



# BOLETIM MACRO

Dezembro de 2019



## Ano novo, velhos e novos desafios

Na análise de conjuntura, a virada de ano é sempre uma oportunidade para rever o que ocorreu no ano que se encerra e alinhar expectativas para aquele que começa. Em 2019, em particular, é também o momento de examinar os primeiros 12 meses do governo Bolsonaro e o que podemos esperar para o seu segundo ano de mandato.

Jair Bolsonaro assumiu em meio a uma expectativa muito positiva sobre o desempenho da economia, já em 2019. Na, média, ao longo do primeiro bimestre, a expectativa mediana de mercado era de uma alta do PIB de 2,5% este ano. No entanto, o primeiro semestre decepcionou, gerando dúvidas acerca da retomada cíclica da economia. Dúvidas que, de fato, se mostraram em parte corretas.

Assim, na média do terceiro trimestre, a projeção mediana de mercado para o PIB de 2019 caiu para alta de apenas 0,8%. Conforme alertamos em nossos Boletins, porém, apesar de alguma decepção com os resultados do PIB no primeiro semestre, já então havia indícios de que a economia ganharia tração no restante do ano, o que de fato ocorreu.

Um dos fatores que contribuíram para esse avanço foi a melhora nas condições financeiras, que caminharam para terreno mais positivo ao longo de 2019. Ainda que a queda da Selic tenha se concentrado entre o final de 2016 e o início de 2018, quando caiu 975 pontos base, apenas em 2019 as condições financeiras começaram de fato a ficar mais favoráveis.<sup>1</sup>

A Selic voltou a cair em 2019, e vai fechar o ano em apenas 4,50%, coroando um longo ciclo de afrouxamento monetário, inédito em nossa história, que só foi possível pela mudança do *mix* de política econômica que se iniciou em 2015. Assim, ainda durante o segundo mandato da presidente Dilma e, depois, ao longo do governo Temer, se aprovaram várias e importantes reformas, destacando-se: a reforma trabalhista; a criação da TLP, que mudou para melhor a forma de atuação do BNDES; e a Emenda Constitucional 95, que estabeleceu um teto para o crescimento do gasto primário do governo federal. Todas estas reformas foram fundamentais para a queda do risco país, a redução da inflação e da taxa real de juros.

Em 2019, os avanços na agenda fiscal foram outra vez significativos, pois a aprovação da reforma da Previdência e das medidas de combate às fraudes previdenciárias representam uma parcela relevante do necessário ajuste no gasto público obrigatório.

E, conseqüentemente, o Brasil pôde se aproximar da atual realidade mundial, de taxa de juros muito baixas, tornando-se um país mais normal do ponto de vista das variáveis macroeconômicas.

De fato, em nível internacional, um dos destaques de 2019 foi a redução significativa das taxas de juros pelos bancos centrais, gerando um movimento global de flexibilização monetária. Esse tem contribuído para evitar uma redução ainda mais significativa do crescimento no mundo,

---

<sup>1</sup> Ver Miranda (2019). "Condições financeiras favoráveis alicerçam o aquecimento recente da demanda doméstica", Blog do IBRE.

em um quadro marcado por elevados riscos geopolíticos, que reduziram o crescimento global nos dois últimos anos.

Felizmente, terminamos o ano com algum alívio com relação aos principais riscos que impactaram a economia mundial em 2019. Em primeiro lugar, mesmo que com algum grau de incerteza, a Fase 1 do acordo comercial entre EUA e China deve ocorrer, evitando uma escalada das tarifas comerciais e podendo até remover parte de algumas delas. Se tudo caminhar nessa direção, os fluxos globais da indústria de transformação e de comércio devem se estabilizar em 2020.

Na Europa, o risco de um Brexit sem acordo diminuiu após os conservadores obterem maioria no Parlamento do Reino Unido. Nesse contexto, o crescimento na zona do euro deve se estabilizar em um patamar baixo, em torno de 1,2%, de acordo com as previsões da Comissão Europeia de novembro de 2019.

E, por fim, os dados recentes da China mostram sinais de crescimento se estabilizando. A confiança do setor industrial chinês teve uma forte alta em novembro, indicando estabilização da atividade neste último trimestre.

Esse quadro externo em princípio mais favorável é um fatores por trás do moderado otimismo que temos a respeito da economia brasileira em 2020, quando esperamos que o PIB cresça 2,2%, contra uma alta de 1,2% este ano. O melhor desempenho dos setores agropecuário e de extração mineral é um dos fatores dessa melhora de desempenho. A principal alavanca da aceleração do crescimento será, porém, a expansão do crédito, alavancada por uma taxa de juros real muito baixa, resultado de uma taxa Selic de 4,5% e uma inflação para o ano de 3,9%.

Esse cenário relativamente otimista não é, entretanto, desprovido de riscos. Alguns deles se originam do cenário externo. Em primeiro lugar, as tensões entre EUA e China podem perdurar, limitando a recuperação da economia mundial, com aumento do risco global. Em segundo lugar, a eleição nos EUA está muito polarizada, e a incerteza sobre a política econômica norte-americana no próximo mandato presidencial pode aumentar, com impacto negativo no investimento do país. E por fim, na América Latina, os riscos domésticos, como os protestos de rua que vimos em vários países, podem continuar presentes, gerando mau humor na região. Além disso, na Argentina, a recessão deve permanecer em 2020.

No cenário doméstico brasileiro, o risco principal é que o senso de urgência se reduza no segundo ano do governo Bolsonaro. Infelizmente, a tendência a procrastinar a adoção de soluções para os problemas estruturais do Brasil existe, e pode aumentar com a recuperação cíclica da economia. O receio de que as reformas possam originar protestos de rua, como os vistos em outros países, e não apenas na América Latina, é outro fator que pode colocar o processo de reformas na geladeira no segundo ano de governo.

A médio prazo, porém, a consolidação do processo de retomada do crescimento depende da continuidade das reformas, em especial daquelas que (i) permitam a consolidação de um novo regime fiscal de menor crescimento do gasto público, previsto pela Emenda Constitucional 95, e (ii) melhorem significativamente o ambiente de negócios no país. No primeiro grupo estão as reformas que permitam reduzir os gastos tributários, controlar as despesas de pessoal e

implementar uma reforma administrativa. Se feitas corretamente, devem fazer a dívida bruta recuar, como proporção do PIB, nos próximos anos, após o aumento contínuo desde 2013. No segundo grupo, o destaque continua sendo a reforma tributária, ainda que haja outras áreas em que reformas também são necessárias. É torcer que em 2020 consigamos avançar em algumas dessas reformas.

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

1. Na seção sobre atividade econômica, avalia-se que os dados divulgados ao longo do segundo semestre revelaram importante aceleração e surpreenderam positivamente a maioria dos analistas, o que sinaliza que a retomada cíclica da economia brasileira ganha corpo. Tendo em vista os dados referentes ao PIB do terceiro trimestre, os resultados já verificados para outubro e nossas expectativas para novembro e dezembro, projetamos crescimento de 0,8% TsT (2,1% AsA) no quarto trimestre. Para o ano de 2019, nosso cenário base é de alta de 1,2% do PIB. Para 2020, esperamos que o crescimento acelere para 2,2%. [\(Seção 1\)](#)
2. Na seção sobre confiança, os índices seguiram em direções opostas em novembro. As expectativas dos consumidores com relação aos próximos meses continuaram a piorar, enquanto as dos empresários atingiram nível muito próximo à neutralidade: nem pessimismo, nem euforia. As boas notícias são que a indústria parece ter acordado e que há sinais positivos para os investimentos. Para os consumidores, a melhora mais robusta do emprego e a redução da incerteza podem ajudar na recuperação da confiança, mas ainda há um longo caminho a percorrer. [\(Seção 2\)](#)
3. Na seção de mercado de trabalho, ressalta-se que a expansão da oferta de trabalho limita a velocidade da redução da taxa de desemprego, mesmo com economia crescendo mais. A taxa de desemprego da PNADC do trimestre terminado em outubro foi de 11,6%. O Caged, por sua vez, teve um saldo em outubro de 70,8 mil vagas e em novembro de 99,2 mil vagas, sem ajuste sazonal. Com ajuste, os saldos são de 65 e 88 mil vagas, respectivamente. Um fenômeno característico desse período é a estagnação da taxa de desemprego, simultaneamente ao crescimento da população ocupada (PO). Para 2020, espera-se expansão mais lenta da PO, redução da taxa de desemprego e aumento do número de ocupados na formalidade acima daquele dos informais e aceleração da renda média. [\(Seção 3\)](#)
4. Na seção fiscal, avalia-se que a grave crise que acomete as contas fiscais de diversos estados e municípios ainda não tem data para acabar. Muito se discute sobre quais os caminhos necessários para tornar essas contas sustentáveis novamente, e o que se vê como um consenso é que reformas estruturais são cruciais para a recuperação da saúde fiscal dos governos subnacionais. A PEC do Pacto Federativo trata de diversas questões relativas à transparência e ao controle das regras fiscais, e deve contribuir, nestes aspectos, para uma melhor gestão das contas fiscais dos entes subnacionais no médio e longo prazos. Já no curto prazo, a partilha dos recursos do leilão do excedente da cessão onerosa deve ajudar sobremaneira os entes subnacionais, que devem receber R\$ 11,9 bilhões desses recursos. [\(Seção 4\)](#)
5. Com relação à inflação, inúmeras fontes de pressão fazem com que ela esteja a surpreender no final de 2019. Choques de oferta, efeitos sazonais e desvalorização cambial figuram como fontes de pressão inflacionária. As proteínas registraram aumento expressivo em

dezembro e respondem por parcela importante da inflação ao produtor e ao consumidor. Já os alimentos *in natura* respondem à sazonalidade, apresentando aumentos fortes antecipados pela divulgação do IPA-10 de dezembro. Por fim, a desvalorização cambial acelera os preços de grandes *commodities* agrícolas, cujos produtos derivados devem pressionar a inflação no início de 2020. [\(Seção 5\)](#)

