

UNIVERSIDADE FEDERAL DO RIO GRANDE DO SUL

Faculdade de Ciências Econômicas

Núcleo de Análise de Política Econômica

<https://www.ufrgs.br/fce/nape/>

NAPE 25 Anos

CARTA DE CONJUNTURA DO NAPE

O fim do ciclo de rebaixamento dos juros

Volume 26, Número 4 (out./dez. 2019)

Alessandro Donadio Miebach (DERI - UFRGS)
Carlos Henrique Vasconcellos Horn (DERI - UFRGS)
Fernanda Oliveira Ultremare (DERI - UFRGS)
Flávio Benevett Fligenspan (DERI - UFRGS – Coordenador)
Marcelo Savino Portugal (DERI - UFRGS)
Mauricio Andrade Weiss (DERI - UFRGS)
Róber Iturriet Avila (DERI - UFRGS)
Sérgio Marley Modesto Monteiro (DERI - UFRGS)
Anelise Manganelli (DIEESE - RS)
Cecília Rutkoski Hoff (SEPLAG - RS)
Denilson Alencastro (Geral Investimentos)
Everson Vieira dos Santos (IEPE - UFRGS)
Henrique de Abreu Grazziotin (UFRGS)
Martinho Roberto Lazzari (SEPLAG - RS)
Virginia Rolla Donoso (UFRGS)

Sumário

1 Economia Mundial.....	03
2 Políticas Monetária e Cambial.....	06
3 Política Fiscal.....	16
4 Inflação.....	29
5 Balanço de Pagamentos.....	30
6 Nível de Atividade.....	36
7 Emprego e Salários.....	44
8 Mercado Financeiro e de Capitais.....	56
9 Economia do Rio Grande do Sul.....	64
10 Índices de Preços ao Consumidor – Porto Alegre.....	68

1 ECONOMIA MUNDIAL

O PIB americano cresceu a uma taxa anualizada de 2,1% no terceiro trimestre¹. Houve crescimento dos gastos de consumo das famílias, dos gastos do governo e das exportações, e uma pequena queda do investimento fixo privado. A taxa de desemprego em novembro caiu um pouco em relação ao mês anterior, chegando a 3,5%. A taxa de inflação em outubro, medida pelo índice de preços ao consumidor, foi de 0,3% (com ajuste sazonal), fechando o período de doze meses com crescimento de 2,1% (sem ajuste sazonal). Na Zona do Euro, o crescimento do PIB foi de 0,2% no terceiro trimestre, em comparação com o trimestre anterior. As principais contribuições para este desempenho vieram do consumo das famílias e das exportações. A taxa de desemprego em novembro foi 7,5%, caindo um pouco em relação a outubro. A taxa de inflação anual, medida pelo índice de preços ao consumidor, foi 1,0% em novembro.

1.1 Estados Unidos²

O crescimento do PIB americano no terceiro trimestre foi 2,1% (taxa anualizada), quase o mesmo do trimestre anterior (2,0%). As maiores contribuições para o desempenho no terceiro trimestre foram, pela ordem, dos gastos de consumo das famílias, dos gastos do governo, da variação de estoques e das exportações. As contribuições negativas vieram da queda do investimento fixo privado e do aumento das importações.

O consumo das famílias registrou um crescimento de 2,9% no terceiro trimestre, abaixo do que ocorreu no segundo trimestre (4,6%). Sua contribuição para a variação do PIB foi de 1,97 ponto percentual, a maior dentre os componentes do PIB. Os bens de consumo registraram uma variação de 5,7%. No setor de bens duráveis a variação foi de 8,3%, com destaque para os ramos de "bens recreacionais e veículos" e de "mobiliário e equipamentos residenciais duráveis". No setor de bens não-duráveis a variação foi de 4,3%, puxada pelo ramo de "outros bens não-duráveis", que exclui alimentos, bebidas, vestuário e combustíveis. No setor de serviços houve um crescimento de 1,7%, sendo a principal contribuição dada pelo ramo de "habitação e serviços relacionados".

O investimento fixo privado caiu 0,1% no terceiro trimestre, uma queda bem menor do que a registrada no trimestre anterior (-6,3%). Sua contribuição para a variação do PIB foi negativa em 0,01 ponto percentual. Houve crescimento do investimento residencial (5,1%, contra -3,0% no trimestre

¹ De acordo com a segunda estimativa do *Bureau of Economic Analysis*.

² A fonte dos dados nesta seção, quando não for indicada outra, é o *Bureau of Economic Analysis* para os dados sobre o PIB e os seus componentes e o *Bureau of Labor Statistics* para os dados sobre o mercado de trabalho e sobre a inflação.

anterior) e queda do investimento não-residencial (-2,7%, contra -1,0% no trimestre anterior). O desempenho negativo do investimento não-residencial foi puxado pela forte queda nos ramos de "estruturas" (-12,0%) e de "equipamentos" (-3,8%). A variação de estoques apresentou uma contribuição positiva de 0,17 ponto percentual para o resultado do PIB.

Os gastos do governo, considerados todos os níveis, registraram crescimento no terceiro trimestre (1,6%, contra 4,8% no trimestre anterior). Estes gastos contribuíram com 0,28 ponto percentual para a variação do PIB no trimestre. A maior contribuição veio dos gastos do governo federal, que apresentaram crescimento de 3,4% (contra 8,3% no segundo trimestre). Houve crescimento tanto dos gastos com a defesa nacional quanto dos não relacionados com a defesa. Os gastos dos governos estaduais e locais cresceram apenas 0,5% (contra 2,7% no trimestre anterior). Este fraco desempenho deveu-se, principalmente, à queda dos gastos de investimento.

As exportações líquidas contribuíram negativamente para a variação do PIB, retirando 0,11 ponto percentual do crescimento no terceiro trimestre. As exportações aumentaram (0,9%), revertendo a queda registrada no segundo trimestre (-5,7%). As exportações de bens cresceram 2,0% e as exportações de serviços caíram 1,2%. As importações registraram aceleração no terceiro trimestre, com variação de 1,5%, depois de permanecerem estagnadas no trimestre anterior. Houve crescimento tanto das importações de bens (0,8%) quanto das de serviços (4,7%).

O desemprego na economia americana, sazonalmente ajustado, recuou 0,1 ponto percentual em novembro, voltando ao patamar de 3,5% alcançado em setembro. Ao longo de doze meses a queda foi de 0,2 ponto percentual. Esta taxa corresponde a um contingente de 5,8 milhões de desempregados. O número de desempregados de longo prazo (sem trabalho há 27 semanas ou mais) manteve-se no mesmo nível de outubro, alcançando 1,2 milhão de indivíduos. Também permaneceu relativamente estável o número de pessoas empregadas em tempo parcial por razões econômicas. Estas pessoas gostariam de um emprego em tempo integral, mas trabalham em tempo parcial, ou porque tiveram redução da jornada de trabalho, ou porque não encontram trabalho em tempo integral. O número de pessoas nesta situação chega a 4,3 milhões.

A taxa de inflação, medida pelo índice de preços ao consumidor e ajustada sazonalmente, foi de 0,3% em novembro. No período de 12 meses a variação foi de 2,1% (sem ajuste sazonal). Os resultados de inflação foram fortemente afetados pelo crescimento dos índices de preços de habitação e de energia, mas também receberam a contribuição dos preços de cuidados médicos, de recreação e de alimentação. O índice de preços que considera todos os itens, exceto alimentos e

energia, aumentou 2,3% ao longo de doze meses. Nos dois índices de inflação, geral e restrito, a variação está acima, mas próxima, da meta de 2% estabelecida pelo Federal Reserve (Fed), o banco central americano.

1.2 Zona do Euro³

Na Zona do Euro o PIB apresentou um crescimento de 0,2% no terceiro trimestre, em comparação com o segundo. Em relação ao terceiro trimestre de 2018 o crescimento foi de 1,2%. Todos os países da Zona do Euro apresentaram crescimento do PIB no trimestre. As economias com maior crescimento foram Estônia (1,0%), Eslovênia (0,8%), Chipre (0,7%) e Letônia (0,7%). As que registraram as menores taxas de crescimento do PIB neste trimestre foram a Alemanha, a Itália e a Áustria, todas com variação de 0,1%. Em termos de composição do PIB, em comparação com o trimestre anterior, no terceiro trimestre houve contribuição positiva para o crescimento do aumento do consumo das famílias (0,5%), dos gastos do governo (0,4%), das exportações (0,4%) e do investimento (0,3%). A contribuição negativa veio do aumento das importações (0,6%).

A taxa de desemprego na região caiu um pouco mais em novembro, chegando a 7,5%, o que corresponde aproximadamente a 12,3 milhões de desempregados. Em relação à taxa de novembro de 2018, a queda no desemprego foi de 0,5 ponto percentual. Os países com as menores taxas foram a Alemanha (3,1%), Malta (3,4%) e os Países Baixos (3,5%). As maiores taxas foram registradas na Grécia (16,7%)⁴, na Espanha (14,2%) e na Itália (9,7%). A inflação anual, medida pelo índice de preços ao consumidor, foi de 1,0% em outubro, registrando-se uma leve queda em relação à de setembro (0,8%). Os países com as maiores taxas foram Eslováquia (2,9%), Países Baixos (2,8%) e Letônia (2,2%). Os países com as menores taxas apresentaram deflação: Chipre (-0,5%), Grécia (-0,3%) e Portugal (-0,1%).

Sérgio Monteiro

³ A fonte dos dados apresentados nesta seção é o escritório de estatísticas da União Europeia, *Eurostat*.

⁴ Este dado refere-se à taxa de agosto de 2019, a última que foi divulgada.

2 POLÍTICAS MONETÁRIA E CAMBIAL

2.1 Juros

As metas das taxas básicas de juros definidas pelo Comitê de Política Monetária (COPOM) do Banco Central do Brasil (BCB), quem vinham se mantendo estáveis desde março de 2018, sofreram quatro cortes seguidos de 0,5 p.p., nas reuniões que aconteceram entre os dias 30 e 31 de julho (224ª), 17 e 18 de setembro (225ª), 29 e 30 outubro (226ª) e 10 e 11 de dezembro (227ª) de 2019. Como pode ser visto em sua Ata, a 223ª reunião do COPOM já observara uma quebra na retomada do crescimento, cenário externo menos adverso e acomodação da inflação. Contudo, prevaleceu a perspectiva de retomada gradual do crescimento econômico e optou-se então pela manutenção da taxa em 6,5%.

Já a partir da Ata da 224ª reunião, embora não tenha se revelado uma mudança profunda ao se comparar com o diagnóstico da reunião anterior, tem-se optado por cortes nas taxas de juros básicas da economia. Analisando a última Ata disponível, a da 226ª reunião, observa-se que se manteve a expectativa da retomada gradual do crescimento econômico, apesar do diagnóstico de que a “A economia segue operando com alto nível de ociosidade dos fatores de produção, refletido nos baixos índices de utilização da capacidade da indústria e, principalmente, na taxa de desemprego”. Da mesma maneira que nas atas anteriores, a percepção é de que o cenário externo apresenta uma condição mais benigna com relação à política monetária das principais economias, mas com preocupação em relação ao crescimento mundial.

Em termos de inflação, os indicadores mais sensíveis ao ciclo econômico e à política monetária se encontram acomodados e as expectativas de inflação refletidas no Relatório Focus para 2019, 2020, 2021 e 2022 encontravam-se em torno de 3,3%, 3,6%, 3,75% e 3,5%, respectivamente. Entre os fatores considerados de maior risco, se mantiveram a eventual não continuidade das reformas e a possibilidade do cenário não se manter mais benigno para os países emergentes. Todavia, o ponto de maior atenção passou a ser a possibilidade de efeitos defasados por meio de diferentes canais do afrouxamento da taxa de juros sobre os preços. Em que pese essa nova incerteza, a combinação do conjunto de dados analisados levou ao entendimento, de forma unânime, de que a taxa de juros deveria passar para um corte de 0,5 p.p., ficando em 5,0% a.a. Ainda nessa Ata, houve indicativo para prosseguimento de novas quedas, algo que se confirmou na 227ª reunião, levando a Selic para mais uma vez ao seu menor nível histórico: 4,5% a.a.

Ao se analisarem as taxas *Selic overnight* e *CDI overnight*, principais taxas que indicam o custo do dinheiro no curto prazo, observa-se uma trajetória de queda que se inicia ainda em 2018, porém interrompida nos meses de maio, julho, agosto e outubro daquele ano. Em 2019 a tendência de queda é revertida nos meses abril e maio, se situando em 0,52% e 0,54%, respectivamente. Em junho, ambas taxas retornam ao patamar de março, que era até então o menor patamar da série observada (0,47% a.m.), seguida de uma alta, indo para 0,57% em julho. A partir de agosto (0,5% a.m.), ocorrem sucessivas quedas, com exceção do mês de outubro, cujas taxas se situaram em 0,48% a.m., frente a 0,46% em setembro e 0,38% em novembro, o menor patamar de toda a série.

Com a alteração da TJLP para TLP, desde fevereiro de 2018, esta taxa se mantinha em um patamar superior à *Selic overnight* ao se compararem as taxas anualizadas. A partir de abril de 2019 ela passou a ficar em um patamar mais baixo, 6,26% a.a. contra 6,4% a.a. da *Selic overnight*, algo que se repetiu nos meses de maio e junho. Em julho houve uma nova queda na TLP, ficando em 5,95%, ampliando a diferença entre as taxas. Todavia, em agosto a *SELIC overnight* caiu para 5,90% após a decisão de corte de juros do Copom, passando a ser 0,05 p.p. inferior à TLP. Em setembro a TLP manteve o mesmo patamar do mês anterior e nos meses de outubro e novembro ela ficou em 5,57%. Já a *Selic overnight* acompanhou as quedas na taxa básica, ficando em 5,71%, 5,38% e 4,9% nos meses de setembro, outubro e novembro, respectivamente. Destarte, a diferença entre esta taxa e TLP tem crescentemente sido ampliada desde agosto.

Em termos de taxas mensais, a TLP ficou relativamente um pouco abaixo nos meses de julho e agosto de 2018, não devido à sua queda, mas sim às altas que ocorreram na *Selic overnight*. Já nos setes meses subsequentes, a TLP voltou a se manter em patamares mais altos, sendo que a diferença entre as taxas foi de 0,10 p.p em março. Contudo, a TLP caiu para 0,51 em abril, repetindo patamar em maio e junho. Em julho ela caiu para 0,48% a.m., repetindo o patamar em agosto e setembro. Já em outubro e novembro ela ficou em 0,45%. Comparativamente, entre abril e novembro, a *Selic overnight* se manteve abaixo nos meses de junho, setembro e novembro (Tabela 2.1).

Tabela 2.1 - Taxas de juros nominais efetivas no Brasil, em % - jan./18-nov./19

Mês	Selic <i>overnight</i>		CDI <i>overnight</i>		TR		TJLP/TLP	
	% a.m.	% a.a.	% a.m.	% a.a.	% a.m.	% a.a.	% a.m.	% a.a.
jan-18	0,58	6,90	0,58	6,89	0,00	0,00	0,55	6,75
fev-18	0,47	6,72	0,46	6,71	0,00	0,00	0,55	6,75
mar-18	0,53	6,58	0,53	6,57	0,00	0,00	0,55	6,75
abr-18	0,52	6,40	0,52	6,39	0,00	0,00	0,53	6,59
mai-18	0,52	6,40	0,52	6,39	0,00	0,00	0,53	6,60
jun-18	0,52	6,40	0,52	6,39	0,00	0,00	0,53	6,60
jul-18	0,54	6,40	0,54	6,39	0,00	0,00	0,53	6,56
ago-18	0,57	6,40	0,57	6,39	0,00	0,00	0,53	6,56
set-18	0,47	6,40	0,47	6,40	0,00	0,00	0,53	6,56
out-18	0,54	6,40	0,54	6,40	0,00	0,00	0,56	6,94
nov-18	0,49	6,40	0,49	6,40	0,00	0,00	0,56	6,98
dez-18	0,49	6,40	0,49	6,40	0,00	0,00	0,56	6,98
jan-19	0,54	6,40	0,54	6,40	0,00	0,00	0,57	7,03
fev-19	0,49	6,40	0,49	6,40	0,00	0,00	0,57	7,03
mar-19	0,47	6,40	0,47	6,40	0,00	0,00	0,57	7,03
abr-19	0,52	6,40	0,52	6,40	0,00	0,00	0,51	6,26
mai-19	0,54	6,40	0,54	6,40	0,00	0,00	0,51	6,26
jun-19	0,47	6,40	0,47	6,40	0,00	0,00	0,51	6,26
jul-19	0,57	6,40	0,57	6,40	0,00	0,00	0,48	5,95
ago-19	0,50	5,90	0,50	5,90	0,00	0,00	0,48	5,95
set-19	0,46	5,71	0,46	5,71	0,00	0,00	0,48	5,95
out-19	0,48	5,38	0,48	5,38	0,00	0,00	0,45	5,57
nov-19	0,38	4,90	0,38	4,90	0,00	0,00	0,45	5,57

Fonte: Banco Central do Brasil.

