda de 0,2% a.a. entre 1981 e 2018, a taxa de ocupação tende a variar predominantemente ao longo do ciclo econômico. Isso é ilustrado pelo aumento de 0,5% a.a. entre 2010 e 2014, e pela subsequente queda de 1,5% a.a. entre 2014 e 2018.

Outro fato interessante é que, em períodos de maior crescimento da renda per capita, houve avanço significativo da produtividade por hora trabalhada. Entre os anos de 2000 e 2010, por exemplo, a renda per capita cresceu 2,3% a.a. e a produtividade por hora trabalhada cresceu cerca de 1,6% a.a., após expansão modesta de 0,2% a.a. entre 1990 e 2000.

Já no período recente, entre 2014 e 2018, a renda per capita teve forte queda de 1,7% a.a., resultado da combinação de uma redução da produtividade de 0,4% a.a. com queda de 1,5% a.a. na taxa de ocupação e redução de 0,5% da jornada de trabalho. O desempenho recente da renda per capita foi agravado ainda pelo esgotamento do bônus demográfico, cujo crescimento foi de apenas 0,1% a.a. entre 2014 e 2018.

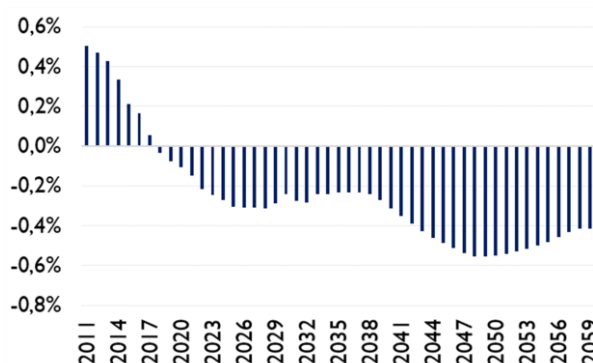
O Gráfico 16, que apresenta o diferencial de crescimento entre a população em idade ativa e a população total, mostra que o bônus demográfico terminou em 2018, quando este diferencial entrou pela primeira vez em terreno negativo. O gráfico mostra ainda que nos próximos anos o bônus demográfico se converterá em ônus, com a população em idade ativa crescendo menos que a população.

Os dados revelam que os fatores que permitiram que a renda per capita crescesse acima da produtividade desde o início da década de 1980 não contribuirão positivamente no futuro. Por outro lado, determinantes que tiveram efeito negativo provavelmente continuarão a exercer esta tendência.

Em particular, a jornada de trabalho provavelmente continuará a cair como nas últimas décadas, seguindo tendência observada em outros países. A taxa de ocupação, devido ao seu caráter cíclico, também não oferecerá

contribuição positiva no longo prazo. Como observamos anteriormente, a taxa de participação não tem aumentado desde 2010. Finalmente, com o fim do bônus demográfico, o crescimento da população em idade ativa será inferior ao da população como um todo.

Gráfico 16: Fim do Bônus Demográfico em 2018.
(Diferencial de crescimento entre a população em idade ativa e a população total, em %)



Fonte: Elaboração do IBRE/FGV com base nas projeções populacionais do IBGE.

Janeiro de 2020

Diante desse cenário, a única forma de aumentar a renda per capita e gerar crescimento sustentável no Brasil nas próximas décadas será por meio da elevação da produtividade do trabalhador. Isto, por sua vez, só será possível caso o Brasil persista no avanço da agenda de reformas.

Fernando Veloso, Silvia Matos e Paulo Peruchetti

Revisão Editorial do Boletim Macro IBRE: Fernando Dantas

Instituto Brasileiro de Economia

Diretor: Luiz Guilherme Schymura de Oliveira

Coordenador de Economia Aplicada: Armando Castelar Pinheiro

Pesquisadores

Bráulio Borges

Daniel Duque

Fernando Augusto Adeodato Veloso

José Júlio Senna

Lia Valls Pereira

Lívio Ribeiro

Luana Miranda

Manoel Carlos de Castro Pires

Marcel Balassiano

Samuel Pessoa

Silvia Matos

Tiago Martins

Vilma Pinto

Boletim Macro IBRE

Coordenação Geral e Técnica: Silvia Matos

Apoio Editorial: Marcel Balassiano

Equipe Permanente

Armando Castelar Pinheiro, Daniel Duque, José Júlio Senna, Luana Miranda, Lia Valls Pereira, Lívio Ribeiro, Samuel Pessoa e Vilma Pinto

Colaboradores Permanentes da Superintendência de Estatísticas Públicas

Aloísio Campelo Jr. e André Braz

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 17 de janeiro de 2020. 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.