6. Na seção sobre política monetária, nosso analista examina os resultados da mais recente reunião do Copom. Ele argumenta que o excesso de volatilidade do câmbio recomenda que se privilegie o chamado cenário híbrido, com câmbio constante, para fins de entendimento da trajetória futura da taxa Selic. E quando se faz essa opção, percebe-se que a projeção para 2020 tem alguma folga com relação à meta para aquele ano, mas que tal folga praticamente desaparece quando se pensa na meta para 2021. Sendo assim, não valeria a pena forçar a taxa Selic um pouco mais para baixo, sendo preferível privilegiar a maximização das chances de chegarmos a números de inflação cada vez mais baixos no futuro. Quanto ao balanço de riscos, o BC não menciona mais a possibilidade de a inflação surpreender para baixo por meio de mecanismos inerciais. Ao tratar da política monetária em si, abre mão de sinalizar qualquer movimento baixista adicional. E não fala mais em “em eventuais novos ajustes no grau de estímulo”. Tudo considerado, as portas para novos ajustes para baixo não foram fechadas, mas reduções adicionais da Selic parecem um pouco menos prováveis. [\(Seção 6\)](#)

7. Com relação ao setor externo, em um par de meses, o déficit em conta corrente de 2018 foi revisto de 0,8% do PIB para 2,2% do PIB. Já o déficit acumulado em 12 meses até outubro de 2019 atingiu 3,0% do PIB. Com tamanhas revisões, não é surpresa que exista, atualmente, grande ruído em torno das contas externas brasileiras. Ressalta-se, no entanto, que as duas mudanças ocorridas no 2º semestre de 2019 foram fundamentalmente distintas: a narrativa usual para as contas externas brasileiras precisa ser revisitada, ainda que não totalmente abandonada. Incorporando essas novas informações aos nossos modelos, revisamos o déficit de conta corrente de 2019 para US\$ 52,0bi, aproximadamente 3,0% do PIB. Esperamos resultado de igual magnitude também para 2020. Em ambos os casos, não há carência de financiamento mesmo frente a déficits mais elevados. [\(Seção 7\)](#)

8. Na seção internacional, o autor começa sua análise lembrando o falecimento de Paul Volcker no começo deste mês. Em seguida, ressalta as grandes lições deixadas pelo ex-comandante do Fed, relacionadas à sua exitosa luta contra a inflação nos Estados Unidos, durante a década de 1980. Reversão das expectativas inflacionárias foi a chave do sucesso. Pensando nos problemas atuais do mundo desenvolvido, nosso analista indaga se seria possível transpor para o quadro de hoje os resultados da experiência de Volcker. A despeito de as preocupações de acadêmicos e banqueiros centrais estarem voltadas para a questão correta, ou seja, para a necessidade de fazer as expectativas inflacionárias se elevarem em direção às metas, a conclusão não parece otimista, em razão de os problemas de hoje serem de cunho estrutural, ao passo que os enfrentados por Volcker eram de natureza conjuntural. [\(Seção 8\)](#)

9. E por fim, a Seção Em Foco, de autoria da pesquisadora Vilma da Conceição Pinto, realiza-se um balanço da evolução das contas fiscais da União em 2019. [\(Seção 9\)](#)

**Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos**

## 1. Atividade Econômica

### PIB do terceiro trimestre sinaliza retomada cíclica, mas desafios permanecem

O avanço de 0,6% TsT do PIB no terceiro trimestre surpreendeu positivamente a maioria dos analistas. Ainda mais relevante do que o avanço do PIB agregado foi sua composição. O crescimento foi basicamente explicado pelo avanço da demanda interna privada. O consumo das famílias cresceu 0,8% em relação ao trimestre anterior, impulsionado pelo início da liberação dos recursos do FGTS em setembro e pelo crescimento das operações de crédito livre destinadas a pessoas físicas. O investimento, por sua vez, foi positivamente influenciado pela melhora da construção civil e pela importação de plataformas de petróleo em setembro, avançando 2,0% na margem.

A divulgação do PIB foi seguida de resultados positivos para a atividade econômica como um todo em outubro. A indústria de transformação, que segue

enfrentando dificuldades diante da redução da demanda externa, registrou taxas positivas em ambas as bases de comparação pelo segundo mês seguido. O comércio varejista ampliado cresceu 5,6% em relação a outubro do ano passado. Foi uma expansão bastante expressiva que também se refletiu na Pesquisa Mensal dos Serviços (PMS), que exibiu avanço interanual de 2,7%. Segundo o indicador de atividade do Banco Central (IBC-Br), outubro terminou com a economia 2,1% acima do nível registrado no mesmo mês de 2018.

Tendo em vista os dados referentes ao PIB do terceiro trimestre, os resultados já verificados para outubro e nossas expectativas para novembro e dezembro, projetamos crescimento de 0,8% TsT (2,1% 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%.

Pelo lado da oferta, no quarto trimestre, a expectativa é de crescimento positivo nos três principais setores da economia. No setor industrial, esperamos continuidade na retomada gradual da construção civil, acompanhada de recuperação modesta da indústria de

**Tabela 1: PIB: Projeções**

| Atividades            | 2019.IV<br>(TsT) | 2019.IV<br>(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          | -0,5%            | 3,9%             | 3,3%        | 4,1%        |
| Exportação            | 3,8%             | -4,2%            | -2,6%       | 3,9%        |
| Importação            | -0,9%            | 3,2%             | 2,0%        | 3,0%        |
| <b>PIB</b>            | <b>0,8%</b>      | <b>2,1%</b>      | <b>1,2%</b> | <b>2,2%</b> |
| <b>Agropecuária</b>   | <b>1,6%</b>      | <b>4,0%</b>      | <b>1,9%</b> | <b>4,0%</b> |
| <b>Indústria</b>      | <b>1,0%</b>      | <b>2,6%</b>      | <b>0,7%</b> | <b>3,1%</b> |
| Extrativa             | -1,6%            | 0,0%             | -2,0%       | 8,5%        |
| Transformação         | 0,8%             | 1,8%             | 0,3%        | 1,3%        |
| Construção Civil      | 0,6%             | 5,0%             | 2,6%        | 4,0%        |
| Eletricidade e Outros | 2,9%             | 2,5%             | 2,8%        | 3,5%        |
| <b>Serviços</b>       | <b>0,7%</b>      | <b>1,7%</b>      | <b>1,3%</b> | <b>1,8%</b> |

Fonte e Elaboração: IBRE/FGV

transformação e início da acomodação do choque de oferta que atingiu a indústria extrativa mineral.

Pelo lado da demanda, no mesmo período, o consumo das famílias é o principal protagonista. Esperamos crescimento de 2,8% AsA (1,1% TsT), que se justifica pelo aumento esperado da renda disponível diante do incremento advindo dos saques do FGTS, aumento das operações de crédito, juros referenciais mais baixos sendo repassados em algumas linhas de crédito – como crédito consignado e automotivo –, além do avanço esperado da massa de rendimentos.

O investimento deve crescer, no quarto trimestre, 3,9% em relação ao mesmo período do ano passado, o que não é suficiente para garantir uma taxa positiva de crescimento ante o trimestre anterior. A importação de plataformas de petróleo em novembro de 2018 tornou a base de comparação relativamente desfavorável para este ano, de modo que, na ausência de importação de plataformas em dezembro, o resultado do investimento pode ser ainda menor. Diante disso, nossa expectativa é de crescimento do investimento de 3,3% este ano e de 4,1% em 2020; ao desconsiderar a importação de plataformas de petróleo, esse número seria 3,6% este ano e 4,6% em 2020.