Diferentemente das taxas nominais de juros, como pode ser observado na Tabela 2.2, as taxas reais, quando se leva em conta o deflator IGP-DI, apresentaram uma trajetória de maior oscilação durante o período analisado. Em termos da Selic *Over* e CDI *Over*, os menores patamares foram observados ainda em 2018 nos meses de maio (-1,10%), junho (-0,95) e o menor deles que foi em setembro (-1,30%). O maior patamar também foi observado em 2018, no mês de novembro (1,65%). Entre os meses de outubro de 2018 e janeiro de 2019, essas taxas mensais se mantiveram em patamares positivos, voltando a ficar negativa em fevereiro de 2019, mantendo-se assim até abril, quando então voltou a ter patamar positivo em maio, algo que se repetiu em julho e agosto, sendo que este mês registrou o segundo maior patamar da série: 1,02% a.m. A partir de setembro as taxas voltaram ao patamar negativo, sendo a menor delas observada em novembro: -0,47%. Já a TR, como tem se mantido praticamente zero, seu valor em termos reais será o inverso da inflação no período.

Tabela 2.2 - Taxas de juros reais no Brasil (deflacionadas pelo IGP-DI), em % - jan./18-nov./19

Mês	CDI Over (% a.m)	Selic Over (% a.m)	TR (% a.m)	IGP-DI (% a.m)
jan-18	0,00	0,00	-0,58	0,58
fev-18	0,31	0,32	-0,15	0,15
mar-18	-0,03	-0,03	-0,56	0,56
abr-18	-0,41	-0,41	-0,92	0,93
mai-18	-1,10	-1,10	-1,61	1,64
jun-18	-0,95	-0,95	-1,46	1,48
jul-18	0,10	0,10	-0,44	0,44
ago-18	-0,11	-0,11	-0,68	0,68
set-18	-1,30	-1,30	-1,76	1,79
out-18	0,28	0,28	-0,26	0,26
nov-18	1,65	1,65	1,15	-1,14
dez-18	0,95	0,95	0,45	-0,45
jan-19	0,47	0,47	-0,07	0,07
fev-19	-0,75	-0,75	-1,23	1,25
mar-19	-0,59	-0,59	-1,06	1,07
abr-19	-0,38	-0,38	-0,89	0,90
mai-19	0,14	0,14	-0,40	0,40
jun-19	-0,16	-0,16	-0,63	0,63
jul-19	0,58	0,58	0,01	-0,01
ago-19	1,02	1,02	0,51	-0,51
set-19	-0,040	-0,040	-0,498	0,500
out-19	-0,070	-0,070	-0,547	0,550
nov-19	-0,466	-0,466	-0,843	0,850

Fonte: Banco Central do Brasil e FGV/IBRE.

Quando levamos em conta o IPCA como deflator, observamos que o CDI *Over* e a Selic *Over* apresentaram movimentos de menor oscilação ao se comparar com a deflação pelo IGP-DI. Ademais, para o ano de 2018, as taxas reais de juros, descontadas pelo IPCA, não apresentaram um movimento de queda correspondente ao ocorrido com as taxas nominais. Sendo que apenas no mês de junho (-0,73%) essas taxas se mantiveram negativas, ou também se considerarmos setembro, cujas taxas se situaram em -0,01%. Lembrando que em junho de 2018 ainda se observaram os impactos da greve dos caminhoneiros. Tal qual o ocorrido com a série deflacionada pelo IGP-DI, o mês de novembro apresentou o maior patamar, chegando a 0,71%. Nos meses março e abril de 2019, verificaram-se novamente valores negativos, ficando em -0,28% e -0,05, respectivamente. A partir de maio até outubro retomou-se o patamar positivo, sendo que em junho ficou em 0,46% e em setembro 0,52%, a quarta e a terceira maior taxa desde 2018, respectivamente. Já em novembro ela passou a ser negativa: -0,32% (Tabela 2.3).

Tabela 2.3 - Taxas de juros reais no Brasil (deflacionadas pelo IPCA), em % - jan./18-nov./19

Mês	CDI Over (% a.m)	Selic Over (% a.m)	TR (% a.m)	IPCA (% a.m)
jan-18	0,29	0,29	-0,29	0,29
fev-18	0,14	0,15	-0,32	0,32
mar-18	0,44	0,44	-0,09	0,09
abr-18	0,30	0,30	-0,22	0,22
mai-18	0,12	0,12	-0,40	0,40
jun-18	-0,73	-0,73	-1,24	1,26
jul-18	0,21	0,21	-0,33	0,33
ago-18	0,66	0,66	0,09	-0,09
set-18	-0,01	-0,01	-0,48	0,48
out-18	0,09	0,09	-0,45	0,45
nov-18	0,71	0,71	0,21	-0,21
dez-18	0,34	0,34	-0,15	0,15
jan-19	0,22	0,22	-0,32	0,32
fev-19	0,06	0,06	-0,43	0,43
mar-19	-0,28	-0,28	-0,74	0,75
abr-19	-0,05	-0,05	-0,57	0,57
mai-19	0,41	0,41	-0,13	0,13
jun-19	0,46	0,46	-0,01	0,01
jul-19	0,38	0,38	-0,19	0,19
ago-19	0,39	0,39	-0,11	0,11
set-19	0,52	0,52	0,04	-0,04
out-19	0,28	0,28	-0,10	0,10
nov-19	-0,32	-0,34	-0,51	0,51

Fonte: Banco Central do Brasil e IBGE.

2.2 Crédito, *spread* e inadimplência⁵

O volume de crédito ao longo de 2018 e até outubro de 2019 não acompanhou o mesmo ritmo do afrouxamento na taxa básica de juros, embora tenha havido uma certa recuperação a partir do segundo semestre. Em termos do saldo de crédito direcionado, houve uma leva alta de 0,1 p.p. em outubro de 2019 ao se comparar com o mês anterior, mas uma queda de 1,7 p.p. em relação ao mesmo mês no ano anterior. No trimestre corrente a alta é de 0,8 p.p. e no ano apresenta uma queda de 2,3 p.p. Embora por motivo de espaço não sejam trazidos os detalhes dos volumes de crédito para pessoa física e jurídica, cabe destacar que o crédito para pessoa jurídica apresenta queda ainda mais acentuada, sendo que em 12 meses a queda foi de 11,6 p.p. e no ano já está em um patamar 11,2% menor.

⁵ Os dados observados nesta seção apresentam diferenças em relação aos trazidos em edições anteriores da Carta de Conjuntura do NAPE devido a revisões realizadas pelo BCB.

As operações de crédito, no conceito de recursos livres, por sua vez, apresentaram resultados mais positivos. Quando se analisa o mês de outubro, houve uma alta em relação ao mês anterior de 0,5 p.p. Ao se comparar com outubro de 2018, houve uma elevação de 13,4 p.p. No trimestre, a elevação chega a 2,2 p.p. e no ano está com crescimento acumulado de 12,9%. Assim como no crédito com recursos direcionados, o crescimento para pessoas físicas foi superior ao ocorrido para pessoas jurídicas. Em termos de crescimento acumulado nos últimos 12 meses, para os segundos, o crescimento foi de 9,9 p.p. e para os primeiros foi de 16,2 p.p.

Aparentemente, a elevação do crédito com base em recursos livres compensou a queda nos recursos direcionados, pois em termos de crédito total com referência a outubro, o valor para o crescimento mensal, acumulado no trimestre, no ano e na variação em 12 meses os resultados foram de crescimento, cujas variações em termos de pontos percentuais foram de 0,3, 2,5, 3,5 e 6,3, respectivamente. Todavia, ao se analisar o volume total de crédito em termos de percentual do PIB, o resultado fica próximo de estável. Na comparação com o mês imediatamente anterior, o resultado apresentou absoluta estabilidade. Em termos trimestrais o crescimento foi de 0,8 p.p. Na comparação com outubro de 2018 a variação é de 0,9 p.p. Já no ano observa-se um recuo de 0,1 p.p. Comparando com um período um pouco maior, tem-se que em outubro de 2019, o crédito total representava 47,6% do PIB, enquanto que em janeiro de 2016 o saldo era de 53,2% do PIB.

Em relação às taxas de juros praticadas, o crédito direcionado fechou julho de 2019 com a taxa média de 8,0%, o que representa uma queda de 0,4 p.p. ao se comparar com julho de 2018, e o crédito no conceito de recursos livres ficou em 38,0%, redução de apenas 0,1 p.p. na mesma comparação. Ou seja, apesar da queda muito mais acentuada da SELIC em relação à TLP, as diferenças nas taxas de juros para os tomadores finais de recursos direcionados e livres se mantiveram acentuadas. Cabe observar também que no ano a taxa de recursos livres acumula uma alta de 2,4 p.p. No que diz respeito aos prazos médios de crédito, as diferenças mantiveram-se elevadas, havendo uma queda de 0,9 p.p. para os primeiros e queda de apenas 0,1 p.p. para os segundos, quando se comparam os meses de julho de 2019 e 2018. Sendo assim, em julho de 2019, o prazo médio das operações com recursos direcionados ficou em 195,4 meses e o do crédito com bases em recursos livres ficou em somente 40,5 meses (Tabela 2.4).

Tabela 2.4 - Operações de crédito do sistema financeiro brasileiro – jan./18-out./19

Mês	Direcionado			Livres			Total	
	R\$ mi	juros	prazo	R\$ mi	juros	prazo	R\$ mi	% PIB
jan-18	1.504,10	9,80	187,80	1.573,70	41,10	38,60	3.077,70	46,80
fev-18	1.499,60	9,90	183,00	1.571,50	42,10	41,50	3.071,10	46,50
mar-18	1.497,60	9,20	186,80	1.593,50	41,40	39,00	3.091,00	46,70
abr-18	1.496,60	8,80	190,30	1.603,60	40,80	40,00	3.100,20	46,60
mai-18	1.496,10	8,60	198,80	1.618,10	39,10	39,80	3.114,20	46,80
jun-18	1.495,10	8,50	185,70	1.640,40	38,50	40,50	3.135,40	47,00
jul-18	1.492,50	8,40	194,50	1.638,50	38,10	40,40	3.131,00	46,70
ago-18	1.498,80	8,50	194,00	1.664,20	37,90	39,50	3.163,00	47,00
set-18	1.499,50	8,10	193,80	1.678,70	37,90	38,30	3.178,20	47,10
out-18	1.491,10	8,40	191,20	1.682,60	38,00	40,10	3.173,70	46,70
nov-18	1.494,10	8,30	195,50	1.714,80	37,90	38,60	3.208,80	47,10
dez-18	1.499,90	8,00	200,30	1.757,80	35,60	40,30	3.257,70	47,70
jan-19	1.488,50	8,70	204,40	1.744,50	37,70	38,80	3.232,90	47,20
fev-19	1.489,70	8,40	205,20	1.753,80	38,60	38,20	3.243,50	47,10
mar-19	1.489,50	8,50	207,90	1.779,00	39,00	38,70	3.268,50	47,40
abr-19	1.482,90	8,40	199,80	1.785,40	38,90	39,10	3.268,30	47,20
mai-19	1.475,40	8,40	193,40	1.811,20	38,50	40,30	3.286,60	47,10
jun-19	1.461,80	8,20	204,00	1.835,10	38,20	40,60	3.296,90	47,20
jul-19	1.453,20	8,00	194,70	1.837,20	38,00	40,50	3.290,40	46,80
ago-19	1.460,90	8,40	197,90	1.865,90	37,90	41,20	3.326,80	47,20
set-19	1.463,50	8,00	202,80	1.898,20	36,90	40,70	3.361,70	47,60
out-19	1.465,20	7,70	204,80	1.907,30	35,90	42,30	3.372,50	47,60

Fonte: Banco Central do Brasil.

Tomando em consideração o crédito no conceito de recursos livres e dividindo a análise da taxa de juros de crédito entre pessoas jurídicas e físicas, observa-se uma queda para ambos em praticamente todas as comparações, exceto para o acumulado no ano para pessoas físicas, quando se observa uma elevação de 0,8 p.p. Uma explicação para esse aumento mesmo em um ano com seguidos cortes na taxa de juros é o comportamento do *spread* bancário, o qual uma vez estabelecidas as margens de lucro, sofre influência direta da taxa de inadimplência. Os desempenhos dessas variáveis apresentam uma dinâmica comum em momentos de alta e baixa, mas com tendência de queda ao longo de 2018. Contudo, em janeiro de 2019 ocorre uma elevação dessas três variáveis. Mas o que chama mais atenção é o fato da inadimplência voltar a recuar em fevereiro, enquanto o *spread* e os juros mantiveram-se em alta até março, com recuos nos dois meses subsequentes e novas altas em junho e julho. Para efeito de comparação, em julho de 2018 o *spread* e a inadimplência estavam respectivamente em 29,4% e 4,30%, enquanto que para o mesmo mês de 2019 essas taxas, na mesma ordem, estavam em 31,60% e 4,00%. No ano, o *spread* acumula uma alta de 2,5 p.p. A queda mais acentuada da Selic a partir de julho e a manutenção em baixos patamares

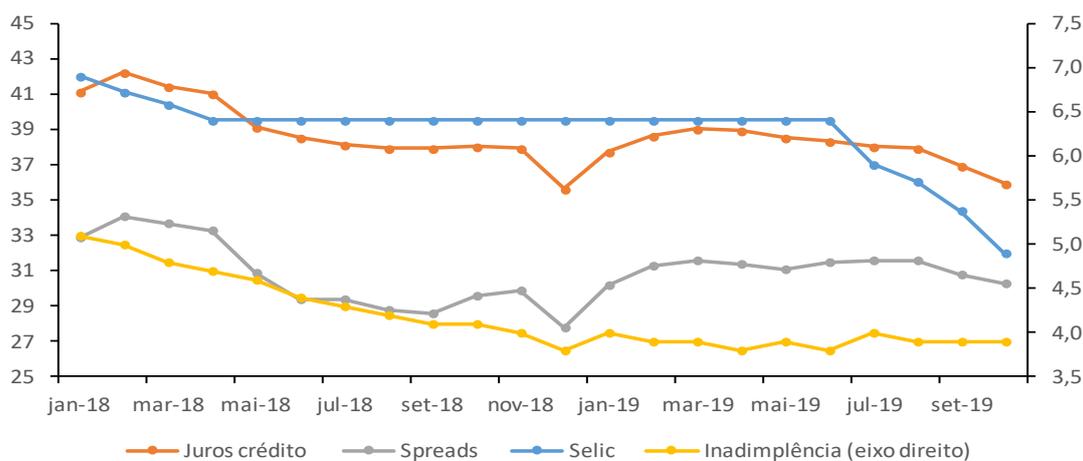
da inadimplência deram ainda mais espaço para quedas nas taxas praticas pelo sistema financeiro nacional (SFN), cujo acúmulo trimestral é de uma queda de 2,1 p.p. (Tabela 2.5 e Gráfico 2.1).