Os dados divulgados ao longo do segundo semestre exibiram importante aceleração e surpreenderam positivamente a maioria dos analistas, o que sinaliza que a retomada cíclica da economia brasileira ganha corpo. Condições financeiras estimulantes ao longo de 2019 têm sido capazes de potencializar os efeitos da política monetária sobre a demanda doméstica nos últimos trimestres e deixam o caminho livre para que este estímulo se perpetue ao longo do ano que vem – desde que não haja piora do cenário externo ou potenciais crises políticas. Contudo, os desafios para aceleração do crescimento permanecem e demandam continuidade da agenda de reformas estruturais e de consolidação do ajuste fiscal.

*Silvia Matos e Luana Miranda*

## 2. Expectativas de Empresários e Consumidores

### Confiança em direções opostas

Os Índices de Confiança seguem em direções opostas em novembro. Após caminhar de lado desde agosto, o Índice de Confiança Empresarial (ICE) avançou 1,0 ponto para 95,4 pontos, enquanto o Índice de Confiança dos Consumidores (ICC) recuou pelo segundo mês consecutivo, em 0,5 ponto, para 88,9 pontos. Consumidores continuam a diminuir suas expectativas com relação aos próximos meses enquanto empresários alcançam nível muito próximo à neutralidade: nem pessimismo, nem euforia.

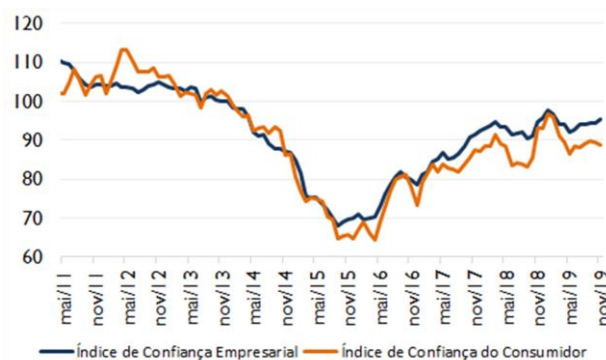
Em 12 meses até novembro, empresários acumulam alta de 0,7 ponto enquanto consumidores apresentam perda de 4,0 pontos. Ainda que o resultado de dezembro seja favorável para ambos, seria insuficiente para fechar o ano com um resultado positivo para as famílias, que ainda permanecem na dependência de uma recuperação mais robusta do mercado de trabalho.

No âmbito empresarial, novembro foi o quarto mês em que os índices de situação atual e de expectativas empresariais seguiram tendências contrárias. A situação corrente permanece insatisfatória (abaixo dos 100 pontos) em todos os setores, enquanto as expectativas avançam – exceto no Comércio, o que parece refletir uma calibragem após o surto de otimismo com a divulgação da liberação de recursos do FGTS que levou ao descolamento deste segmento em relação aos demais. No setor da Construção, a confiança continua a avançar, a despeito da interrupção na sequência de recuperação do segmento de edificação comercial e residencial.

Em relação à Indústria de Transformação, o resultado mostra uma reação do setor: com aumento da confiança em 15 dos 19 segmentos, algo que não acontecia desde novembro do ano passado. O resultado foi influenciado pelo avanço das expectativas gerado pela diminuição das respostas desfavoráveis para os próximos três e seis meses, compatível com uma retomada gradual do setor. Na comparação interanual, a maioria dos indicadores apresentam crescimento, sugerindo que o 4º trimestre de 2019 será melhor do que o de 2018.

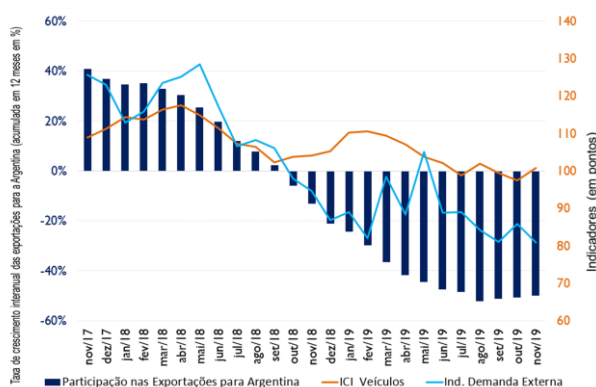
Entre os setores exportadores, o segmento de veículos automotores vem sendo o mais afetado, perdendo espaço como principal exportador. Sua participação na exportação, acumulada em 12 meses, caiu de 49,4%, em maio de 2018, para 28,9%, em novembro de 2019, corroborando a queda de 128,4 para 80,9 pontos do indicador de demanda externa no mesmo período. A queda acumulada nas exportações para a Argentina atingiu 50,0% em novembro, contribuindo para a retração do total das exportações de 24,4%. Contudo, a demanda interna positiva, segundo dados da

**Gráfico 1: Confiança de Consumidores e Empresários**  
(Com ajuste sazonal, em pontos)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 2: Exportações para Argentina, Demanda Externa e Confiança do Segmento de Veículos**  
(taxa de crescimento interanual das exportações e indicadores com ajuste sazonal, em pontos)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.



Anfavea,<sup>2</sup> vem evitando um desempenho pior do setor, que mantém sua confiança acima dos 100 pontos.

Com relação aos investimentos, os indicadores voltaram a registrar melhora no 4º trimestre, com redução das parcelas negativas, isto é, dos que dizem que vão investir menos. Contudo, ainda há um longo caminho a percorrer até que os investimentos apresentem um resultado positivo. Já no consumo, apesar da liberação do FGTS, a incerteza ainda alta mantém os consumidores cautelosos em relação ao futuro, principalmente os de menor poder aquisitivo.

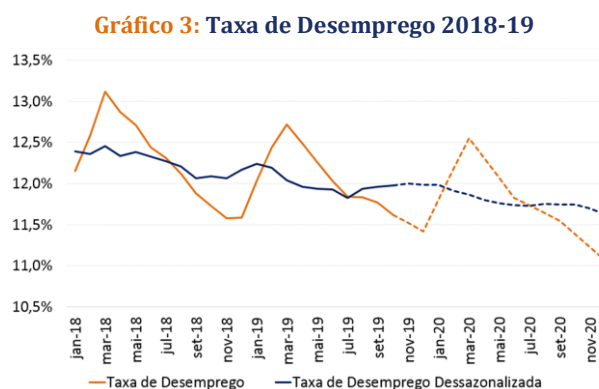
Em síntese, os resultados de novembro mostram que empresas e consumidores estão indo em direções opostas. Pelo lado empresarial, a boa notícia é que a indústria parece ter acordado e há sinais positivos para os investimentos. Para os consumidores, a melhora mais efetiva do emprego e a redução da incerteza podem ajudar na recuperação da confiança, mas ainda assim há um longo caminho a percorrer.

*Viviane Seda*

### 3. Mercado de Trabalho

#### Expansão da Oferta de Trabalho limita velocidade da redução da Taxa de Desemprego, mesmo com economia mais forte

A taxa de desemprego da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNADC) do trimestre terminado em outubro de 2019 registrou o nível de 11,6%, uma queda de apenas 0,1 ponto percentual (p.p.) em relação ao mesmo trimestre móvel do ano anterior. O resultado foi o igual ao projetado pelo Ibre/FGV e também alinhado ao esperado pela mediana dos analistas.



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

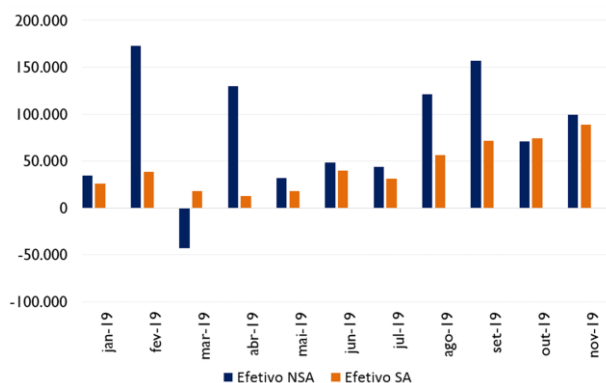
O Caged, por sua vez, apontou em outubro estabilidade do saldo de vagas em relação a setembro, de cerca de 65 mil na série dessazonalizada, e uma elevada alta em novembro, de 88 mil novas vagas. Sem ajuste sazonal, o resultado dos últimos meses foram de 70,8 mil e 99,2 mil vagas, respectivamente, a primeira em linha com o projetado pelo Ibre/FGV (69 mil) e a segunda acima da projeção (60 mil), e ambas significativamente acima da mediana das previsões do mercado.

<sup>2</sup> De acordo com a Anfavea, o total acumulado de licenciamentos de autoveículos nacionais entre janeiro e novembro de 2019 é 10,1% superior ao mesmo período do ano anterior. Por sua vez, as exportações são 33,2% menores.

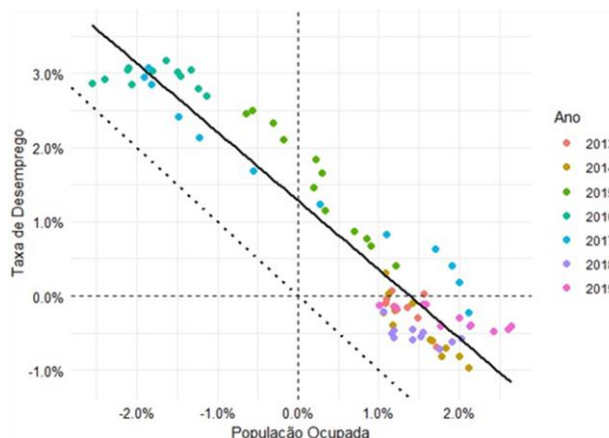
Um dos fenômenos aparentemente paradoxais do mercado de trabalho este ano tem sido o alto crescimento da população ocupada, enquanto a taxa de desemprego cai a um ritmo lento, recentemente próximo de zero e aumentando na margem, como mostra o Gráfico 5. Esse gráfico compara as variações interanuais da população ocupada (PO) e as mesmas medidas para a taxa de desemprego, identificando o ano de cada ponto. Como se vê, em 2019 foram registrados os maiores aumentos da população ocupada junto a uma quase estagnação da taxa de desemprego. Mesmo avaliando o período todo (2012 a 2019), temos uma tendência de aumento da PO acima da queda da taxa de desemprego, como se vê pela linha de correspondência estimada por uma regressão linear entre os pontos. Tal linha se mostra acima, e com ângulo menor, do que a linha perfeitamente proporcional entre os pontos, que representaria aumentos da PO correspondendo a quedas da taxa de desemprego em proporção igual a 1.

Esse fenômeno se explica por um aumento da força de trabalho acima do crescimento da população ocupada, que se tornou particularmente forte em 2019. O Gráfico 6 decompõe as variações da força de trabalho potencial (FTP), que inclui os desalentados, os quais não entram na força de trabalho (FT) tradicional. Percebe-se pelo gráfico que, de fato, houve aumentos expressivos da FTP ao longo de 2018 e 2019, enquanto a FT só acelerou seu crescimento no último ano, ultrapassando o aumento da População em Idade Adulta (PIA) e convergindo para a FTP. A recente aceleração da força de trabalho tradicional também se

deu junto a uma desaceleração do crescimento dos desalentados – que passaram a cair nos últimos dois meses, mesmo período em que o número de desocupados (PD) parou de recuar.

**Gráfico 4: CAGED 2019**


Fonte: CAGED. Elaboração: IBRE/FGV

**Gráfico 5: Variação Interanual da População Ocupada e Taxa de Desemprego**


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

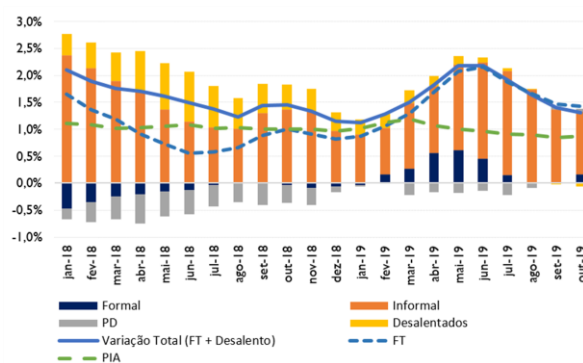
Tal estabilidade da PD se observou recentemente apenas em janeiro e fevereiro deste ano – antes disso, só havia ocorrido em 2017.

Esses movimentos agregados sugerem que, efetivamente, nos últimos meses o mercado de trabalho está reabsorvendo, além dos desocupados, parte daqueles que estavam no desalento, principalmente via informalidade. Esse fenômeno explica a redução mais lenta da taxa de desemprego, apesar de a população

ocupada crescer cerca de 1,5% (acima do crescimento da População em Idade Adulta). E, da mesma forma, também explica a quase estagnação do rendimento do trabalho médio, que de maio a setembro teve um efeito composição (formal/informal) negativo que mais do que compensou qualquer efeito nível positivo. Apenas no último mês (out/2019), o efeito nível positivo teve intensidade maior do que o do efeito composição negativo, de modo a fazer com que a renda média registrasse aumento.

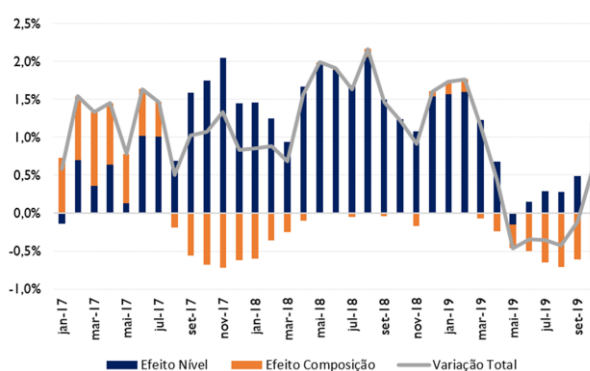
Para 2020, espera-se uma expansão da população ocupada um pouco mais lenta, mas com redução da taxa de desemprego no mesmo ritmo (-0,3 p.p. no ano) de 2019. Os ocupados na formalidade devem crescer acima dos informais a partir do segundo trimestre, junto a uma aceleração da renda média do trabalho. Tal fenômeno se explicaria por uma desaceleração da entrada dos outrora desalentados na força de trabalho. A atividade econômica mais forte também tende a acelerar o avanço dos ocupados formais a partir dos últimos trimestres.

**Gráfico 6: Variação da Força de Trabalho Potencial por Componente**



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

**Gráfico 7: Variação Real Renda do Trabalho Principal por Efeito Nível e Composição (Formal-Informal)**



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

*Daniel Duque*

## 4. Inflação

### Efeito surpresa no final do ano

Diferentemente do ocorrido em 2018, a inflação apresentou expressiva aceleração nos meses de novembro e dezembro. Pelo IPA-10/FGV, primeiro índice a fechar o ano de 2019, a inflação ao produtor subiu 7,7% este ano. Já pelo segundo, o IPC-10, a inflação ao consumidor encerrou o ano em 3,7%.

Essa alta repentina registrada nos resultados de novembro e dezembro foi influenciada principalmente por aumentos além do previsto para carnes bovinas. A demanda chinesa por carnes (dada a gripe suína africana) e o aumento da procura doméstica (diante das festas de final de ano) contribuíram para a escalada recorde dos preços.

No ano, o IPA registrou alta expressiva nos preços do animal vivo (bovinos), de 34,5%, e do animal abatido (carnes bovinas), de 28,1%. As variações foram recorde dentro da série histórica do indicador. Esse efeito, em menor magnitude, também foi observado para carnes suínas (22,4%) e de aves (15,8%). Em conjunto, as carnes de todos os tipos responderam por 58% do resultado do IPA-10 em dezembro.

O IPA também registrou aceleração nos preços de grandes *commodities* agrícolas em dezembro. A soja avançou 3,3% e o milho, 8,2%, e as duas *commodities* tiveram seus preços elevados em, respectivamente, 11,5% e 25,1% no ano de 2019. Tais aumentos podem contribuir para novas pressões inflacionárias sobre os preços das carnes, sobretudo dos animais criados em confinamento, como suínos e aves.

Os preços do feijão carioca – principal tipo consumido no país – também está registrando expressivo aumento. Em dezembro, a alta registrada do produto pelo IPA-10 foi de 36,2%. Com essa elevação, o preço fechou 2019 com variação de 85,1%. Estiagem no interior de São Paulo e redução da área plantada na terceira safra impulsionaram os preços do grão, cujos aumentos já estão chegando às gondolas dos supermercados. Segundo o IPC-10 da FGV, em dezembro os preços avançaram 15,8%. Nos últimos 12 meses, o feijão carioca já subiu 48,5% ao consumidor.

Os efeitos climáticos do verão também estão chegando aos preços dos alimentos *in natura*. A redução da oferta de hortifrutis já provoca aumento nos preços desse segmento. Segundo o IPA-10, tomate (19%) e mamão (19,6%) já figuram como destaques do movimento de alta.

Os recentes aumentos nos preços da gasolina – provocados pela desvalorização do real frente ao dólar – também contribuíram para a aceleração da inflação ao produtor e ao consumidor. O IPA-10 registrou alta de 3,9% para a gasolina. Já no IPC, esse combustível avançou 1,7%, depois de um reajuste de 4% nos preços na refinaria.

Como visto, a aceleração da inflação conta com inúmeras fontes de pressão. Aumento de preços administrados, choque de oferta nos preços das carnes e do feijão, efeito climático sobre os preços dos alimentos *in natura* e desvalorização cambial. Todas essas fontes influenciarão a inflação de dezembro, que poderá ser a maior de 2019.