Tabela 2.5 - Taxa de juros, *spread* e inadimplência em operações de crédito do sistema financeiro Brasileiro - com recursos livres – jan./18-out./19

Mês	Taxas de juros % a.a.			<i>Spreads</i> p.p.			Inadimplência %		
	PJ	PF	Total	PJ	PF	Total	PJ	PF	Total
jan-18	22,40	55,80	41,10	14,80	47,20	32,90	4,80	5,20	5,00
fev-18	22,20	57,60	42,10	14,60	49,10	34,00	4,80	5,10	5,00
mar-18	21,20	57,30	41,40	14,10	49,10	33,70	4,40	5,10	4,80
abr-18	20,80	56,60	40,80	13,60	48,40	33,10	4,10	5,10	4,60
mai-18	20,60	53,70	39,10	13,10	45,10	30,90	4,10	5,00	4,60
jun-18	20,30	53,10	38,50	11,90	43,40	29,40	3,80	5,00	4,40
jul-18	20,60	52,00	38,10	12,60	42,70	29,40	3,40	5,00	4,30
ago-18	20,40	51,60	37,90	12,00	42,00	28,80	3,30	5,00	4,20
set-18	20,40	52,00	37,90	12,10	42,00	28,60	3,10	5,00	4,10
out-18	20,50	51,90	38,00	12,80	43,00	29,60	3,10	4,90	4,10
nov-18	20,30	51,60	37,90	12,90	43,20	29,90	3,00	4,80	4,00
dez-18	18,80	48,90	35,60	11,50	40,70	27,80	2,70	4,80	3,80
jan-19	20,40	51,30	37,70	13,40	43,40	30,20	2,90	4,80	4,00
fev-19	19,80	53,10	38,60	13,10	45,30	31,30	2,80	4,70	3,90
mar-19	19,80	53,80	39,00	12,80	46,10	31,60	2,80	4,70	3,90
abr-19	19,90	53,50	38,90	12,90	45,70	31,40	2,70	4,70	3,80
mai-19	19,50	52,90	38,50	12,50	45,20	31,10	2,70	4,80	3,90
jun-19	18,70	53,20	38,20	12,20	46,20	31,40	2,60	4,80	3,80
jul-19	19,10	52,20	38,00	13,00	45,70	31,60	2,80	4,80	4,00
ago-19	18,90	52,00	37,90	12,80	45,50	31,60	2,60	4,90	3,90
set-19	17,80	51,30	36,90	12,00	45,00	30,80	2,50	5,00	3,90
out-19	17,60	49,70	35,90	12,30	43,90	30,30	2,50	5,00	3,90

Fonte: Banco Central do Brasil.

Gráfico 2.1 – Comportamento da taxa Selic (% a.a.), taxa de juros ao tomador final (% a.a), *spreads* do setor bancário (p.p.) e inadimplência (%) – jan./18-out./19



Fonte: Banco Central do Brasil.

2.3 Câmbio

A taxa média de câmbio em novembro de 2019 ficou em R\$ 4,16/US\$ 1,00, apresentando uma variação positiva em 12 meses na ordem de 9,74% (Tabela 2.6). Esse movimento de depreciação do real em relação ao dólar teve início desde o final de 2017. Em 2018, apenas em janeiro e outubro houve queda na taxa de câmbio nominal quando comparado ao mês imediatamente anterior, porém, na comparação com os últimos 12 meses também apresentou uma elevação em todos esses meses. Já o ano de 2019 iniciou com dois meses seguidos de apreciação do real frente ao dólar, tendência revertida nos três meses subsequentes. Quando parecia que haveria uma nova reversão da tendência de depreciação do real, com dois meses de apreciação frente ao dólar, o mês de agosto apresentou uma alta de 6,37%. Movimentos de depreciação do real frente ao dólar se repetiram nos meses setembro (2,52%) e novembro (1,67%).

Tabela 2.6 - Taxa de câmbio (R\$/US\$) – jan./18-nov./19

Mês	dólar comercial venda (média mensal)	variação % mensal	variação % em 12 meses	dólar deflacionado	dólar turismo (média mensal)	variação % em 12 meses
jan-18	3,211	-2,470	0,438	3,425	3,329	-0,001
fev-18	3,242	0,962	4,423	3,447	3,382	4,858
mar-18	3,279	1,164	4,837	3,484	3,427	5,408
abr-18	3,408	3,912	8,651	3,612	3,561	8,994
mai-18	3,636	6,708	13,290	3,839	3,797	13,380
jun-18	3,773	3,771	14,499	3,934	3,946	15,398
jul-18	3,829	1,473	19,420	3,979	3,991	19,809
ago-18	3,930	2,638	24,718	4,088	4,112	25,458
set-18	4,117	4,753	31,318	4,262	4,293	31,858
out-18	3,758	-8,700	17,773	3,873	3,940	18,914
nov-18	3,787	0,752	16,178	3,911	3,955	16,695
dez-18	3,885	2,598	18,018	4,004	4,045	18,164
jan-19	3,739	-3,771	16,443	3,846	3,884	16,629
fev-19	3,727	-0,323	14,961	3,811	3,868	14,373
mar-19	3,847	3,300	17,299	3,908	4,052	13,813
abr-19	3,896	1,291	14,341	3,936	4,157	9,480
mai-19	4,002	2,704	10,051	4,037	4,030	2,127
jun-19	3,859	-3,566	2,270	3,893	4,017	1,792
jul-19	3,779	-2,060	-1,291	3,805	3,929	-1,561
ago-19	4,020	6,367	2,296	4,043	4,190	1,913
set-19	4,122	2,525	0,120	4,147	4,315	0,512
out-19	4,087	-0,837	8,743	4,108	4,271	8,394
nov-19	4,155	1,673	9,736	4,155	4,340	9,739

Fonte: Banco Central do Brasil e Ipeadata.

2.4 Considerações finais

A despeito do baixo patamar da taxa básica de juros ao longo de 2018 e primeiro semestre de 2019, as taxas de juros ao tomador final permaneceram elevadas, havendo inclusive uma alta no acumulado dos primeiros sete meses de 2019. Apenas após os últimos cortes na taxa básica de juros, é que os juros do sistema financeiro retomaram a trajetória de queda de forma mais consistente. Os saldos de crédito do sistema financeiro apresentaram uma leva alta, mas o resultado no acumulado de 2019 em termos de percentuais do PIB é ainda (levemente) negativo. Pior desempenho ainda ocorre em relação ao crédito direcionado como um todo e especialmente para pessoa jurídica. Esse cenário expõe uma piora na composição do crédito, pois o crédito com base nos recursos livres, além de ter maiores taxas médias de juros, também possui menores prazos médios. Todavia, os cortes mais intensos nas taxas básicas de juros e a elevação do crédito com base em recursos livres sinalizam para um caminho na recuperação do crédito da economia, o qual poderia ser mais firme se não fosse o recrudescimento do crédito direcionado.

Já em termos da taxa de câmbio, o cenário externo no início de ano, que se mostrou mais favorável aos fluxos financeiros internacionais para os países emergentes devido à pausa no processo de normalização monetária nos EUA e na Europa, seguida de novos cortes nos juros e posterior nova estabilização nos EUA, ainda se mostra instável, mantendo um fluxo negativo de investidores internacionais no mercado de bolsa do Brasil. Do início do ano até o dia 9 de dezembro, o fluxo líquido de investidores não residentes registrou um patamar negativo de R\$ 40,673 bilhões da B3⁶. Entre os motivos dessa instabilidade estão os avanços e retrocessos nos acordos comerciais entre EUA e China, perspectiva de uma recessão mundial, preocupação com a Argentina e outros países da América do Sul e baixo dinamismo econômico do Brasil.

Os quatro cortes seguidos na taxa básica de juros, mais que do que justificáveis, ocorreram de forma atrasada. O País atravessa um longo período de baixo crescimento e de altas taxas de desemprego, que somado ao reduzido nível de inflação, se mantendo abaixo da meta, permitia há mais tempo uma queda acentuada da taxa básica de juros. Ademais, em termos reais, a taxa de juros não teve a mesma queda. As baixas taxas de juros nas principais economias mundiais, inclusive negativas em certos países, deram o espaço necessário para que os cortes nas taxas básicas de juros no Brasil tenham ocorrido.

⁶ Dados obtidos do jornal Valor Econômico em 20.8.2019.

Cabe ainda destacar que ao final de novembro e início de dezembro o cenário externo tem trazido mais notícias favoráveis que negativas, como a manutenção da taxa básica de juros dos EUA entre 1,5% e 1,75% e os acordos comerciais entre EUA e China que enfim demonstram avanços mais robustos. Vale ressaltar que o baixo desempenho econômico do País parece influenciar menos o comportamento dos investidores domésticos do que o dos estrangeiros, já que o Ibovespa tem apresentado seguidos recordes, apesar do fluxo negativo de investimentos dos não residentes. Com o ambiente externo mais benigno, embora se mantenha a preocupação com o cenário recessivo, e os primeiros sinais de recuperação da economia interna, o otimismo do mercado financeiro doméstico ganha ainda mais espaço para crescer.

Interessante observar que embora o discurso do governo e do mercado financeiro de que as reformas iriam garantir a recuperação do crescimento, foi apenas após as medidas de estímulo à demanda que a economia conseguiu aumentar o ritmo de crescimento, algo que fica mais perceptível na análise da recuperação do crédito no último trimestre. Como medidas destacam-se os cortes mais intensos na taxa básica de juros, cortes em linhas de crédito da CEF, com destaque ao imobiliário, e liberação de recursos do FGTS.

Mauricio Andrade Weiss

3 POLÍTICA FISCAL

3.1 Resultados Fiscais

Resultado Primário

O resultado primário do setor público consolidado acumulado até outubro de 2019 foi deficitário em R\$ 33 bilhões em termos nominais, de acordo com os dados da Necessidade de Financiamento do Setor Público (NFSP) do Banco Central. Esse déficit é inferior em R\$ 18,5 bilhões em termos nominais em relação ao resultado primário do mesmo período de 2018, que foi deficitário em R\$ 51,5 bilhões, representando uma redução de 36% no déficit. Em termos reais, essa diferença representa 39% de redução do déficit.

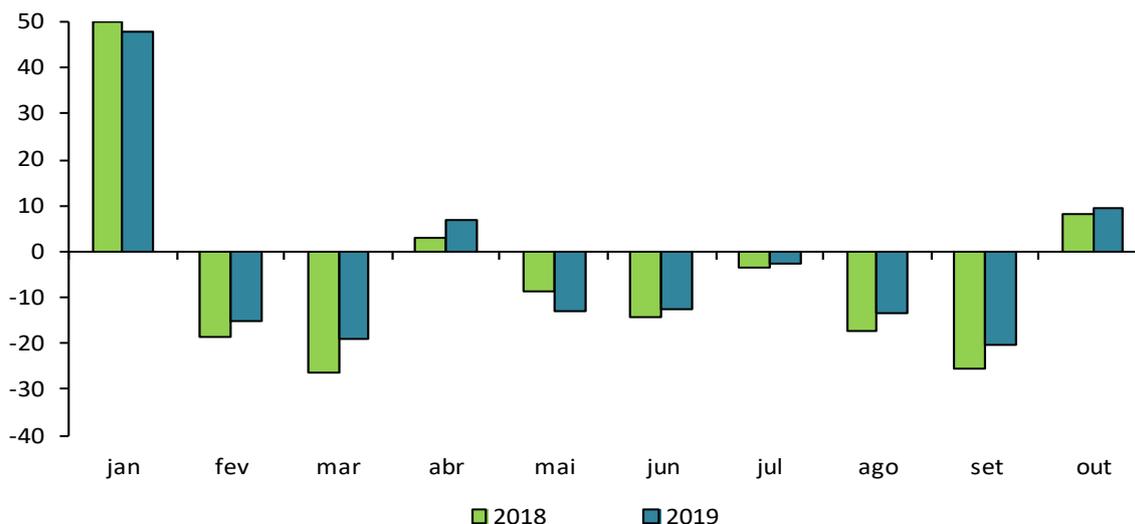
Esse melhor resultado para o setor público consolidado em 2019 é explicado pelos menores déficits em fevereiro, março, abril e junho, no primeiro semestre, e pelo melhor resultado consolidado no segundo semestre de 2019 em relação ao ano anterior, com uma diferença de R\$ 10

bilhões na comparação de julho a outubro. Além disso, há participação significativa do resultado primário superavitário de Estados e Municípios, que foi de R\$ 19,4 bilhões, enquanto o déficit primário do Governo Federal foi de R\$ 54,2 bilhões.

No acumulado em 12 meses, o setor público consolidado tem déficit de R\$ 89,8 bilhões, o que se deve aos resultados de novembro e dezembro, que, sazonalmente, apresentam maior despesa e são deficitários. Esse resultado acumulado é superior ao de outubro de 2018 em 3%, corrigindo os valores mensais pelo IPCA. O cumprimento da meta de R\$ 132 bilhões deve ser realizado sem maiores dificuldades.

A partir do Gráfico 3.1 pode-se perceber que, embora haja um déficit primário menor em 2019 em relação ao ano anterior, a trajetória dos resultados fiscais é bem semelhante, seguindo a tendência já apresentada nos últimos anos, com redução gradual dos déficits.

Gráfico 3.1 – Resultado Primário mensal do Setor Público Consolidado entre janeiro e outubro de 2018 e de 2019, em R\$ bilhões a preços de outubro de 2019



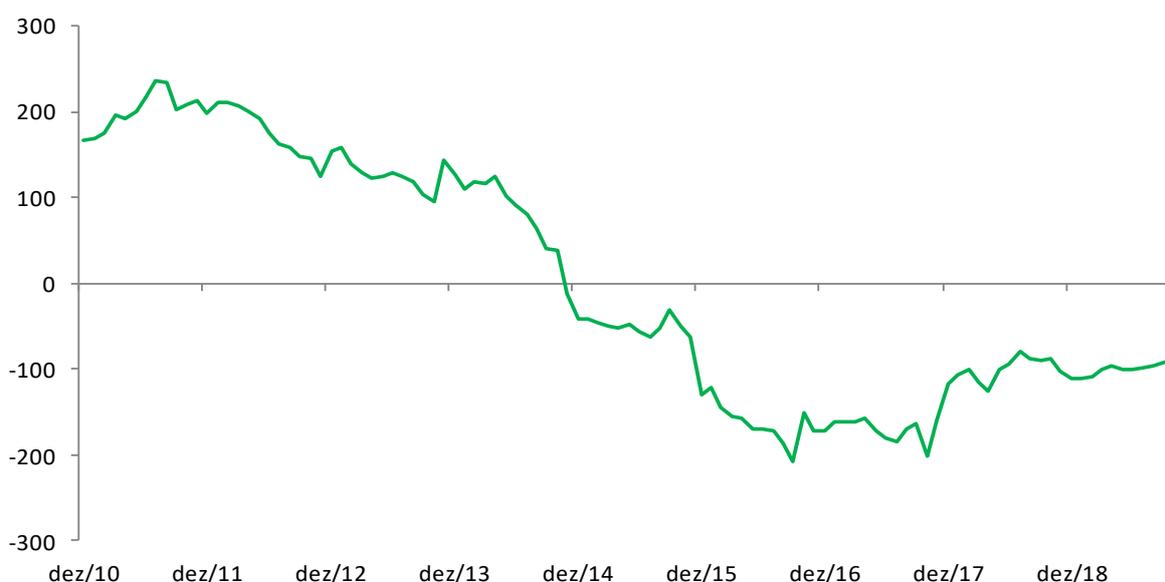
Fonte: Banco Central do Brasil.

O Gráfico 3.2. apresenta a evolução do resultado primário acumulado em 12 meses. No segundo semestre de 2017 era possível observar uma tendência de redução gradual dos déficits primários do setor público consolidado, motivada principalmente pela retomada de aumentos reais das receitas da União. No entanto, entre 2018 e 2019, o déficit primário acumulado em 12 meses permaneceu em torno de R\$ 100 bilhões, sem movimentos apontando para melhora desse resultado. No início de 2019, sem diversos estímulos extraordinários de receita que ocorreram nos anos

anteriores, a receita líquida apresenta estagnação em termos reais, enquanto a aceleração das despesas obrigatórias permanece sendo compensada por cortes em despesas discricionárias.

Em 2017, a recuperação de receitas ocorreu mais por meio de aumentos em receitas não-administradas pela Receita Federal, como de concessões, dividendos e compensações financeiras, do que da recuperação de receita tributária propriamente dita, ligada à melhoria da atividade econômica. Ao final de 2018, além da continuidade do crescimento de receitas não administradas pela Receita Federal, as receitas de impostos passam a crescer em termos reais também, motivadas parcialmente por leve retomada da atividade econômica, e parcialmente por outros fatores, como por variações de alíquotas, do câmbio, do preço do petróleo e por programas de recuperação tributária. Em 2019, a receita líquida permanece estagnada.

Gráfico 3.2 – Superávit Primário do Setor Público Consolidado acumulado em 12 meses, em R\$ bilhões a preços de outubro de 2019



Fonte: Banco Central do Brasil.