Segundo o Monitor da Inflação da FGV, o IPCA poderá registrar alta de 1,10% em dezembro. Se o resultado se confirmar, a inflação fechará 2019 em 4,25%, exatamente na meta de inflação.

Algo que era pouco provável de se prever ainda no final do terceiro trimestre de 2019, quando os índices oficiais ainda registravam inflação historicamente baixa.

O IPC-10 da FGV encerrou 2019 com alta de 3,68%. O índice variou 0,75% no mês, lembrando que o período de coleta do índice foi de 11/11 a 10/12. As estimativas para o IPC-M e IPC-DI são de variações próximas ou superiores a 1%, o que reforça a chance de a inflação oficial convergir na mesma direção.

**André Braz**

## 5. Política Monetária

### Redução adicional da Selic: ainda possível, mas menos provável

Como se sabe, os principais fatores orientadores da condução da política monetária são as projeções oficiais de inflação e o balanço de riscos relacionado com o cenário básico para a inflação, conforme percebido pelas autoridades monetárias. Como acontece rotineiramente, na última reunião do Copom de 2019, os dirigentes do Banco Central trataram desses dois fatores.

No tocante às projeções geradas pelos modelos oficiais, talvez o mais relevante seja notar que, ao contrário do que muitos imaginavam, não houve piora dos números. A possibilidade de números mais feios tinha a ver com os choques de preços observados e previstos de alguns bens (carne, principalmente), e com o próprio comportamento menos favorável da taxa de câmbio que, entre a reunião do Copom de outubro e a de dezembro, alterara-se de cerca de R\$ 4,00 por dólar para a faixa de R\$ 4,12/R\$ 4,15. A alta da projeção oficial de inflação para 2019, de 3,4% para 4,0%, resume bem os efeitos desses movimentos.

Considerando-se os dois cenários de projeção atualmente privilegiados pelo Banco Central, percebe-se que, no cenário calcado nas estimativas Focus para câmbio e juros (antigo cenário de mercado), as projeções para 2020 e 2021 cederam de um Copom para o outro. Para 2020 a queda foi de 3,6% para 3,5% e para 2021 foi de 3,5% para 3,4%. No cenário híbrido, no qual mantém-se constante a taxa de câmbio e a trajetória dos juros é a da pesquisa Focus, a projeção para 2020 ficou estável em 3,7% ao passo que a referente ao ano seguinte alterou-se de 3,6% para 3,7%.

O que é possível extrair desses números? Primeiramente, deve-se notar que talvez faça sentido deixar de lado estimativas acerca da taxa de câmbio. As oscilações recentes de cotação têm sido expressivas e, de algum modo, sempre exercem influência sobre os números finais. De acordo com a teoria de câmbio, a taxa corrente é a melhor estimativa futura do preço da divisa, raciocínio que expressa a ideia de *random walk* e que sugere ser arriscado confiar em projeções de inflação calcadas (pelo menos parcialmente) em estimativas de mercado sobre o comportamento do câmbio.

Voltando, então, nossa atenção para o cenário híbrido, de câmbio constante, vemos que a projeção para 2020 tem alguma folga com relação à meta para aquele ano, mas que tal folga praticamente desaparece quando se pensa na meta para 2021. Como o Brasil é um país ainda

em busca de uma meta estável de inflação, parece razoável pensar em estender o horizonte de análise para um pouco além do ano calendário seguinte. Nesse caso, não valeria a pena forçar a taxa Selic um pouco mais para baixo, sendo preferível privilegiar a maximização das chances de chegarmos a números de inflação cada vez mais baixos no futuro.

Por fim, no tocante ao balanço de riscos, no comunicado do último Copom, o Banco Central não fala mais do risco de a inflação surpreender para baixo em razão do funcionamento de mecanismos inerciais (os recentes choques de preços levaram o BC a deixar essa hipótese de lado). Mais adiante, ao tratar da política monetária em si, abre mão de sinalizar qualquer movimento baixista adicional. E não fala mais em “em eventuais novos ajustes no grau de estímulo”. Quando se consideram todos os fatores aqui discutidos, as portas para novos ajustes para baixo não foram fechadas, mas reduções adicionais da Selic parecem um pouco menos prováveis.

*José Júlio Senna*

## 6. Política Fiscal

### Socorro aos governos subnacionais

A grave crise que acomete as contas fiscais de diversos Estados e municípios ainda não tem data para acabar. Muito se discute sobre quais os caminhos necessários para tornar as contas sustentáveis novamente, e o que se vê como um consenso é que reformas estruturais são cruciais para recuperação da saúde fiscal dos governos subnacionais.

Como forma de estimular o ajuste fiscal dos entes subnacionais, o governo propôs um plano de promoção do equilíbrio fiscal, apelidado de Plano Mansueto. O objetivo era ofertar empréstimos aos entes subnacionais em troca de um ajuste fiscal capaz de devolver a saúde fiscal do ente, além de promover melhorias no texto da Lei de Responsabilidade Fiscal (LRF) no que diz respeito às regras fiscais. O ajuste fiscal seria verificado por meio da nota de capacidade de pagamento (CAPAG), que avalia três eixos distintos – endividamento, liquidez e poupança.

O Plano Mansueto parecia ir na direção correta de forçar um ajuste fiscal nos governos subnacionais mal avaliados na avaliação geral da CAPAG. Contudo, sua tramitação está estacionada na Câmara dos Deputados desde a apresentação no início de junho deste ano.

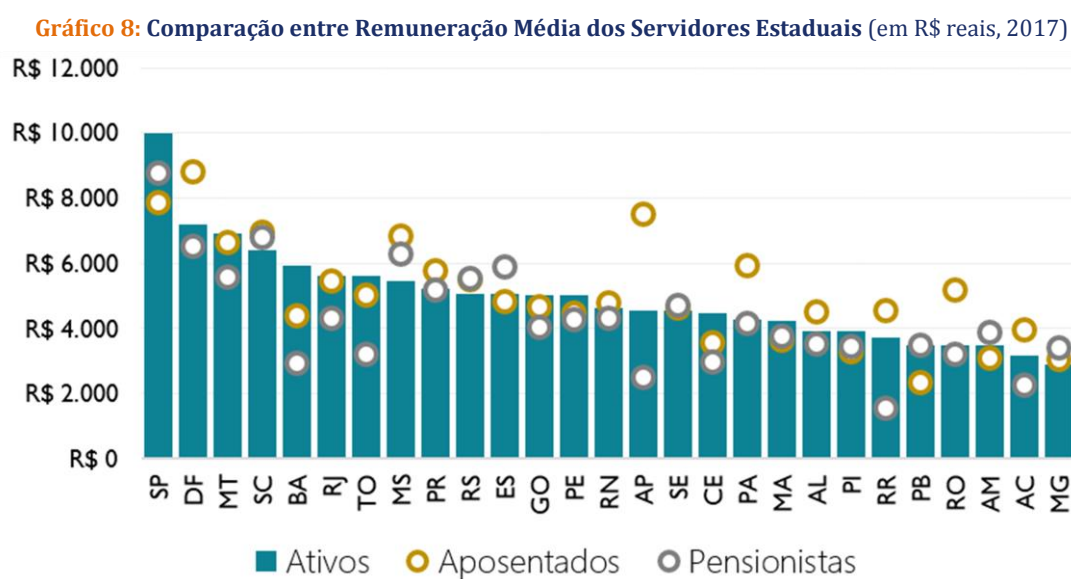
Mas a corrida por um ajuste fiscal continua e alguns Estados e municípios buscam fazer estes ajustes por conta própria – como, por exemplo, as reformas dos regimes próprios de Previdência.

Ainda na tentativa de auxiliar os governos subnacionais na promoção do equilíbrio fiscal, recentemente o governo apresentou mais uma proposta legislativa, mas agora alterando a Constituição Federal. A proposta de emenda à constituição número 188/2019, conhecida como PEC do Pacto Federativo, trata de diversos temas. Um deles, que acredito ser crucial para uma

melhor condução da política fiscal dos entes subnacionais, diz respeito à harmonização da interpretação da LRF, por parte dos Tribunais de Contas, em relação às regras e aos limites.

É sabido que a LRF tem tido suas regras muitas vezes relaxadas e, em poucos casos, intensificadas<sup>3</sup> pelos Tribunais de Contas dos entes subnacionais. Também é sabido que a falta de padronização dos relatórios pode levar a interpretações equivocadas da real situação fiscal do ente. Assim, padronizar o entendimento das regras fiscais é de suma importância para que os dispositivos da LRF cumpram seu papel de prevenção do descontrole fiscal.

No entanto, além dessa questão da interpretação dos Tribunais de Contas, a PEC 188/2019 também trata de temas cruciais no que tange à gestão de pessoal. Atualmente, na maioria dos governos estaduais, a remuneração média dos servidores inativos e pensionistas é maior que a remuneração dos servidores que estão na ativa – Gráfico 8.



Fonte: AEPS, 2017. Elaboração: IBRE/FGV

Alguns dos fenômenos que causam essa discrepância são a possibilidade de haver reajustes salariais automáticos; o fato de, em alguns entes federativos, os adicionais serem incorporados ao salário de aposentadoria; e o fato de que, quando há a necessidade de contingenciamento de despesa, este se dá apenas no Poder Executivo, tirando o peso de ajustes fiscais e da necessidade de controle de despesas, sobretudo de pessoal, do colo dos demais Poderes.

A PEC 188/2019 também trata essas questões e deve contribuir, nestes aspectos, para uma melhor gestão das contas fiscais dos entes subnacionais no médio e longo prazos. No curto

<sup>3</sup> Ver Nunes, S. P. P., Marcelino, G. F., Silva, C. A. T. (2019); “Os Tribunais de Contas na interpretação da Lei de Responsabilidade Fiscal”, Revista De Contabilidade E Organizações, Volume 13, <https://doi.org/10.11606/issn.1982-6486.rco.2019.145151>.

prazo, a partilha dos recursos (R\$ 11,9 bilhões irão para entes subnacionais) do leilão do excedente da cessão onerosa deve ajudar sobremaneira os entes subnacionais.

*Vilma Pinto*

## 7. Setor Externo

### Mudanças e ruídos no Balanço de Pagamentos Brasileiro

Quando da divulgação dos resultados do setor externo de agosto de 2019, o Banco Central incorporou mudanças profundas que reescreveram a história recente do balanço de pagamentos brasileiro. Aprimorando a compreensão do que foram as transações entre residentes e não-residentes, descobriu-se que operávamos em um nível de déficit em conta corrente mais elevado do que o anteriormente suposto.

Mais ainda, tais mudanças modificaram a narrativa usual da conta corrente e de seu financiamento: nossos pagamentos líquidos no exterior (de juros e serviços) eram mais elevados, as entradas líquidas de investimento direto eram menores (especialmente nos empréstimos intercompanhia) e as saídas líquidas de curto prazo se mostraram bem menores do que o anteriormente suposto, com destaque para os pagamentos de operações comerciais (créditos comerciais, ativos e passivos).

Em números, as revisões implementadas em agosto modificaram tanto o déficit de 2017, que passou de US\$ 7,2bi (0,3% do PIB) para US\$ 15,0bi (0,7% do PIB), como o déficit de 2018, saindo de US\$ 15,0bi (0,8% do PIB) para US\$ 21,9bi (1,2% do PIB). Para anos anteriores, o impacto agregado foi quase imperceptível.

Não houve absolutamente nenhuma mudança no resultado agregado do balanço de pagamentos. Déficits mais elevados encontraram financiamento extra na mesma proporção, mantendo o resultado final – em última instância, a acumulação de reservas. A composição do financiamento do déficit, no entanto, se mostrou distinta do anteriormente mapeado. Discutimos essas revisões exaustivamente no Boletim Macro de outubro/2019.

Já em novembro, foram divulgados os dados do setor externo referentes a outubro – e, com eles, nova revisão dos indicadores da conta corrente e de seu financiamento. Os novos números geraram desconforto: em um par de meses, o déficit de 2018 foi elevado para US\$ 41,5bi, atingindo 2,2% do PIB – pouco mais de US\$ 25,0bi de revisões sobre os números originais. Carregando ainda mais nas tintas, o déficit acumulado (em 12 meses) até outubro de 2019 avançou para US\$ 54,8bi, atingindo a marca de 3,0% do PIB.

Não é surpresa que se tenha criado relevante ruído. A magnitude das revisões foi considerável e “perguntas do passado” voltaram a ser feitas: Se estivéssemos crescendo a taxas mais elevadas, onde estaria o déficit em conta corrente? Ainda mais importante, haveria risco de financiamento?

É importante compreender que a natureza das duas revisões foi completamente distinta, fato destacado em recente Nota Técnica publicada no site do FGV-IBRE sobre a qual este Boletim se



baseia:<sup>4</sup> se os dados divulgados em agosto responderam a uma evolução metodológica, com amplos impactos (inclusive temporais) no balanço de pagamentos, os dados divulgados em novembro refletiram uma revisão estatística, com mudanças circunscritas no tempo (somente o período recente) e às rubricas de pagamentos de Lucros (nos usos de recursos) e de investimentos diretos líquidos (nas fontes de recursos).

**Gráfico 9: Conta Corrente (% PIB) Pós Revisões\***



\*Acumulado em 12 meses até outubro.

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

A revisão de novembro substituiu as informações preliminares de 2018 por estatísticas definitivas, incorporando os resultados da Pesquisa de Capitais Brasileiros no Exterior (CBE) e do Censo de Capitais Estrangeiros no País (Censo) e, ao mesmo tempo, atualizou as estatísticas preliminares do ano corrente. Sua implementação respeitou cronograma público, disponibilizado pelo Banco Central em seu site e recorrentemente destacado nas comunicações oficiais relativas ao tema há, pelo menos, um ano.

Do lado dos usos de recursos, as saídas de lucros e dividendos de 2018 foram revistas de US\$ 16,9bi para US\$ 36,5bi. A mudança relevante se deu nas despesas líquidas de lucros relativos a investimentos diretos, cujas saídas passaram de US\$ 12,1bi para US\$ 31,5bi.<sup>5</sup> Já os dados preliminares de 2019 passaram a ser de saídas líquidas acumuladas (até setembro) de US\$23,1bi, com revisões concentradas nas saídas de lucros relativos a investimentos diretos.<sup>6</sup> Em ambos os casos, o déficit em conta corrente foi elevado por igual magnitude.

Respeitando o resultado geral do balanço de pagamentos (que, novamente, não foi modificado), as maiores saídas líquidas de lucros e dividendos tiveram contrapartida equivalente nas fontes de recursos. Com destaque, foram feitos ajustes no investimento direto líquido. Nos dados de 2018, as entradas líquidas nesta rubrica cresceram de US\$ 62,1bi para

<sup>4</sup> Disponível em:

[https://portalibre.fgv.br/data/files/DI/C5/2F/82/0EBEE61061ECCCE68904CBA8/Mudan\\_as%20e%20ru\\_dos%20no%20BoP%20Brasileiro.pdf](https://portalibre.fgv.br/data/files/DI/C5/2F/82/0EBEE61061ECCCE68904CBA8/Mudan_as%20e%20ru_dos%20no%20BoP%20Brasileiro.pdf)

<sup>5</sup> Essa revisão combina dois movimentos: (i) as despesas líquidas de dividendos distribuídos foram ampliadas em US\$ 5,3bi, alcançando US\$ 17,9bi ao final do ano passado – combinando, neste caso específico, tanto a substituição das informações preliminares como a reclassificação de certas operações; (ii) os lucros líquidos reinvestidos passaram de entrada de US\$ 0,4bi para saída de US\$ 13,6bi, revisão atribuída principalmente a uma queda significativa nas receitas de lucros apuradas pela CBE entre os anos de 2017 e 2018 (recuo de US\$ 12,7bi), com ajustes pontuais nas despesas de lucros reinvestidos.

<sup>6</sup> Em específico, na sub rubrica de lucros reinvestidos – não houve revisão em lucros remetidos.

US\$ 76,2bi.<sup>7</sup> Já nos dados preliminares de 2019 (até setembro), passaram a mostrar entradas líquidas de US\$ 38,7bi.<sup>8</sup>

Em resumo, as mudanças ocorridas fazem com que a narrativa para as contas externas brasileiras precise ser revisitada, ainda que não totalmente abandonada. Operamos em níveis (ainda) mais elevados de déficit do que o anteriormente suposto, para um mesmo nível de crescimento, mas sem absolutamente nenhuma mudança no financiamento agregado. O mesmo não vale para a composição desse financiamento, com importantes oscilações entre a suas principais rubricas.

A comparação histórica precisa ser feita com ressalvas. Dados preliminares podem sofrer revisões relevantes (como foi o caso de 2018), e, mais importante, há mudanças nos insumos estatísticos que são aplicáveis somente aos anos mais recentes. O déficit de 3,0% observado até outubro de 2019 não é estritamente comparável ao déficit, de mesma magnitude, observado em 2013 ou em 2015.<sup>9</sup>

Em dito tudo isto, como ficam as nossas projeções? Desde a nossa última atualização, não observamos desvios relevantes em relação ao cenário prospectivo já traçado. Ainda que se abram novas perspectivas com avanços na seara comercial e na percepção de risco ao crescimento global, consideramos que as informações disponíveis ainda são muito incipientes para mudanças relevantes em nosso cenário.