Metas Fiscais

A meta de resultado primário estabelecida pela LDO 2019 é de déficit de R\$ 132 bilhões para o Setor Público Consolidado, sendo déficit de R\$ 139 bilhões para o Governo Federal, déficit de R\$ 3,5 bilhões para as estatais federais e superávit de R\$ 10,5 bilhões para Estados e Municípios. Conforme o Relatório de Cumprimento das Metas Fiscais do 2º quadrimestre de 2019, publicado pela Secretaria do Tesouro Nacional, a execução orçamentária esteve de acordo com os limites máximos estabelecidos. Ao final de agosto de 2019, o Governo Federal realizou déficit primário de R\$ 42,8

bilhões, bastante abaixo dos R\$ 75,8 bilhões estabelecidos como déficit máximo para o período. Além disso, até julho de 2019, Estados e Municípios acumularam superávit de R\$ 18,1 bilhões, R\$ 7,6 bilhões acima da meta prevista pela LDO.

Novo Regime Fiscal (EC 95/16)

O Novo Regime Fiscal (NRF - EC 95/16) estabelece um teto de gastos das despesas primárias. De forma a acompanhar o andamento da execução orçamentária em relação a esse teto, a Secretaria do Tesouro Nacional apresenta a variação das despesas sujeitas ao teto de gasto a partir do critério de “valor pago”. O Limite de Despesas Primárias para 2018 é equivalente ao valor do limite de 2018 (R\$ 1.347,9 bilhões) corrigido pela variação do IPCA acumulado em 12 meses até junho de 2018, que foi de 4,4%, o que equivale a R\$ 1.407 bilhões. De janeiro a outubro de 2019, o pagamento acumulado dessas despesas foi de R\$ 1,1 trilhão, representando 78% do teto.

Regra de Ouro (CF Art. 167)

A projeção para o cumprimento da Regra de Ouro em 2019 é de margem positiva de R\$ 33,1 bilhões, em decorrência da aprovação do crédito suplementar de R\$ 248,9 bilhões do Congresso Nacional, por meio do Projeto de Lei do Congresso Nacional (PLN) nº 04/2019, aprovado em 11/06/2019 e transformado na Lei 13.843, de 17/06/2019, que autoriza receitas de crédito no respectivo valor para a cobertura de despesas correntes específicas, permitindo o cumprimento da Regra de Ouro. As principais despesas correntes contempladas pelo crédito suplementar foram despesas previdenciárias - R\$ 201,7 bilhões, assistência social (BPC) - R\$ 30 bilhões, subsídios e subvenções econômicas (crédito rural) – R\$ 10,7 bilhões, e combate à pobreza extrema – R\$ 6,5 bilhões.

Para 2020, o cenário projetado de necessidade de cobertura da Regra de Ouro é de R\$ 362 bilhões. No entanto, considerando um cenário de “superávit financeiro”, com utilização de resultado superavitário do Banco Central de R\$ 162,6 bilhões e devolução do BNDES no valor de R\$ 70 bilhões, haveria ainda necessidade de R\$ 129,4 bilhões para o cumprimento da regra. Assim, permanece a necessidade de criar soluções para esses cenários, que são resultado dos déficits primários persistentes.

Receitas e Despesas Primárias

De acordo com o Resultado do Tesouro Nacional apresentado pela STN, calculado pelo método “acima da linha”, as Receitas Líquidas Totais do Governo Central acumuladas entre janeiro e outubro de 2019 aumentaram 0,3% em termos reais em relação ao mesmo período de 2018 (variação de R\$ 3,5 bilhões em termos reais), atingindo R\$ 1,05 trilhão no período a preços de outubro de 2019. Com isso, é possível perceber que há uma estagnação da receita líquida em termos reais, dificultando a recuperação dos resultados primários. Esse resultado é composto pelo aumento real das Receitas Totais de 1,1% em relação ao mesmo período de 2018 (variação real de R\$ 13,7 bilhões), com resultado de R\$ 1,27 trilhão no período, compensado parcialmente pelo aumento real das Transferências do Tesouro Nacional em 4,8% (variação real de R\$ 10,2 bilhões), que totalizaram R\$ 221,8 bilhões.

Nas Receitas Totais, houve aumento real nas Receitas Administradas pela RFB de 0,6% (variação real de R\$ 4,6 bilhões) em comparação com o mesmo período do ano anterior. A Receita Administrada pela RFB atingiu R\$ 785,9 bilhões no acumulado entre janeiro e outubro de 2019.

Na comparação intertemporal das rubricas, é necessário considerar que houve uma reclassificação de tributos em maio de 2018, com estoque de tributos reclassificados totalizando R\$ 7,0 bilhões de reais, majorando principalmente COFINS, IR e PIS/PASEP, e outra em janeiro de 2019. Assim, esse elemento gera distorções na comparação entre rubricas, embora não impacte a receita total. Ao mesmo tempo, há uma mudança na sistemática das compensações tributárias (Lei nº 13.670/2018) que permite compensações cruzadas entre tributos previdenciários e não previdenciários, aumentando os primeiros e minorando os últimos em relação ao ano anterior. Além disso, é necessário considerar que, distribuído no valor de diversas rubricas, como IR, IPI, COFINS e CSLL, há o efeito dos programas de recuperação de receitas da dívida ativa formalizados em 2017, como o PERT (Lei 13.496/17), o PRT e os demais parcelamentos da dívida ativa, que foram criados com o intuito de ampliar as receitas e desacelerar o déficit primário em 2018. Esses programas corresponderam a um aumento de R\$ 6,5 bilhões das Receitas Administradas pela RFB em 2018, sem contrapartida em 2019. Assim, esses fatores conjunturais, extraordinários, ou de mudança metodológica e institucional devem ser levados em consideração na análise da variação das contas.

Com isso em mente, os principais fatores de variação foram os seguintes:

- elevação de R\$ 30,8 bilhões (variação real de 6,3%) em Imposto de Renda, cuja arrecadação atingiu R\$ 328,6 bilhões, principalmente pelo aumento na arrecadação de IRRF em rendimentos do trabalho e remessa ao exterior;

- redução de R\$ 17,6 bilhões em COFINS (variação real de -8,2%), atingindo valor total de R\$ 197 bilhões, e redução de R\$ 2,7 bilhões em PIS/PASEP (variação real de -4,8%), atingindo valor de R\$ 53,8 bilhões, por efeito combinado da redução das alíquotas de PIS/Cofins sobre combustíveis e existência de arrecadação extraordinária pelo PERT/PRT em 2018, sem contrapartida em 2019;

- elevação de R\$ 2,4 bilhões em CSLL (variação real de 3,5%), atingindo o valor total de R\$ 72,9 bilhões, por incremento na arrecadação em relação à estimativa mensal para empresas não financeiras, com pagamentos atípicos entre janeiro e outubro de 201;

- redução de R\$ 3,9 bilhões (variação real de -8,2%) em IPI, atingindo o montante de R\$ 43,5 bilhões, principalmente por conta da reclassificação tributária comentada anteriormente, de compensação cruzada entre tributos previdenciários e não-previdenciários;

- redução de R\$ 1,2 bilhão (variação real de -35%) em CIDE Combustíveis, atingindo valor total de R\$ 2,3 bilhões no acumulado de 2019, por efeito da isenção sobre o diesel a partir de junho de 2018; e

- elevação de R\$ 5,8 bilhões (variação real de 45,5%) em Outras Receitas Administradas pela RFB, atingindo R\$ 18,4 bilhões, decorrente da reclassificação ocorrida em maio de 2018, minorando a rubrica em 2018.

Os demais fatores que afetaram a Receita Total foram o crescimento de R\$ 9,3 bilhões (variação real de 2,9%) da Arrecadação Líquida para o RGPS, que atingiu R\$ 326,4 bilhões no período, principalmente pela mudança de sistemática nas compensações tributárias de maio de 2018, recolhimentos extraordinários de R\$ 700 milhões em junho de 2019 e de R\$ 800 milhões em outubro de 2019, referentes a recolhimento extraordinário de depósitos judiciais e saldo positivo de empregados até setembro de 2019, e a pequena redução das Receitas Não Administradas pela RFB em R\$ 176 milhões (variação real de -0,1%), que atingiram R\$ 162,1 bilhões no período. Na Receita Não Administrada pela RFB, as principais variações estão relacionadas principalmente com o seguinte:

- elevação de R\$ 8,2 bilhões em Dividendos e Participações (aumento real de 120,8%), pelo aumento de distribuição de dividendos do Banco do Brasil (R\$ 1,4 bilhões), BNDES (R\$ 3,4 bilhões) e Caixa (R\$ 1,8 bilhões), atingindo um total de R\$ 15 bilhões em 2019;

- redução de R\$ 7 bilhões (variação real de -45,4%) em receitas de Concessões e Permissões, que totalizaram R\$ 8,3 bilhões no período, por decorrência do valor de R\$ 7,1 bilhões recebido em agosto de 2018 sem contrapartida em 2019, parcialmente compensado por recebimento de R\$ 1,4 bilhão em outorga de hidrelétrica em maio de 2019;

- elevação de R\$ 3,3 bilhões em Cota-Parte de Compensações Financeiras – Exploração de Recursos Naturais (aumento real de 5,8%), atingindo valor de R\$ 58,8 bilhões, decorrente, além do aumento médio do câmbio entre 2018 e 2019, de arrecadação extraordinária de R\$ 1,5 bilhão em abril; e

- diminuição de R\$ 4 bilhões em Demais Receitas (variação real de -10,7%), que totalizaram R\$ 32,9 bilhões no ano, por conta de receita extraordinária em abril de 2018 sem contrapartida em 2019 (Redi-BC) e de devolução de depósito judicial de R\$ 1,6 bilhão para o Banco Central em junho de 2019.

As Transferências do Tesouro Nacional totalizaram R\$ 221,8 bilhões entre janeiro e outubro de 2019, representando um aumento de R\$ 10,2 bilhões em termos reais em relação ao mesmo período de 2018 (variação real de 4,8%). Esse aumento se deve principalmente ao aumento real de R\$ 7,2 bilhões (4,4%) nos repasses constitucionais (FPE/FPM/IPI-EE) e ao crescimento das transferências de Exploração de Recursos Naturais (Compensação Financeira), em que houve aumento real de R\$ 3,2 bilhões (11,3%), ambas como consequência do aumento das receitas.

As Despesas Totais do Governo Central totalizaram, entre janeiro e outubro de 2019, R\$ 1,116 trilhões, apresentando redução em termos reais de R\$ 11,8 bilhões (-1%) em relação ao mesmo período de 2018. As principais variações das despesas em relação ao ano anterior foram as seguintes:

- aumento real de Benefícios Previdenciários em R\$ 14,7 bilhões (3%), totalizando R\$ 506,2 bilhões no período, decorrentes de aumento em R\$ 2,9 bilhões com sentenças judiciais e precatórios, crescimento de 2% no número médio de benefícios concedidos, compensados por uma redução no valor médio dos benefícios pagos;

- aumento real de Pessoal e Encargos Sociais em R\$ 2,6 bilhões (1,1%), totalizando R\$ 251 bilhões no ano, decorrente do reajuste salarial de diversas categorias do funcionalismo público;

- redução de Outras Despesas Obrigatórias em R\$ 10,5 bilhões em termos reais (-5,9%), totalizando R\$ 164,2 bilhões entre janeiro e outubro de 2019, principalmente pela redução em Subsídios, Subvenções e Proagro de R\$ 3,7 bilhões (-27%), totalizando R\$ 10 bilhões, por redução nos gastos de equalização do PSI, do crédito rural e do Pronaf, em Compensação ao RGPS pelas

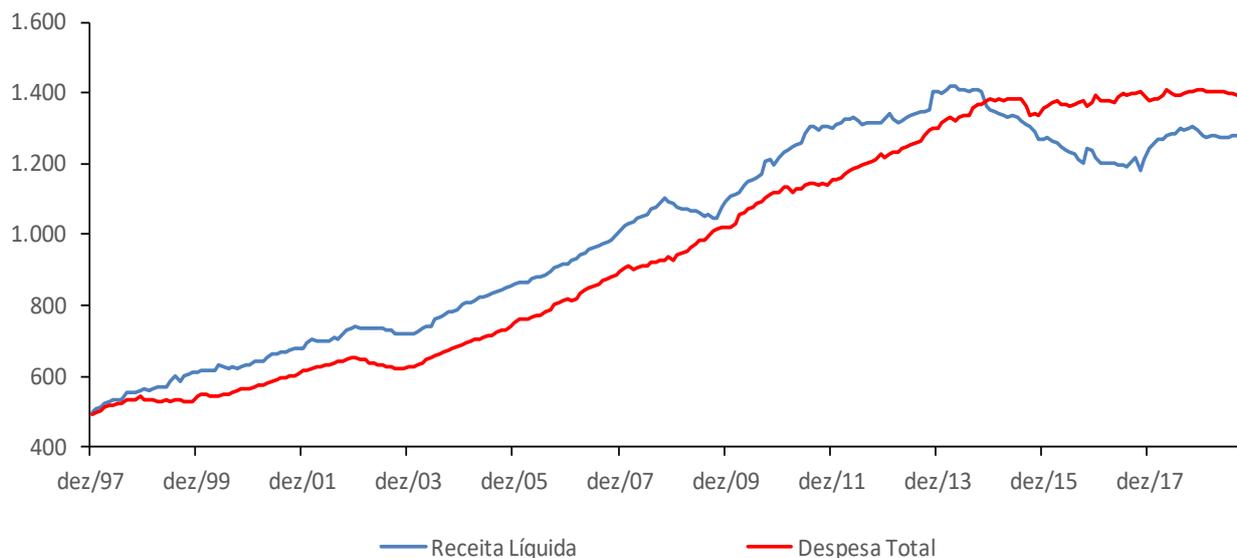
Desonerações da Folha de R\$ 3,4 bilhões (-27,6%), em Custeio do Legislativo/Judiciário/MP de R\$ 1,7 bilhão (-16,3%), em redução do FIES de R\$ 1 bilhão (-48,1%) e em Financiamento da Campanha Eleitoral de 2018 de R\$ 1,7 bilhão, compensada pelo aumento em Benefícios de Prestação Continuada (BPC-LOAS/RMV) de R\$ 1,2 bilhão, atingindo valor total de R\$ 49,6 bilhões, e em Créditos Extraordinários (exceto PAC) de R\$ 871 milhões, atingindo o valor total de R\$ 3 bilhões, por subvenção econômica ao diesel inexistente no período anterior.

- redução real de Despesas Sujeitas à Programação Financeira (Obrigatórias com Controle de Fluxo e Discricionárias) em R\$ 18,7 bilhões (-8,7%), totalizando R\$ 195 bilhões em 2019, havendo redução de R\$ 1,9 bilhão em Despesas Obrigatórias com Controle de Fluxo (-1,7%), totalizando R\$ 113,8 bilhões, e redução de R\$ 16,7 bilhões em Despesas Discricionárias (-17%), totalizando R\$ 81,2 bilhões no período, sendo as maiores reduções em Saúde (- R\$ 3 bilhões, variação de -12,6%) e Educação (- R\$ 3,4 bilhões, variação de -18%).

Dessa forma, pode-se observar que, no período analisado, há aumento das despesas obrigatórias, como benefícios previdenciários e gasto de pessoal, porém com forte redução em despesas discricionárias relacionadas a custeio dos ministérios, como tem sido o padrão de redução das despesas nos últimos anos. Além disso, a receita líquida permanece estagnada, porém com menor participação de receitas extraordinárias em 2019, em relação ao mesmo período do ano anterior, o que se reflete também no aumento das transferências constitucionais.

O Gráfico 3.3 apresenta a evolução da receita líquida e da despesa total do Governo Central, acumulados em 12 meses a preços de outubro de 2019. A partir de 2015, as receitas passam a cair, tendo se estabilizado apenas no final de 2016 e início de 2017, após diversos artifícios de receitas extraordinárias e recuperação da dívida ativa. Nesse mesmo período, as despesas se estabilizam em termos reais, principalmente pelo corte de despesas discricionárias e diversas medidas de ajuste de gastos. No período recente, a receita parece estar se recuperando em termos reais, reduzindo o déficit, porém essa tendência de crescimento arrefeceu no início de 2019.

Gráfico 3.3 – Receita Líquida e Despesa Total do Governo Central acumuladas em 12 meses, em R\$ bilhões a preços de outubro de 2019



Fonte: Secretaria do Tesouro Nacional (série desconsiderando capitalização da Petrobrás em set/10 e apropriação de “pedaladas fiscais” em dez/15).