Assim, a atualização dos déficits responde somente às novas revisões estatísticas (as revisões metodológicas já haviam sido contabilizadas em nossa atualização anterior) e a ajustes na balança comercial, com novos dados oficiais para o período entre setembro e novembro – por falha técnica nos órgãos oficiais responsáveis, aproximadamente US\$ 6,5bi de exportações não haviam sido incluídos nas estatísticas anteriormente publicadas.

Juntando todas essas novas informações, revisamos a nossa projeção de déficit em conta corrente de 2019 para US\$ 52,0bi (anterior: US\$ 39,0bi), equivalente a 2,9% do PIB. Já para 2020, nossos novos números mostram um déficit de igual magnitude (anterior: US\$ 44,0bi), mantendo, dessa forma, percentual do PIB equivalente. Ressalta-se que, por escolha analítica, optamos por não incluir eventuais importações de plataformas de petróleo no resultado estimado para 2020; se os números forem da magnitude esperada pelo Banco Central, os resultados do ano que vem seriam US\$ 10,0bi piores e o déficit se aproximaria de 3,5p.p. do PIB.

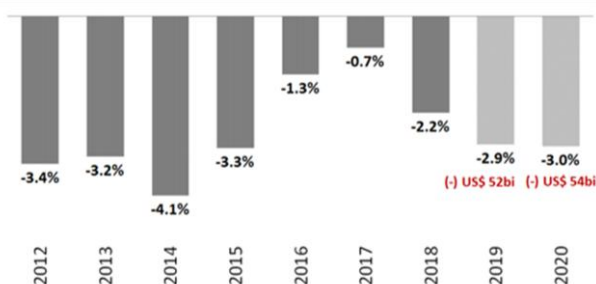
<sup>7</sup> Os fluxos de investimento direto no país (IDP) foram ligeiramente elevados, passando de US\$ 76,8bi para US\$ 78,2bi - contrapartida direta do pequeno aumento nas despesas de lucros reinvestidos. Já os fluxos de investimento direto no exterior (IDE) tiveram revisão mais significativa no ano passado, saindo de US\$ 14,7bi para somente US\$ 2,0bi - contrapartida direta de revisões nas receitas de lucros reinvestidos.

<sup>8</sup> O IDP passou de US\$ 47,5bi para US\$ 55,3bi, elevação de US\$ 7,8bi como contrapartida das maiores despesas com lucros reinvestidos (no Brasil). Já o IDE passou de US\$ 12,6bi para US\$ 16,6bi, refletindo maiores receitas com lucros reinvestidos (no exterior).

<sup>9</sup> Não há reparos às mudanças implementadas pelo Banco Central, mantendo a leitura do balanço de pagamentos aderente às melhores práticas internacionais. Devemos estar cientes, no entanto, sobre os limites da metodologia em termos de bases de dados e fontes de informações disponíveis – no passado, no presente e em revisões futuras (em todos os anos serão feitas atualizações dos dados, no princípio da revisão estatística, nos meses de julho e novembro).

Por fim, é importante lembrar que os níveis de déficit mais elevados não representam, em nenhum cenário, carência de financiamento externo. O padrão das revisões ocorridas nos dados, sejam as metodológicas (primeira revisão de meados do ano) ou as estatísticas (segunda revisão, ocorrida em novembro), respeita o conceito de partida dobrada e o resultado geral do balanço de pagamentos: não houve um centavo de mudança na acumulação de reservas.

**Gráfico 10: Projeções para a Conta Corrente (% PIB)**



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

Em um mundo de abundante liquidez e juros baixos, não devemos observar problemas de financiamento externo. Convém lembrar, no entanto, que abundante liquidez não é garantia de ausência de volatilidade: o cenário externo, ainda que tenha melhorado recentemente, continua frágil e sujeito a solavancos eventuais.

**Lívio Ribeiro**

## 8. Panorama Internacional

### Volcker e o momento atual da política monetária no mundo desenvolvido

No último dia 09 chegou do exterior a notícia do falecimento de Paul Volcker, aos 92 anos. Indiscutivelmente, Volcker mudou o curso da história econômica dos Estados Unidos, pondo fim a um processo inflacionário com boa chance de se tornar crônico e que ameaçava o bom funcionamento da economia.

Volcker assumiu o comando do Fed no começo de agosto de 1979. Naquela época, já era largamente aceita (tanto no mundo acadêmico, quanto entre banqueiros centrais) a ideia de que a inflação é um fenômeno monetário. Diante de alta do crescimento dos preços, os bancos centrais pisavam no freio monetário. O problema era a falta de persistência. Aos primeiros sinais de desaceleração econômica, a política restritiva era revertida, e a inflação voltava a ganhar força. De maneira bem resumida, o que Volcker fez foi quebrar um paradigma, romper com a cultura do que então se conhecia por *excessive policy caution*.

Mas não foi só isso. Antes de assumir a presidência do Fed, Volcker comandava o New York Fed, e como tal tinha assento no Fomc. Nesse período, não se cansou de chamar a atenção para o fato de que a inflação elevada (que, no pior momento, atingiu cerca de 14,0% a.a.) estava introduzindo na mente dos americanos a ideia de que a inflação era um fenômeno com o qual teriam de conviver por muito tempo. Em poucas palavras, para Volcker, as expectativas de

inflação alta estavam adquirindo raízes profundas, passando a influenciar seriamente o processo de formação de preços na economia. E isso não podia continuar.

Esse tipo de preocupação contribuiu significativamente para a decisão de alterar a meta operacional do Fed. Volcker dizia que, ao intervir, o Banco Central não poderia deixar dúvida de que a luta contra a inflação era para valer. Operacionalmente, deixaria de atuar sobre a taxa de juros, passando a agir sobre a oferta monetária, mais precisamente sobre determinado conceito de reservas bancárias, de olho sempre nas metas já oficializadas (inclusive junto ao Congresso) de expansão dos meios de pagamentos. Volcker sabia que a mudança não teria poderes mágicos. Reconhecia, inclusive, que, especialmente a curto prazo, a relação entre reservas e meios de pagamentos não parecia mais confiável do que a relação entre juros e meios de pagamento. O objetivo era apenas produzir o tão desejado choque de expectativas. Jogava com a ideia de que, como já se reconhecia a natureza monetária do fenômeno inflacionário, agir sobre a oferta de moeda, e não diretamente sobre os juros, ajudaria a reverter as expectativas. O programa envolveu determinação e persistência e, a curto prazo, teve custo elevado, sob forma de desemprego. É razoável admitir, porém, que, os benefícios líquidos revelados ao longo dos anos seguintes foram positivos.

Pensando nos problemas atuais do mundo desenvolvido, como transpor para hoje os resultados da experiência de Volcker? A resposta parece imediata. Para que se reverta o atual quadro de taxas de inflação inferiores às metas, o fundamental seria atuar sobre as expectativas, elevando-as em direção aos objetivos numéricos. Mas como conseguir isso? Mais fácil falar do que fazer. E esse raciocínio nos remete a uma observação de Milton Friedman, feita no prefácio de um de seus livros. “Teoria monetária é como um jardim japonês. Sua unidade estética deriva da variedade, uma aparente simplicidade que esconde uma realidade sofisticada”.

Não parece haver dúvida de que acadêmicos, de modo geral, e banqueiros centrais, em particular, buscam atualmente um meio de conseguir a tal façanha. Sob certas modelagens é possível ter êxito, mas a realidade é bem distinta da representada por hipóteses simplificadoras. Para que as expectativas inflacionárias se elevem é fundamental que o público efetivamente perceba, na prática, taxas mais altas de inflação. O problema é que as forças da estagnação secular e o excesso de endividamento, privado e público, no mundo desenvolvido, por seus efeitos de contenção de demanda, têm dificultado chegarmos ao resultado desejado. Os atuais problemas dos países avançados são de cunho estrutural, ao passo que os enfrentados por Volcker eram de natureza conjuntural. Friedman tinha razão: tudo é bem mais complexo do que parece.

*José Júlio Senna*

## 9. Em Foco IBRE: um balanço da evolução das contas fiscais da União em 2019

Em meados de 2013, o IBRE divulgou um texto para discussão<sup>10</sup> em que era analisado o orçamento de 2012 e como o governo fez para cumprir a meta de superávit primário. O ano de 2012 foi marcado por diversas medidas chamadas de “atípicas”, mas que representaram um marco nas execuções orçamentárias do Governo Central, na medida em que tais práticas “atípicas” passaram a ser recorrentes nos anos posteriores.

Este ano de 2019 não será muito diferente. O volume de receitas ditas não recorrentes deve superar o registrado em 2018 e em 2017, o que contribuirá para o cumprimento da meta de superávit primário com certa folga. Assim, as contas fiscais do Governo Central devem encerrar o ano mais uma vez com resultado melhor que a meta fixada na Lei de diretrizes orçamentárias (LDO).<sup>11</sup>

Importa notar que esta não é a primeira vez que o governo começa o ano no sufoco e o encerra mais aliviado. Contudo, mesmo que a história se repita por mais um ano, a situação fiscal do governo está longe de pacificada e tampouco está perto de um resultado saudável e sustentável. O objetivo desta seção Em Foco é descrever como evoluíram as contas fiscais do Governo Central ao longo de 2019 e sinalizar o que pode ser esperado para 2020.

O início do ano foi muito incerto, na medida em que a nova equipe econômica direcionava todos os esforços para encaminhamento e aprovação da Reforma da Previdência<sup>12</sup> e, ao mesmo tempo, tinha que lidar com caminhos alternativos para o cumprimento de regras fiscais importantes, tais como a regra de ouro.

O ano começou com uma intensa frustração na estimativa das receitas primárias,<sup>13</sup> que criou a necessidade de realização de um elevado contingenciamento nas despesas da União. Este contingenciamento, logo no início do exercício, pôs em risco o funcionamento da máquina pública e gerou forte temor sobre o que poderia ocorrer no decorrer do ano.

A nova dotação para as despesas discricionárias passou a ser de R\$ 99,8 bilhões, ante a R\$ 129,4 bi<sup>14</sup> previstos na LOA, o que fez com que o governo fosse atrás de maiores fontes de receitas para fazer frente à necessidade de um descontingenciamento do orçamento até o final do exercício.

<sup>10</sup> Barros G. L., Afonso J. R., “Sobre “Fazer o Cumprimento” da Meta de Superávit Primário de 2012”, Texto para discussão n° 30. FGV-IBRE. Jun-2013. Disponível em: <http://bit.ly/2M4bMrT>.

<sup>11</sup> Instrumento do planejamento orçamentário em que se definem as metas e prioridades do governo para o ano seguinte.

<sup>12</sup> A aprovação da Nova Previdência ocorreu em outubro deste ano e deve ter impacto quase nulo em 2020. Mas, para o médio e longo prazos, constitui importante economia para as contas públicas, se comparado ao cenário em que não houvesse a reforma.

<sup>13</sup> Dentre os principais fatores que justificam a frustração das receitas, estão a retirada da privatização da Eletrobrás (-R\$ 12,2 bilhões) da estimativa das receitas primárias; a revisão de premissas macroeconômicas, tais como massa salarial e PIB; e a revisão na expectativa de preço do petróleo.

<sup>14</sup> Ainda existe um desconhecimento de qual o gasto mínimo necessário para as despesas discricionárias que não ponha em risco o funcionamento da máquina pública e pressione ainda mais os investimentos públicos. Contudo, muitos concordam que gastos muito abaixo dos R\$ 100 bilhões podem ser ruins para a gestão da máquina pública.

Iniciou-se, então, uma corrida para a conclusão da revisão do contrato de cessão onerosa<sup>15</sup> que a União tinha com a Petrobras e que travava a realização de um leilão do excedente dos campos da cessão onerosa. Aprovada a revisão do contrato, foi possível a realização do leilão do excedente, que gerou recursos extras R\$ 69,9 bilhões. Desse volume, a União deverá pagar a Petrobras R\$ 34,1 bilhões, relativos à revisão do contrato de cessão onerosa, e R\$ 11,9 bilhões para estados e municípios, ficando assim, com apenas R\$ 23,9 bilhões de reais.<sup>16</sup>

Além disso, também houve uma intensa batalha para aprovar créditos suplementares, o que permitiria que a União descumprisse a regra de ouro. Essa aprovação ocorreu somente em junho e o valor de crédito suplementar aprovado foi de R\$ 248 bilhões de reais. Isso permitiu que o governo ganhasse um pouco de fôlego para cumprimento dessa regra constitucional neste ano e no próximo.

Em que pesem esses avanços na direção de geração de mais eventos não recorrentes – que são o carro-chefe para permitir uma execução melhor que a meta fiscal –, as receitas primárias recorrentes do Governo Central vêm passando por um período de perda de dinamismo ao longo de todo o ano de 2019. Em outubro, último dado disponível, as receitas primárias recorrentes cresceram 1,6% no acumulado de 12 meses, enquanto, em outubro de 2018, este valor tinha sido de 5% em termos reais. Embora se observe crescimento real, este vem sendo a taxas cada vez menores, o que reforça a tese de que a situação fiscal ainda está longe de pacificada – Gráfico 11.

Porém, a despeito das questões intrínsecas à execução orçamentária de 2019, o endividamento público tem melhorado. Isso ocorre não só por fatores não recorrentes – como a melhora não recorrente do resultado primário e as liquidações antecipadas que o BNDES vem fazendo junto ao Tesouro Nacional –, mas também por contribuição das sucessivas reduções de juros promovidas pelo Banco Central e da depreciação cambial (que influenciou mais intensamente o endividamento líquido, dado o elevado volume de reservas internacionais).

Para 2020, espera-se um início de ano mais brando, se comparado a este, mas os desafios continuam. Recentemente, o governo encaminhou para tramitação três propostas de emenda à Constituição (PECs), que modificam diversas questões orçamentárias, com mudanças importantes nas receitas e despesas primárias do governo, e que permitem que mais operações não recorrentes venham a ser utilizadas para o equilíbrio fiscal de curto prazo.

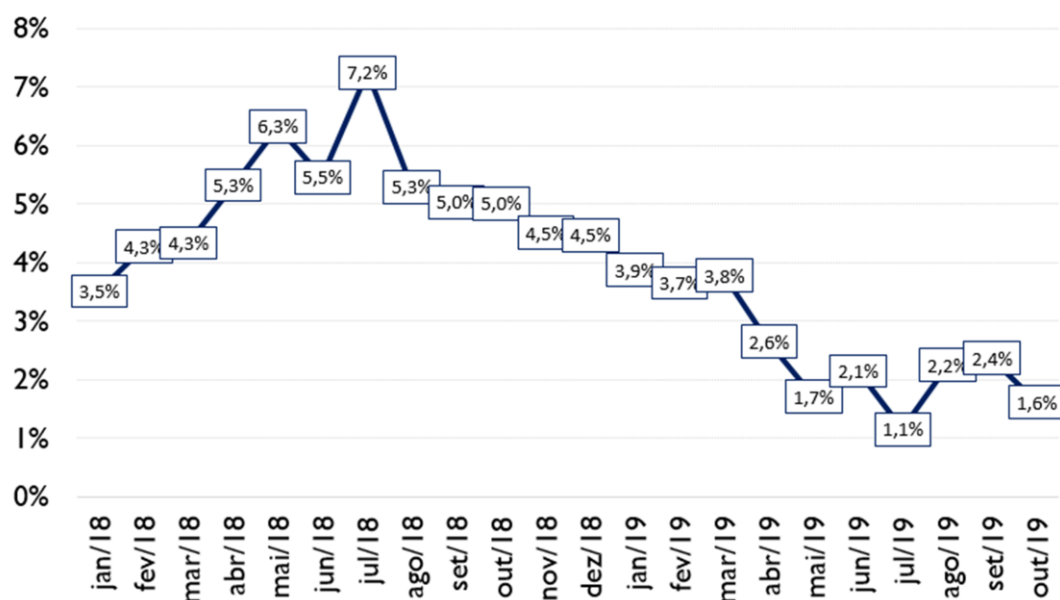
Assim, para 2020, é importante prestar atenção especial não só para a tramitação dessas PECs, mas também para impactos de mudanças legislativas recentes e da expectativa de receitas não recorrentes, que irão afetar a execução orçamentária do segundo ano do atual governo.<sup>17</sup>

<sup>15</sup> Esse assunto foi explorado na seção Em Foco do Boletim Macro da edição de janeiro deste ano.

<sup>16</sup> Tanto o pagamento do bônus de assinatura quanto o ressarcimento a Petrobras devem ocorrer até 27/12/2019.

<sup>17</sup> Por exemplo, consta no orçamento de 2020, mais uma vez, a previsão orçamentária de receitas relativas à privatização da Eletrobrás. Além disso, o fim da multa do FGTS, que começa a valer em 2020, tem impacto nulo no primário, mas ajuda no cumprimento do teto dos Gastos.

**Gráfico 11: Evolução Recente das Receitas Primárias Recorrentes**  
(Var. % constante, média móvel de 12 meses)



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

O principal continua sendo o avanço de reformas estruturais que visem equacionar as contas fiscais e afastem a constante dependência de eventos não recorrentes para fazer frente ao cumprimento das regras fiscais vigentes.

*Vilma Pinto*

**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

Laisa Rachter

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, Laisa Rachter, 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 19 de dezembro de 2019. 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.