3.2 Juros Nominais

Os juros nominais pagos pelo setor público consolidado totalizaram entre janeiro e outubro de 2019 R\$ 304,5 bilhões, conforme a Necessidade de Financiamento do Setor Público divulgada pelo Banco Central. Esse valor é 4% inferior, em termos nominais, aos R\$ 317,2 bilhões gastos com juros no mesmo período de 2018. No acumulado em 12 meses, os juros nominais atingiram R\$ 366,5 bilhões, representando 5,17% do PIB estimado pelo BACEN para 2019. Esse valor é 3,5% inferior aos R\$ 379,7 bilhões para o mesmo período do ano anterior. Dessa forma, pode-se observar a queda gradual dessa rubrica, decorrente principalmente da queda dos juros do período.

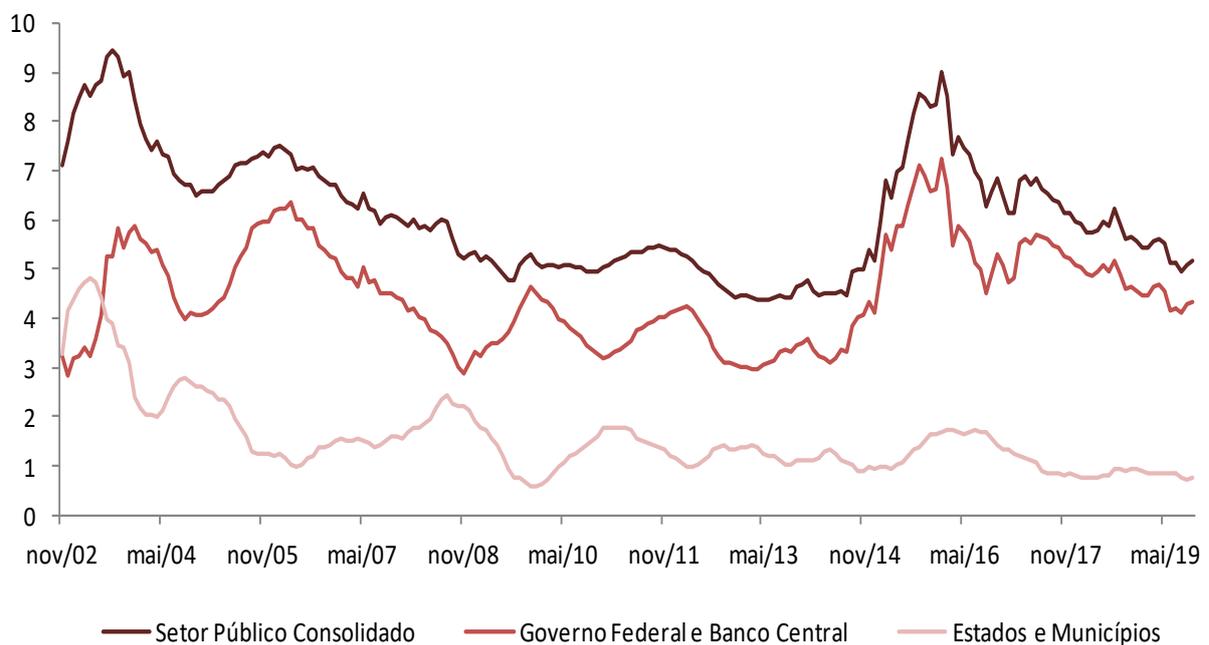
Considerando a abertura por indexador dos Juros Nominais, entre janeiro e outubro de 2019, o resultado das operações de *swap* cambial e a dívida securitizada foi negativo em R\$ 5,7 bilhões. Esse resultado é próximo ao pagamento de R\$ 4,3 bilhões em operações de *swap* cambial no mesmo período de 2018. Embora os resultados mensais dessas operações sejam eventualmente significativos, a magnitude dos resultados de *swaps* cambiais no ano já não apresenta participação significativa nos gastos com juros como em 2015 e 2016, quando essas operações resultaram em perda de R\$ 90 bilhões e ganho de R\$ 75,5 bilhões respectivamente.

No somatório das demais rubricas de pagamento de juros, houve redução no pagamento total em relação ao mesmo período do ano anterior. Os juros pagos nos demais indexadores entre janeiro e outubro de 2019 foram de R\$ 298,8 bilhões, enquanto esse valor foi de R\$ 312,9 bilhões no mesmo

período de 2018. Em relação aos pagamentos indexados à Selic, houve aumento em torno de R\$ 9,5 bilhões, passando de R\$ 123,6 bilhões no período de 2018 para R\$ 133,1 bilhões em 2019.

O Gráfico 3.3 apresenta os pagamentos de juros nominais acumulados em 12 meses em percentual do PIB. Pode-se perceber, nos últimos meses, a tendência de redução dos pagamentos dos juros, tanto em decorrência da menor participação do resultado das operações de *swaps* cambiais nessa conta, como também pela redução da Selic, que afetou a parcela da dívida atrelada diretamente a esta taxa.

Gráfico 3.4 – Juros Nominais acumulados em 12 meses, em % PIB



Fonte: Banco Central do Brasil.

3.3 Resultado Nominal

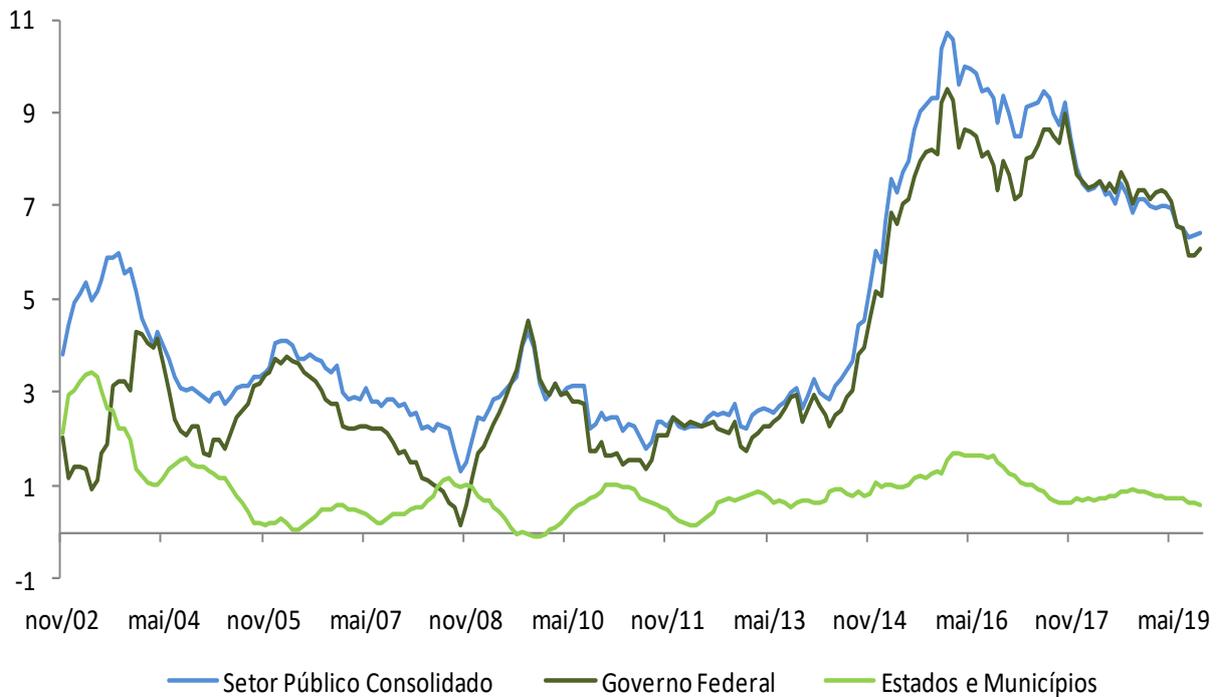
O resultado nominal do setor público consolidado entre janeiro e outubro de 2019 foi deficitário em R\$ 337,6 bilhões. Esse déficit é 8,5% inferior, em termos nominais, em relação ao déficit do mesmo período de 2018, que foi de R\$ 368,8 bilhões. Essa redução se deve ao menor déficit primário em 2019, com contenção da despesa discricionária, e ao menor gasto com juros, principalmente por decorrência da queda da Selic.

No acumulado em 12 meses, o resultado nominal é deficitário em R\$ 456,2 bilhões para outubro de 2019, sendo esse valor 6,4% inferior, em termos nominais ao resultado acumulado em 12 meses de outubro de 2018, que foi de R\$ 464,4 bilhões. Em termos do PIB, o déficit nominal

acumulado em 12 meses representa em 2019 6,44% do PIB estimado pelo Banco Central, enquanto o de 2018 representa 6,84% do PIB de 2018.

O Gráfico 3.5 apresenta a evolução das Necessidades de Financiamento do Setor Público (NFSP) pelo conceito nominal acumuladas em 12 meses a partir de novembro de 2002. Pode-se perceber o patamar dos déficits nominais a partir de 2015, bastante superior em relação ao resto da série histórica, mantendo-se em torno de 9% do PIB. No período recente, é possível perceber uma redução gradual desses déficits, associados principalmente aos menores pagamentos de juros e patamar gradualmente inferior dos déficits. Com isso, embora ainda alto, o impacto dos déficits nominais no crescimento da dívida do setor público vem se reduzindo gradualmente.

Gráfico 3.5 – Déficit Nominais acumulados em 12 meses, em % PIB



Fonte: Banco Central do Brasil.

3.4 Tendências Futuras

Com a aprovação da Reforma da Previdência, o governo federal espera, além de reduzir o valor médio pago em aposentadorias, ampliar o tempo médio até a aposentadoria e, conseqüentemente, compensar a tendência de crescimento do gasto obrigatório nessa rubrica. Embora o governo venha atuando, nos últimos anos, na redução do déficit por meio de obtenção de receitas extraordinárias, como regularizações tributárias e receitas de concessões, a prioridade é a

aprovação de reformas para controle das despesas. O enfoque do governo é de alteração nas regras das despesas obrigatórias, reduzindo o volume de pagamentos a serem realizados para o RGPS e a rigidez dos gastos da União. Passada essa etapa da agenda de reformas iniciadas em 2016, o governo já apresentou novas PECs a serem debatidas para o próximo ano no Congresso Nacional, tratando de temas como o pacto federativo, reforma administrativa, reforma tributária e privatizações.

3.5 Dívida do Setor Público

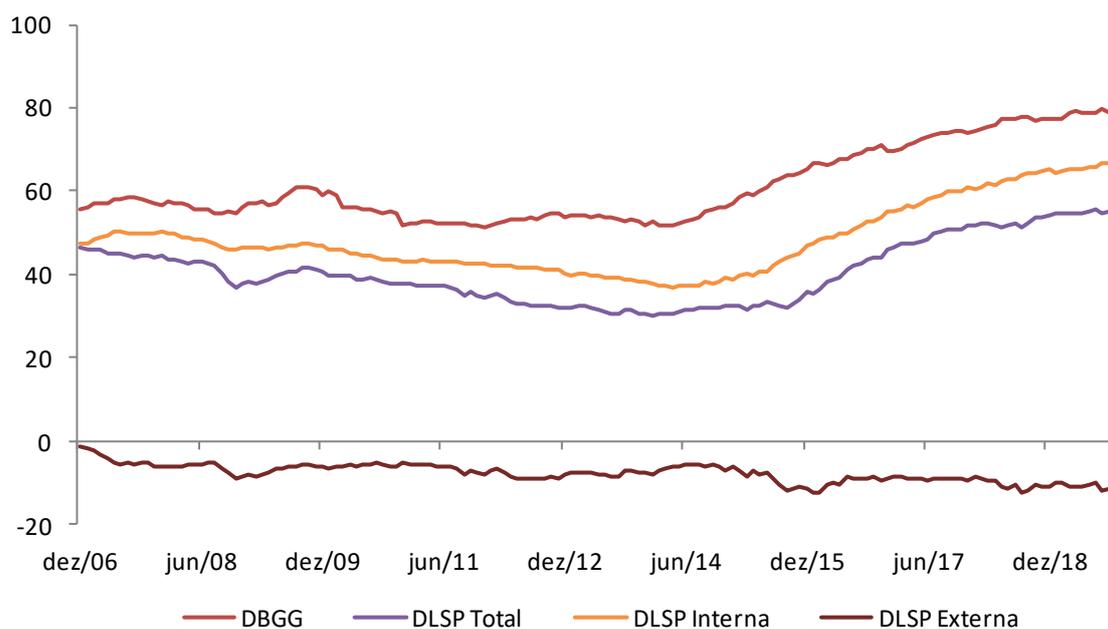
Dívida Líquida do Setor Público

A Dívida Líquida do Setor Público Consolidado atingiu, ao final de outubro de 2019, o valor de R\$ 3,96 trilhões (55,8% do PIB), o que corresponde a uma alta, em termos nominais, de 8,8% em relação a outubro de 2018, em que a DLSP correspondia a R\$ 3,64 trilhões (53,6% do PIB). Assim, segue a trajetória de crescimento da Dívida Líquida, como consequência dos elevados déficits nominais a partir de 2014. No entanto, é possível notar que a aceleração da dívida se reduz gradualmente. A DLSP Interna, por sua vez, atingiu R\$ 4,7 trilhões (66,3% do PIB) em outubro de 2019, valor 7,95% superior, em termos nominais, em relação ao mesmo mês do ano anterior, no qual a Dívida Líquida Interna atingiu R\$ 4,35 trilhões (64,1% do PIB). A DLSP Externa, por sua vez, foi negativa em R\$ 738,1 bilhões (-10,4% do PIB), apresentando redução de 3,7% em relação ao mesmo período do ano anterior, quando essa rubrica era negativa em R\$ 711,4 bilhões (-10,48% do PIB). É necessário considerar que houve uma mudança metodológica na apuração da DLSP Interna e Externa, afetando os valores das séries retroativamente, porém sem impactar a DLSP Total.

Dívida Bruta do Governo Geral

A Dívida Bruta do Governo Geral (DBGG) totalizou em outubro de 2019 R\$ 5,55 trilhões, correspondendo a 78,3% do PIB. Esse valor é 6% superior aos R\$ 5,23 trilhões correspondentes ao mesmo período do ano anterior, equivalente a 77% do PIB de 2018. Dessa forma, a trajetória de crescimento da Dívida Bruta segue elevada, decorrente dos elevados déficits nominais, porém gradualmente desacelerando com a leve melhora nos resultados fiscais. O Gráfico 3.6 consolida a trajetória da DBGG e da DLSP, demonstrando o aumento a partir do início crise, em meados de 2014.

Gráfico 3.6 – Dívida Líquida do Setor Público e Dívida Bruta do Governo Geral, em % PIB



Fonte: Banco Central do Brasil.

3.6 Governo Estadual

De acordo com o Relatório Resumido da Execução Orçamentária (RREO) do 5º bimestre, divulgado pela Contadoria e Auditoria-Geral do Estado da Secretaria da Fazenda do Rio Grande do Sul (CAGE/SEFAZ-RS), o resultado da execução orçamentária até o 5º bimestre de 2019 foi deficitário em R\$ 4,4 bilhões. Esse déficit foi obtido por meio da diferença entre uma Receita Líquida Total de R\$ 55,6 bilhões e uma Despesa Total liquidada de R\$ 60 bilhões.

Na composição das Receitas Correntes, no valor total de R\$ 42,6 bilhões, as receitas tributárias totalizaram R\$ 31,2 bilhões, sendo principalmente compostas pela receita de ICMS, que foi de R\$ 24,9 bilhões, e pela receita do IPVA, que foi de R\$ 1,9 bilhão. As Transferências Correntes totalizaram R\$ 6,6 bilhões no período, destacando-se os repasses constitucionais da União por meio do Fundo de Participação dos Estados (FPE/IPI-EE), que foram de R\$ 1,4 bilhão e as transferências por meio do FUNDEB, que foram de R\$ 3,6 bilhões. As Deduções da Receita Corrente foram de R\$ 8,2 bilhões.

Em relação às despesas até o 5º bimestre de 2019, a despesa corrente liquidada foi de R\$ 46 bilhões, sendo composta por R\$ 25,4 bilhões referentes à pessoal e encargos sociais, R\$ 2,3 bilhões referentes a juros e encargos da dívida e R\$ 16,5 bilhões referentes a outras despesas correntes. As

despesas de capital foram de R\$ 1,8 bilhão, sendo R\$ 1,34 bilhão referente à amortização da dívida. Os investimentos foram de R\$ 358 milhões no período.

Conforme o Relatório de Gestão Fiscal do 2º quadrimestre, a Dívida Consolidada Líquida atingiu valor de R\$ 87,2 bilhões, correspondendo a 225,86% da Receita Corrente Líquida. Esse valor é superior aos R\$ 84,2 bilhões ao final do exercício anterior, que correspondiam a 222,9% da Receita Corrente Líquida.

O Governo do Estado acaba de anunciar pacote de Reformas Fiscais, com o objetivo de realizar uma reforma da previdência estadual, nos moldes da aprovada no nível federal, e reduzir gastos com pessoal, alterando planos de carreira, gratificações, dentre outras medidas de contenção de gasto, com o intuito também de viabilizar a adesão do Rio Grande do Sul ao Regime de Recuperação Fiscal (RRF).

Henrique de Abreu Grazziotin

4 INFLAÇÃO

A taxa de inflação sofreu um choque no último bimestre de 2019. Até outubro, a inflação acumulada em doze meses era de apenas 2,54%, muito próxima do piso do sistema de metas de inflação que é de 2,75%. Mas, em novembro, a taxa de inflação mostrou uma elevação significativa em relação aos meses anteriores, atingindo 0,51%. Como mostra a Tabela 4.1, houve um choque de preços associado à elevação da carne, da tarifa de energia elétrica e das tarifas de loterias. Os preços da carne, sob pressão da demanda da China por proteína animal, foi o item com maior contribuição para o IPCA de novembro, 0,22 ponto percentual, o que significa 43% do total da inflação do mês. Houve também uma elevação de quase 25% nas loterias, o que afetou o item despesas pessoais, que contribuiu com 0,13 ponto percentual para a inflação de novembro. Por fim, a falta de chuvas fez com que a bandeira tarifária passasse de amarela, em outubro, para vermelha nível 1, em novembro, o que também contribuiu para a elevação da inflação. Desses três elementos apenas a carne deverá continuar a pressionar a inflação em dezembro e, possivelmente, janeiro de 2020. Não haverá um novo reajuste das loterias e a bandeira tarifária já caiu para amarela em dezembro e deverá se tornar verde em janeiro.

Tabela 4.1- Taxas de Inflação (IPCA e IPCA-15), em % - set.-nov./19

	setembro		outubro		novembro		em p.p.
	IPCA-15	IPCA	IPCA-15	IPCA	IPCA-15	IPCA	
Índice Geral	0,09	-0,04	0,09	0,10	0,14	0,51	0,51
Alimentação e Bebidas	-0,34	-0,43	-0,25	0,05	0,06	0,72	0,18
Habitação	0,76	0,02	-0,23	-0,61	-0,22	0,71	0,11
Artigos de Residência	-0,40	-0,76	-0,21	-0,09	-0,06	-0,36	-0,01
Vestuário	0,58	0,27	0,14	0,63	0,68	0,35	0,02
Transportes	0,09	0,00	0,35	0,45	0,30	0,30	0,05
Saúde e Cuidados Pessoais	0,09	0,58	0,85	0,40	0,20	0,21	0,03
Despesas Pessoais	0,10	0,04	0,16	0,20	0,40	1,24	0,13
Educação	0,04	0,04	0,09	0,03	0,04	0,08	0,00
Comunicação	-0,06	-0,01	0,00	-0,01	-0,02	-0,02	0,00

Fonte: IBGE.

Nesse sentido, o choque inflacionário que deverá ser sentido no final de 2019 é um choque temporário de preços e não deverá afetar o cenário benigno para a trajetória da inflação nos próximos meses. Mesmo considerando o choque inflacionário de novembro, a taxa de inflação acumulada em doze meses atingiu “apenas” 3,27%, um valor ainda abaixo do centro da meta (4,25%) para 2019. Tudo indica que, pelo terceiro ano consecutivo teremos uma taxa de inflação abaixo do centro da meta.

Cabe destacar ainda, que há efeitos positivos desse choque inflacionário sobre a inflação de 2020. No próximo ano não haverá reajuste de loterias e o ano de 2020 se iniciará com uma pressão para baixo das tarifas de energia elétrica. Mas significativo ainda é o fato de que, no caso da carne, a maior parte dos analistas imputava o choque de preços derivado da peste suína africana para o ano de 2020. Ao ocorrer em 2019, a antecipação da elevação dos preços de proteína animal “limpa” a inflação de 2020 desse choque, tornando o cenário prospectivo ainda mais benigno, o que deverá levar o Banco Central a reduzir a taxa de juros ainda mais no primeiro trimestre de 2020.

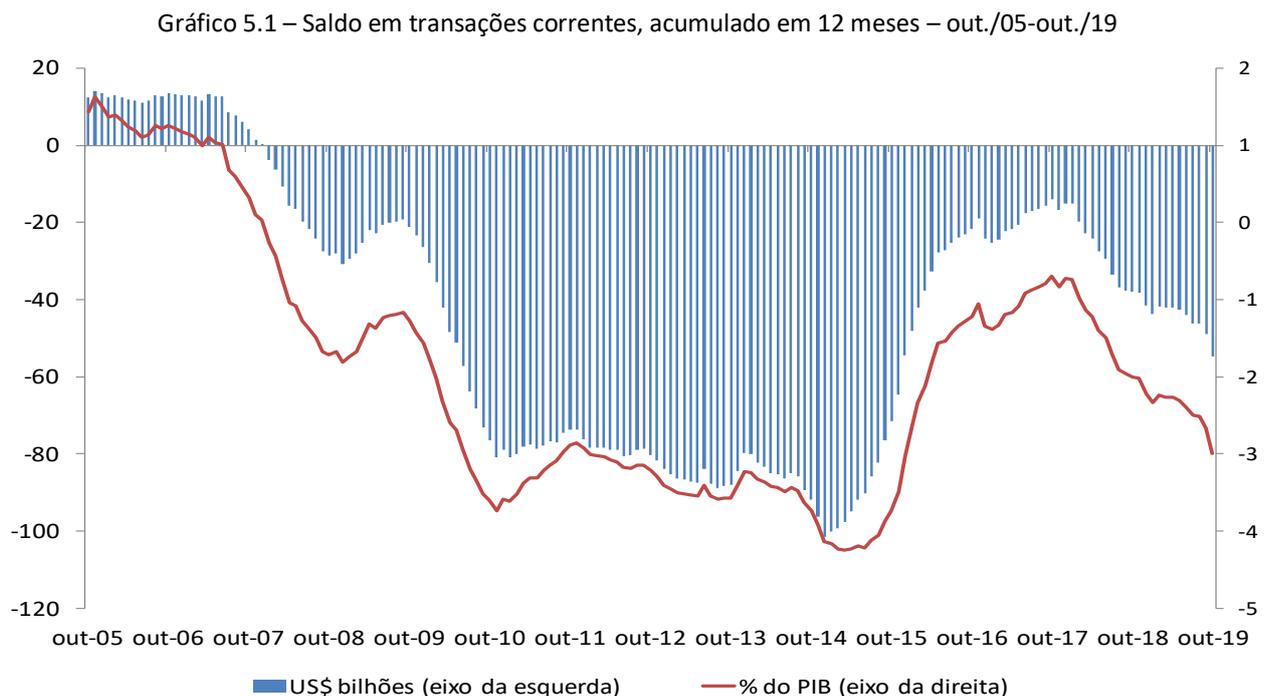
Marcelo Portugal

5 BALANÇO DE PAGAMENTOS

O desempenho do setor externo da economia brasileira manteve a tendência observada ao longo do ano. Apesar de não se constituir, no presente, em fonte de instabilidades, requer acompanhamento devido à possibilidade de riscos futuros. O cenário mundial aponta para uma relativa estabilidade. As taxas de juros internacionais ainda estão em patamares baixos. As tensões

no Oriente Médio não se acentuaram. Ao mesmo tempo, as disputas comerciais entre a China e os EUA parecem tender para uma relativa acomodação. Outro elemento que contribui para ancorar as expectativas dos mercados internacionais diz respeito à definição da eleição do Reino Unido, com a vitória consistente do Partido Conservador, que sinaliza uma solução para os dilemas da Brexit. Por outro lado, a América do Sul apresenta um cenário político instável, marcado por protestos e mudanças de governo.

Analisando-se as contas externas brasileiras, observa-se que nos 12 meses encerrados em outubro de 2019 o déficit em Transações correntes foi de US\$ 54,8 bilhões (ou 2,5% do PIB). No acumulado de janeiro a outubro de 2019, o déficit em Transações correntes foi de US\$ 47,7 bilhões. A Balança comercial no período apresentou superávit de US\$ 29,1 bilhões, 49% inferior ao mesmo período do ano anterior. Essa redução deve-se às quedas tanto do *quantum* quanto dos preços das exportações.



Fonte: Banco Central do Brasil.

Com relação às demais contas das Transações correntes, observa-se estabilidade no déficit de Serviços, em comparação com o mesmo período de 2018. Em 12 meses, esse déficit alcançou US\$ 36,0 bilhões. As Rendas primárias também apresentaram estabilidade, quando comparadas ao mesmo período anterior. Nos 12 meses essa conta apresentou um déficit de US\$ 59,1 bilhões. Já as

Rendas secundárias apresentaram superávit de US\$ 0,3 bilhão no acumulado de janeiro a outubro de 2019, alcançando em 12 meses US\$ 0,4 bilhões.

Tabela 5.1 – Balanço de pagamentos, em US\$ bilhões – 2018-2019

	jan.-out./18	jan.-out./19	acumulado em 12 meses
I. Transações correntes	-32,4	-45,7	-54,8
Balança comercial	43,5	29,1	38,7
Exportações	199,2	185,9	226,2
Importações	155,7	156,7	187,5
Serviços	-29,4	-29,6	-36,0
Rendas primárias	-46,2	-46,4	-59,1
Rendas secundárias	-0,3	1,3	1,5
II. Conta capital	0,4	0,3	0,4
III. Conta financeira (1)	-34,2	-48,4	-56,6
Investimento direto líquido	-62,8	-43,4	-56,7
Investimento em carteira (2)	1,3	20,0	28,3
Outros investimentos	15,4	-12,0	-6,1
Ativos de reserva	11,9	-13,1	-22,1
Erros e omissões	-2,2	-3,1	-2,2

Fonte: Banco Central do Brasil (Estatísticas do Setor Externo, nota à imprensa divulgada em 25/11/19).

(1) Na conta financeira, o resultado negativo representa um aumento nos passivos externos e um ingresso de divisas no País, e vice-versa.

(2) Inclui derivativos.

Preserva-se, assim, a tendência já constatada de aumento gradual do déficit em Transações correntes da economia brasileira, devido aos resultados mais baixos para a Balança comercial. Esse déficit tem sido financiado pelos ingressos na conta financeira e pela redução das reservas internacionais do País. Considerando-se o conjunto dos fluxos da conta financeira – que inclui, além do investimento direto no País, o investimento direto no exterior, os investimentos em ações, os empréstimos de curto e longo prazos e a variação das reservas internacionais, entre outros –, houve um ingresso líquido de US\$ 48,4 bilhões entre janeiro e outubro de 2019, indicando uma elevação em relação ao mesmo período do ano anterior.

Ao longo de 2019 os fluxos autônomos de financiamento (quando são excluídas as variações nas reservas internacionais) registraram um ingresso de divisas da ordem de US\$ 35,4 bilhões. Esse valor resultou do ingresso líquido de investimento direto (US\$ 43,4 bilhões), e de outros investimentos (US\$ 12,0 bilhões) e da saída líquida de investimentos em carteira (US\$ 20,0 bilhões). Nos doze meses encerrados em outubro, os fluxos de investimento direto foram insuficientes para compensar tanto a elevação do déficit em Transações correntes quanto a saída líquida de recursos na

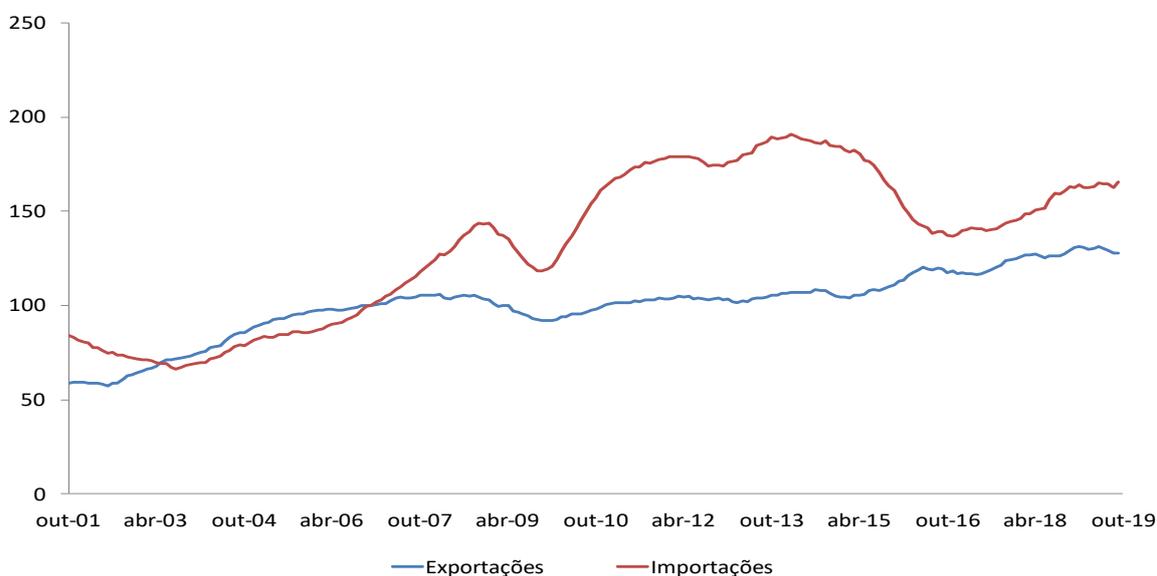
rubrica de Investimentos em carteira, o que acarretou em uma redução de US\$ 22,1 bilhões nas reservas internacionais.

Considerando-se o contexto internacional e a redução da taxa de juros básica na economia brasileira, é plausível supor que a saída de investimentos em carteira prossiga, bem como a tendência de elevação do déficit em Transações correntes. Ao mesmo tempo, cabe ressaltar que as reservas internacionais do País ainda apresentam magnitude compatível com a administração de tais déficits em condições de estabilidade do setor externo.

Desempenho das exportações e importações

Ao longo de 2019, o volume das exportações brasileiras apresentou uma trajetória de estabilidade, enquanto as importações registraram uma tendência de crescimento moderado (Gráfico 5.2). Segundo os dados da Funcex, a comparação de janeiro a outubro com o mesmo período do ano anterior revela tendência de queda tanto do volume exportado, como dos preços. As importações, por sua vez, registraram crescimento em volume e queda em preços no mesmo período.

Gráfico 5.2 – Índices de *quantum* das exportações e importações, em média móvel de 12 meses (base 2006 = 100) – out./01-out./19



Fonte: Funcex.

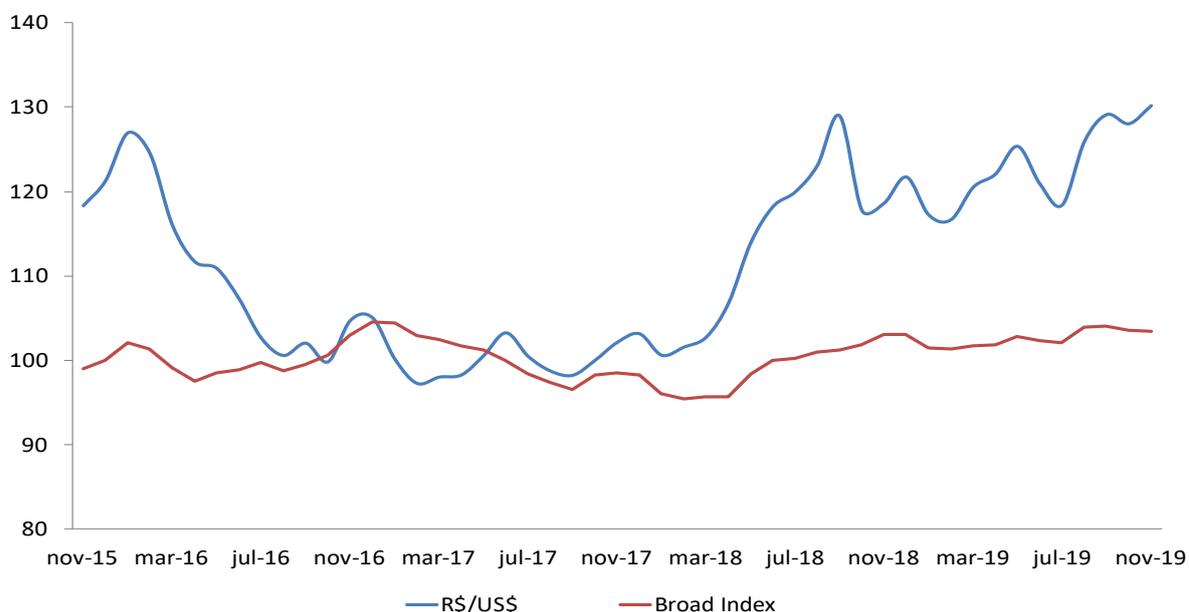
As recentes frustrações com a política comercial norte-americana em relação ao Brasil, tanto no mercado de proteínas animais, quanto no recente anúncio da imposição de tarifas às exportações

de aço e alumínio do Brasil, implicam a redução das expectativas de inflexão desta trajetória no futuro imediato. Ao mesmo tempo, são aguardadas maiores definições sobre os rumos para as políticas econômica e comercial que devem ser seguidos pelo recém empossado Governo da Argentina, enquanto a China mantém o seu papel de liderança na compra de *commodities* produzidas no País. Desta forma, em termos gerais, não se observam mudanças significativas nas tendências recentes observadas para a Balança comercial brasileira.

Reservas internacionais e taxa de câmbio

A recente desvalorização da moeda brasileira associa-se à redução da taxa de juros doméstica e à correspondente saída do País de investimentos em carteira, em um cenário de retração do comércio internacional (Gráfico 5.3). Ainda assim, em que pese a possibilidade de eventos de instabilidade e as incertezas relacionadas aos fluxos comerciais, do ponto de vista das contas externas o Brasil mostra-se relativamente bem posicionado para absorver eventuais choques negativos no mercado cambial.

Gráfico 5.3 – Índices de taxa de câmbio nominal do real e de uma cesta de moedas (*broad dollar index*) em relação ao dólar (base 2017 = 100) – nov./15–nov./19

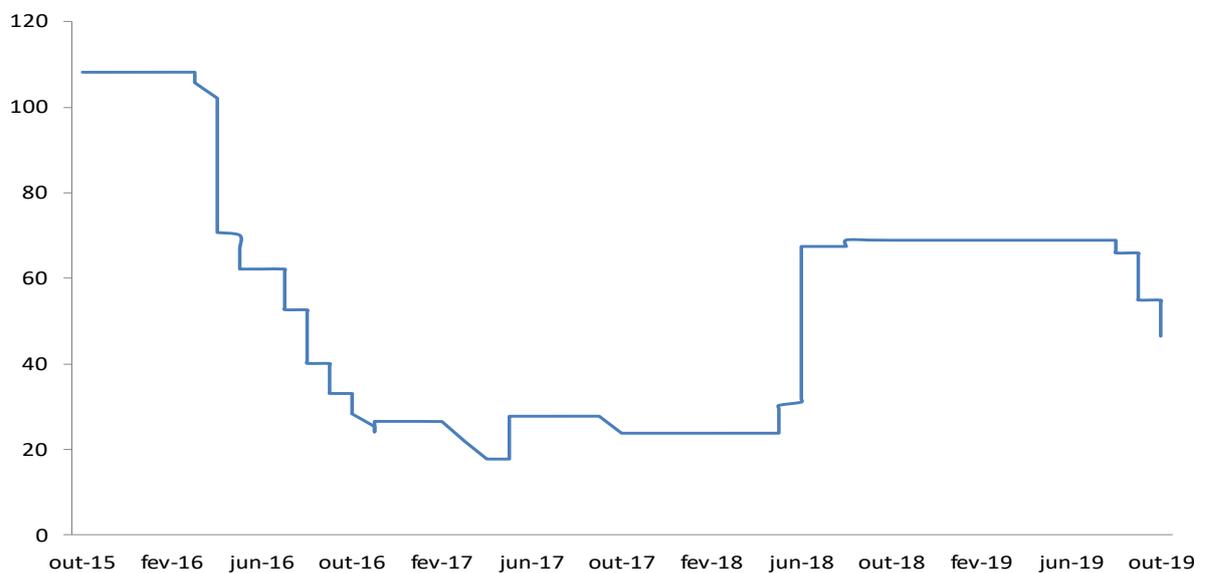


Fonte: Banco Central do Brasil e Federal Reserve Board.

O Gráfico 5.4 mostra uma redução do estoque de contratos de *swaps* cambiais. Isto se deve à opção do governo brasileiro pela venda de dólares no mercado à vista, com o objetivo de aproveitar

o cenário de saída de divisas para reduzir o custo fiscal associado à manutenção das reservas internacionais e às incertezas relativas ao estoque de *swaps*. O efeito dessa nova estratégia é a queda do estoque de reservas internacionais. Estas correspondiam a US\$ 380,0 bilhões, em junho de 2019, e se reduziram para US\$ 369,8 bilhões, em outubro de 2019. Porém, mesmo com tais movimentos, o estoque de reservas continua com magnitude elevada, sendo compatível com a redução de impactos negativos na economia de eventuais incertezas associadas aos cenários interno e externo.

Gráfico 5.4 – Saldo líquido das operações de *swap* cambial, em US\$ bilhões – out./15-out./19



Fonte: Banco Central do Brasil (Nota à imprensa do mercado aberto, out./19).

De maneira geral, o Balanço de pagamentos brasileiro reflete um quadro de estabilidade conjuntural, ainda que alguns elementos apontem para uma moeda doméstica mais depreciada do que no ano anterior. Cabe ponderar, entretanto, que persistem diversos riscos externos, ao mesmo tempo em que ficam claros os indícios de que a economia mundial não poderá contribuir de maneira mais intensa na recuperação do nível de atividade da economia brasileira.

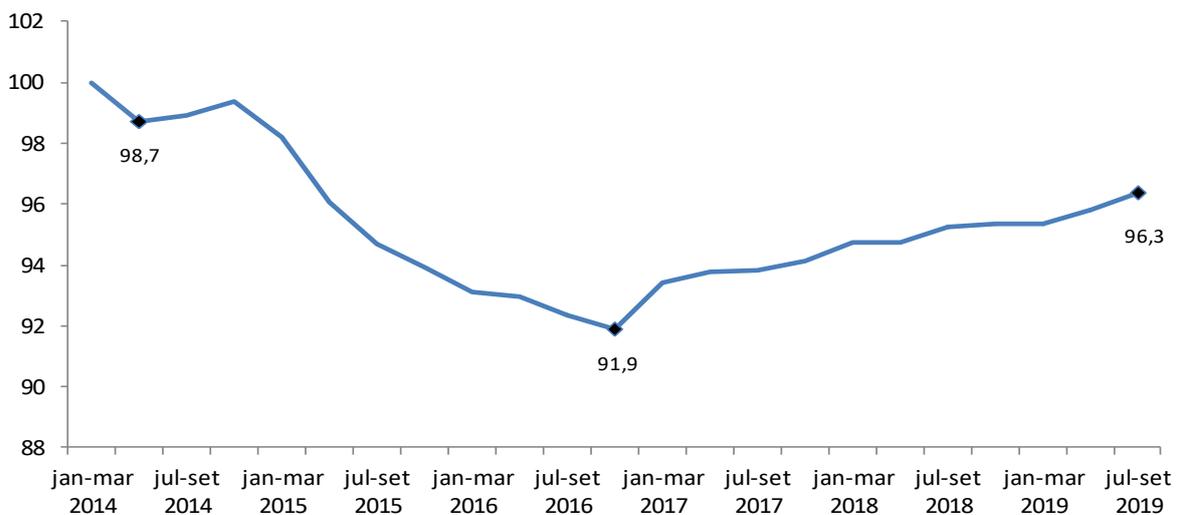
Alessandro Donadio Miebach e Cecília Rutkoski Hoff

6 NÍVEL DE ATIVIDADE

Na primeira semana de dezembro o IBGE divulgou os números do PIB brasileiro para o terceiro trimestre de 2019 e houve uma surpresa positiva, ainda que muito leve: as taxas do trimestre, quando comparadas com o trimestre imediatamente anterior (com ajuste sazonal), foram um pouco superiores ao que os analistas de mercado projetavam, chegando a uma expansão de 0,6%. Nesta divulgação houve também a revisão dos números dos anos de 2017 e 2018, que foram ajustados para cima, com taxas de crescimento de 1,3% ao invés das taxas anteriores, de 1,1% nos dois anos.

Assim, com estas taxas mais altas para os anos anteriores, se tomarmos como referência pré-recessão o primeiro trimestre de 2014 – o Comitê de Datação de Ciclos da FGV considera que a recente recessão começou no segundo trimestre de 2014 e terminou no último de 2016, com queda acumulada de 8,2% do PIB no período –, o PIB da economia brasileira no terceiro trimestre de 2019 estava 3,7% abaixo do de antes da recessão (Gráfico 6.1). Observe-se que na edição anterior desta Carta, antes da revisão das informações para os anos de 2017 e 2018, o segundo trimestre de 2019 tinha um nível de PIB 4,8% menor que o do início de 2014. Trata-se, portanto, de uma mudança significativa. Contudo, projetando-se um crescimento de 1,1% neste ano e 2,2% em 2020, aproximadamente de acordo com o que o mercado espera, terminaríamos 2020 com um nível de PIB ainda cerca de 1% inferior ao de 2014, reforçando a ideia de que a recessão de 2014-2016 foi a que teve a mais lenta recuperação da nossa história.

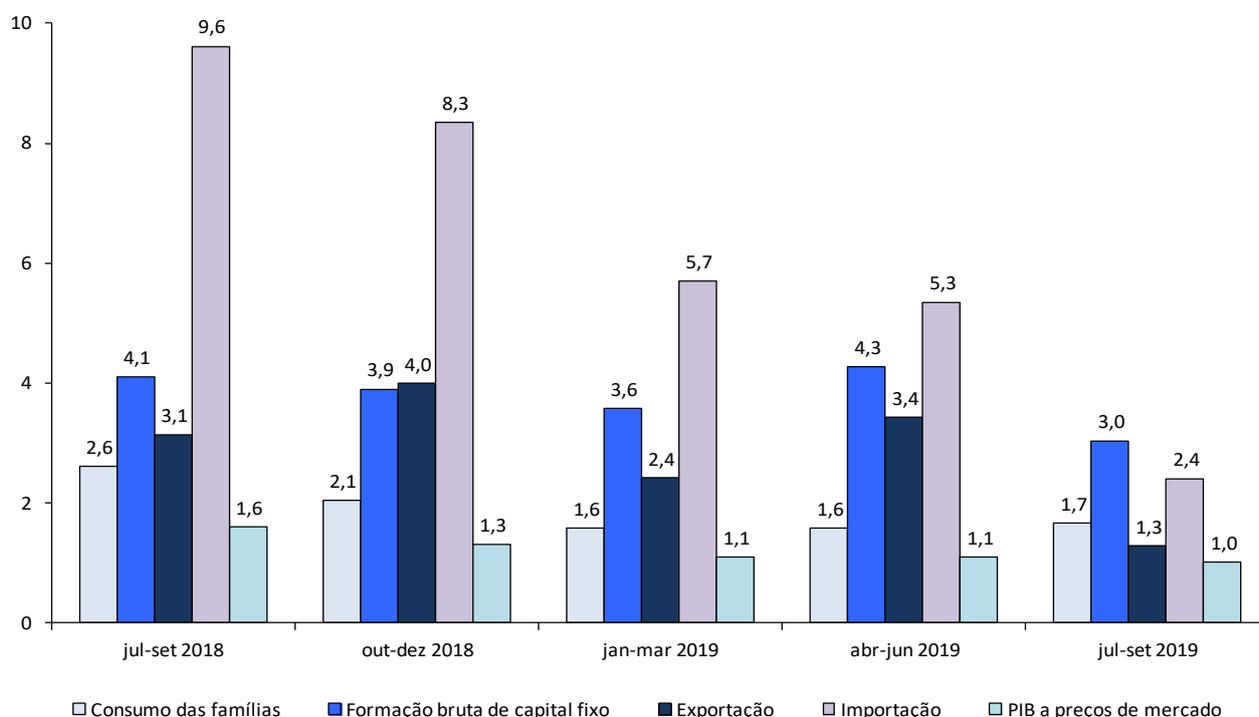
Gráfico 6.1 - Índice do PIB brasileiro (1º trim./2014 = 100) – 2014-2019



Fonte: CNT - IBGE.

O Gráfico 6.2 exibe a evolução das taxas de crescimento do PIB, acumuladas em quatro trimestres, pela ótica dos componentes da demanda⁷. É fácil observar a fragilidade do crescimento no período recente, destacando-se as taxas baixas – e em queda, quando comparadas com o terceiro trimestre de 2018 – do Consumo das famílias, o setor de maior peso na estrutura do PIB. Ele continua sofrendo o impacto negativo de um mercado de trabalho sem força, que cresce quase apenas pelo seu segmento informal e que não oferece a devida segurança para que as famílias possam assumir mais compromissos de médio prazo com compras no crediário.

Gráfico 6.2 - Taxas de crescimento do PIB brasileiro, por componentes da demanda, acumuladas em quatro trimestres, em % - 2018/2019



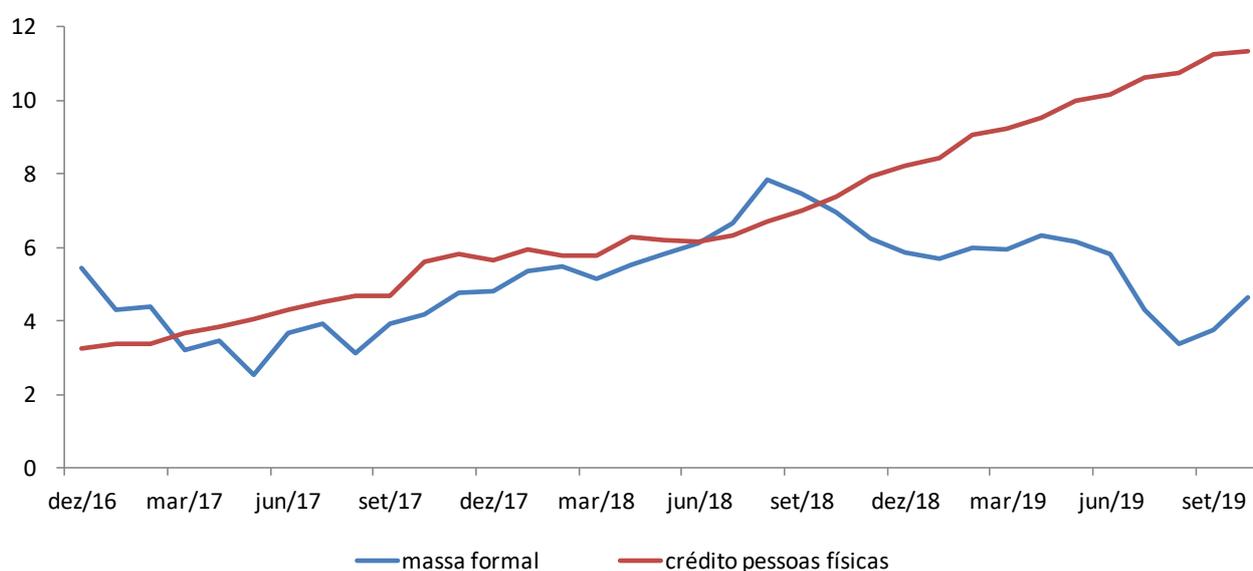
Fonte: CNT - IBGE.

É curioso observar que, a despeito da fragilidade do mercado de trabalho, tem ocorrido um aumento contínuo do saldo total da carteira de crédito para pessoas físicas. Em outubro de 2019, última informação disponível, o saldo era 11,3% maior que o do mesmo mês de 2018 (variação

⁷ É necessário lembrar que, conforme o alerta já feito nas Cartas de Conjuntura anteriores, os equipamentos da indústria de óleo e gás que já operavam no País e tiveram que ser contabilizados como Importação e Formação de capital no terceiro trimestre de 2018, por uma questão tributária (Repetro), causaram um viés de alta nos resultados destas duas contas até o segundo trimestre de 2019. A partir do terceiro trimestre de 2019 o viés passa a ser de baixa, sempre considerando a avaliação acumulada em quatro trimestres. Do ponto de vista do PIB total, o efeito líquido é zero, já que as duas contas têm sinais contrários.

nominal). Em contrapartida, a massa de rendimentos das ocupações formais, que, se esperaria andar *pari passu* com o crédito, até porque deveria dar sustentação aos pagamentos das operações de crédito, tem crescido muito menos, 4,7% (nominal) na comparação entre outubro de 2019 e o mesmo mês do ano anterior. O Gráfico 6.3 mostra a evolução das duas variáveis desde o final de 2016; observa-se que até outubro do ano passado as duas curvas caminhavam quase juntas, mas a partir daquele momento houve um descolamento que deixa dúvidas sobre o futuro.

Gráfico 6.3 – Taxas de crescimento nominais da massa de rendimentos das ocupações formais e do saldo da carteira de crédito para pessoas físicas (total) no Brasil, mês contra mesmo mês do ano anterior, em % – dez/16-out/19



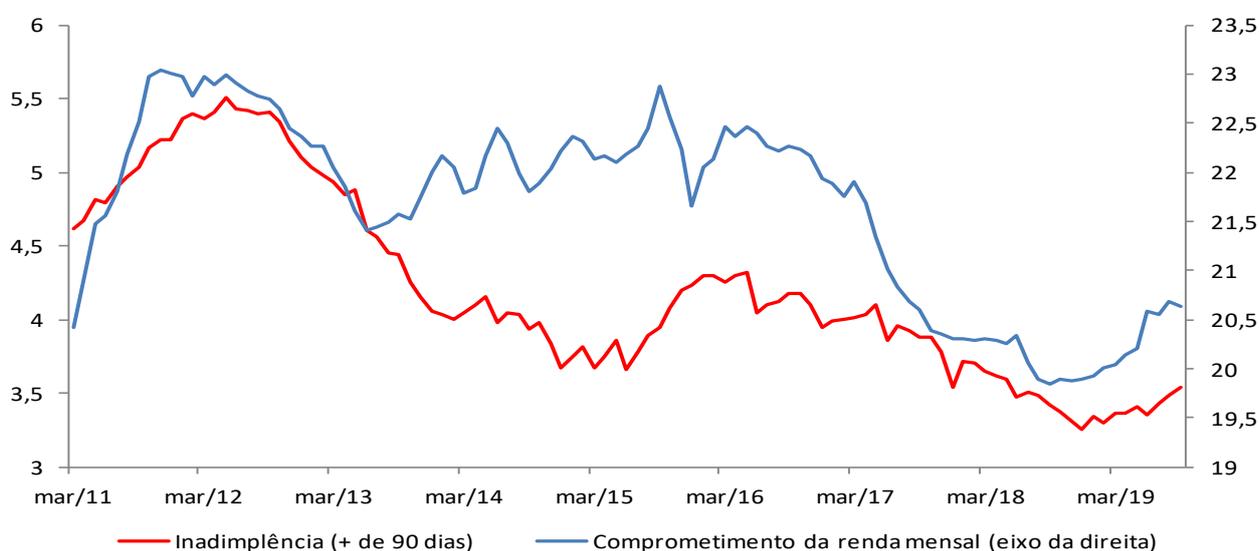
Fonte dos dados brutos: PNAD-C - IBGE e Banco Central do Brasil.

O debate sobre a concessão de crédito e a efetiva capacidade de pagamento das famílias remete para uma discussão que constava da edição anterior desta Carta, quando se associavam ao aumento do crédito duas outras variáveis, a inadimplência e o comprometimento de renda das famílias com o serviço da dívida com o Sistema Financeiro Nacional. Naquele momento verificava-se que os aumentos do crédito e do comprometimento da renda estavam vinculados a um ciclo de queda da inadimplência que havia começado ainda na metade de 2016. Alertava-se que tal combinação poderia ser considerada saudável, se fosse sustentável e não levasse a uma nova alta da inadimplência, o que deveria ser observado nos meses seguintes.

Pois bem, passados três meses, o que o Gráfico 6.4 mostra é que continuou crescendo o comprometimento da renda, mas junto houve a reversão da curva de inadimplência, que passou a

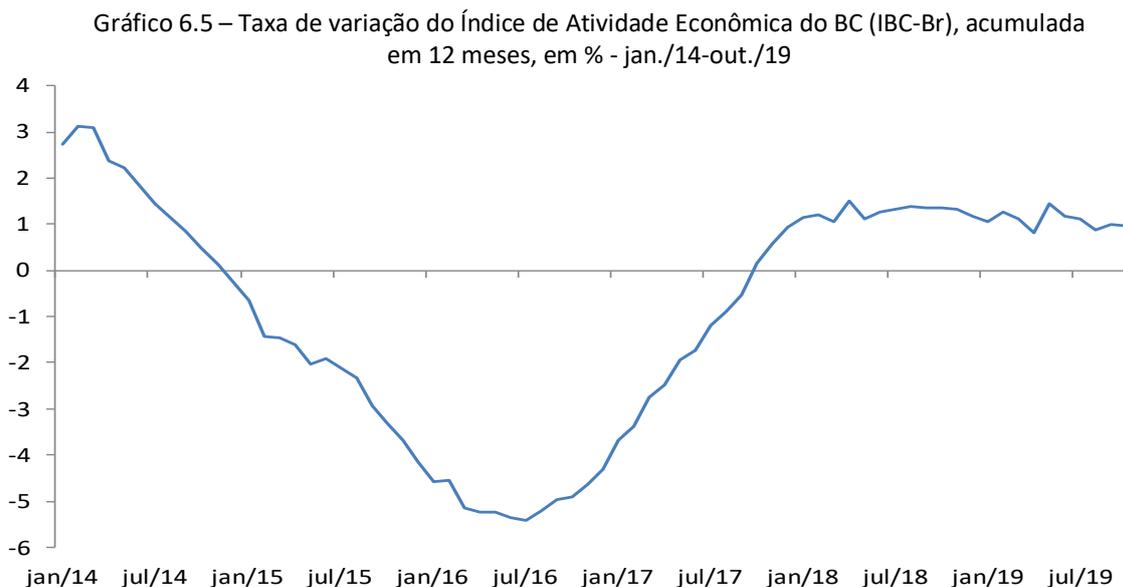
mostrar nova alta, ainda que modesta. Os próximos meses devem deixar mais clara a combinação entre as quatro variáveis: concessão de crédito para pessoas físicas, massa de rendimentos, comprometimento da renda e inadimplência. Até porque há uma defasagem natural entre a concessão do crédito sem o devido lastro de rendimentos e a inadimplência, que é verificada somente após 90 dias de atraso dos pagamentos. Porém, a relação atual entre as quatro variáveis não parece indicar um caminho de êxito para sustentar o Consumo das famílias, tarefa ainda mais difícil diante do avanço da informalidade, da subutilização da mão de obra e das novas regras sobre trabalho intermitente.

Gráfico 6.4 – Inadimplência e comprometimento da renda das famílias no Brasil, em % – mar./11-set./19



Fonte: Banco Central do Brasil.

O IBC-Br também mostra a dificuldade da economia brasileira de ganhar tração no seu processo de retomada pós-crise recessiva. Na medida acumulada em 12 meses (Gráfico 6.5), é possível observar o auge do período recessivo, entre 2015 e 2016, com a pior taxa atingindo -5,4% em julho de 2016. Dali para frente há um processo de recuperação e a taxa passa para o terreno positivo em outubro de 2017; continuando seu trajeto de alta, atinge 1,5% em abril de 2018, mas não sustenta a alta. Desde aquele momento até o presente o IBC-Br tem oscilado num nível um pouco acima de 1% e a última informação disponível, de outubro, marca 0,96%. O Relatório Focus de 13 de dezembro previa 1,12% para a expansão do PIB em 2019.



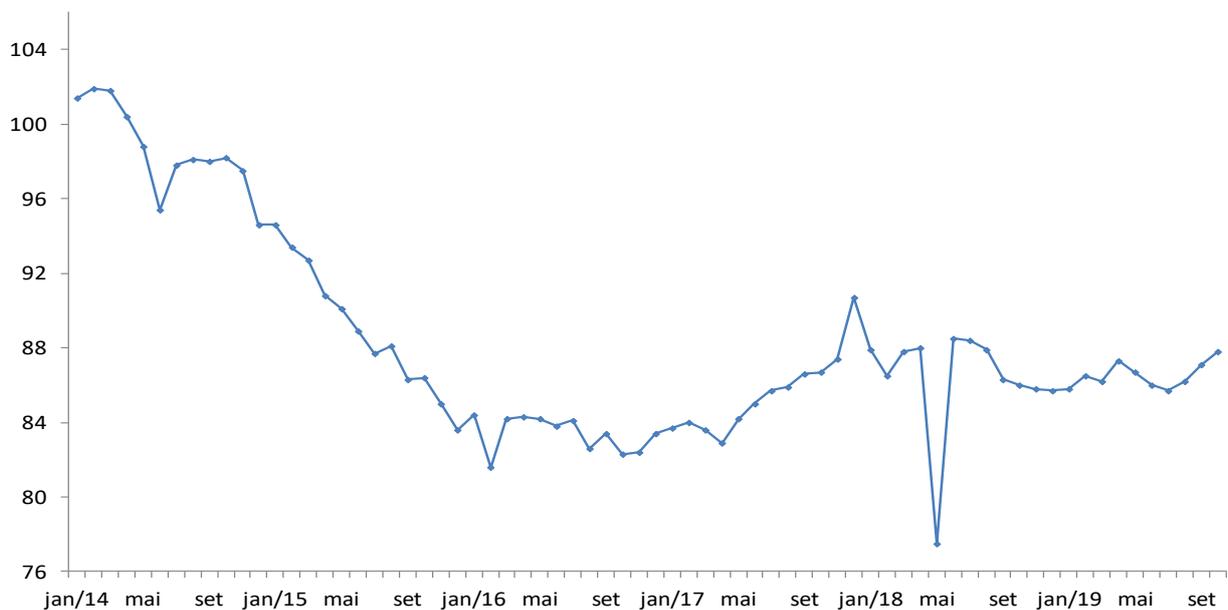
Fonte: Banco Central do Brasil.

A combinação entre política fiscal arrojada e política monetária com juros muito baixos, os menores da história, não tem sido suficiente para gerar crescimento. E tudo indica que, por fatores externos e domésticos, chegamos ao fim do ciclo de rebaixamento da Selic. A elevação da inflação, tanto a efetiva quanto as previsões, e a mudança de patamar da taxa de câmbio fecharam a margem de manobra para novas quedas, tanto mais quando se pensa em avançar um pouco no tema do crescimento, até mesmo por necessidade política. Por outro lado, acenderam os sinais de alerta sobre a evolução das contas externas, a despeito da fragilidade do PIB, com o déficit em Transações correntes crescendo rapidamente nos últimos meses. Tais resultados – PIB fraco, inflação mais alta, câmbio acima de R\$ 4 e piora das contas externas –, mesmo com taxa de juros no piso histórico, colocam uma dúvida sobre se está em curso efetivamente uma mudança estrutural da economia brasileira ou se o arranjo atual não se sustenta diante de um nível de atividade que necessariamente terá de responder à expectativa da sociedade nos próximos anos.

A Indústria de transformação brasileira esboçou uma pequena reação nos últimos três meses, com uma sucessão de taxas mensais positivas de crescimento da produção física a partir de agosto, o que fez o nível da produção de outubro deste ano encostar no de abril de 2018, momento anterior aos efeitos negativos da paralisação dos transportadores (Gráfico 6.6). Tal reação pode parecer diminuta, e efetivamente é, mas diante dos resultados tão ruins dos últimos anos, trata-se de algo a observar. De fato, fazia muito que a Indústria não acumulava três meses de variações positivas em

sequência, ainda que bem pequenas. Considerando-se o período recente, desde 2014, somente entre maio e dezembro de 2017 ocorreu uma sequência de taxas mensais positivas – oito naquele momento –, o que acumulou uma elevação da produção física de 9,4% naquele intervalo. A variação atual é bem mais modesta, de apenas 2,4%, e é puxada por bens de consumo duráveis, a única categoria de uso com taxa superior à média neste intervalo de três meses; bens de capital chegou a ter variação negativa (-0,5%).

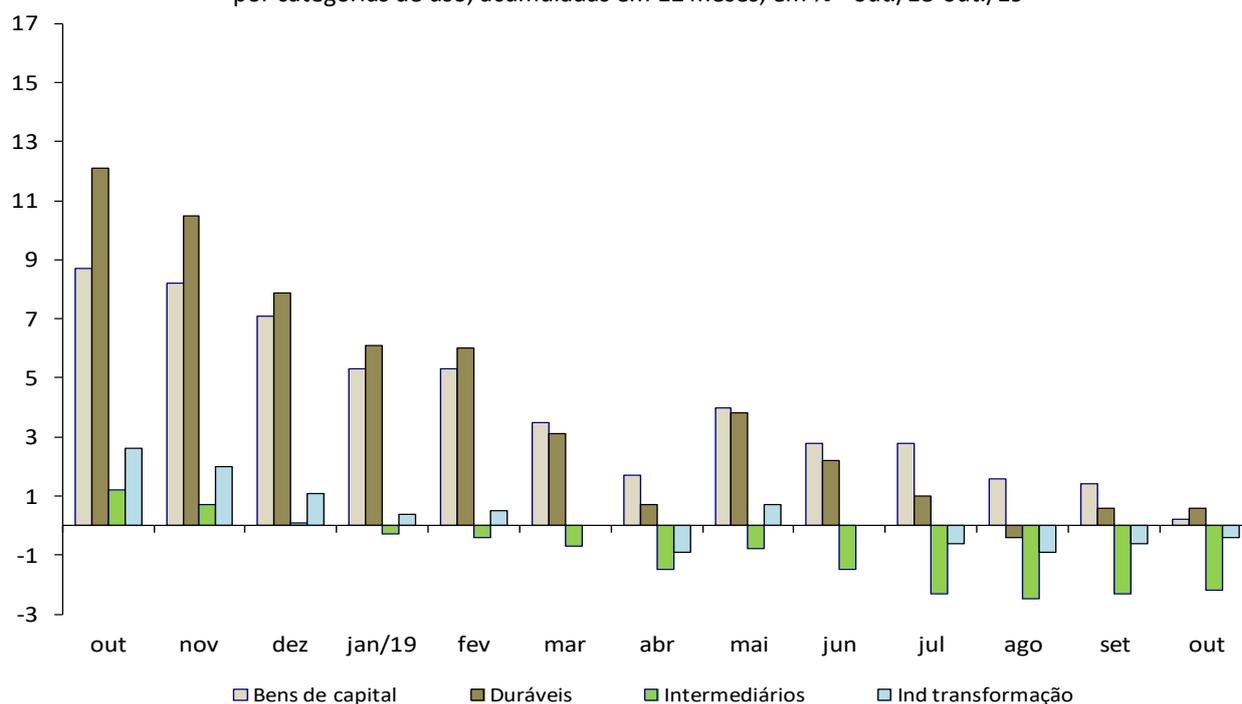
Gráfico 6.6 - Índice de base fixa da produção física da Indústria de transformação brasileira, com ajuste sazonal - jan./14 - out./19



Fonte: PIM – IBGE.

Numa visão de prazo mais longo, com taxas de crescimento acumuladas em 12 meses, a suave recuperação verificada nos últimos meses praticamente ainda não apareceu, chegando-se mesmo a taxas negativas nos últimos meses, como no caso dos bens intermediários e do total da Indústria de transformação (Gráfico 6.7). A mudança que apareceu nos últimos meses foi a retomada de taxas positivas para bens de consumo duráveis, que vinham em queda constante desde o primeiro semestre do ano passado e haviam chegado a “cruzar o eixo horizontal” em agosto de 2019, passando a exibir retrações. A pequena recuperação dos últimos três meses reverteu esta queda. Impressiona o movimento de redução contínua da produção de bens de capital, também desde o primeiro semestre do ano passado, fazendo com que a taxa em 12 meses chegasse a praticamente zero em outubro passado (0,2%), depois de muitos meses com expansão.

Gráfico 6.7 – Taxas de crescimento da produção física da Indústria de transformação brasileira, por categorias de uso, acumuladas em 12 meses, em % - out./18-out./19

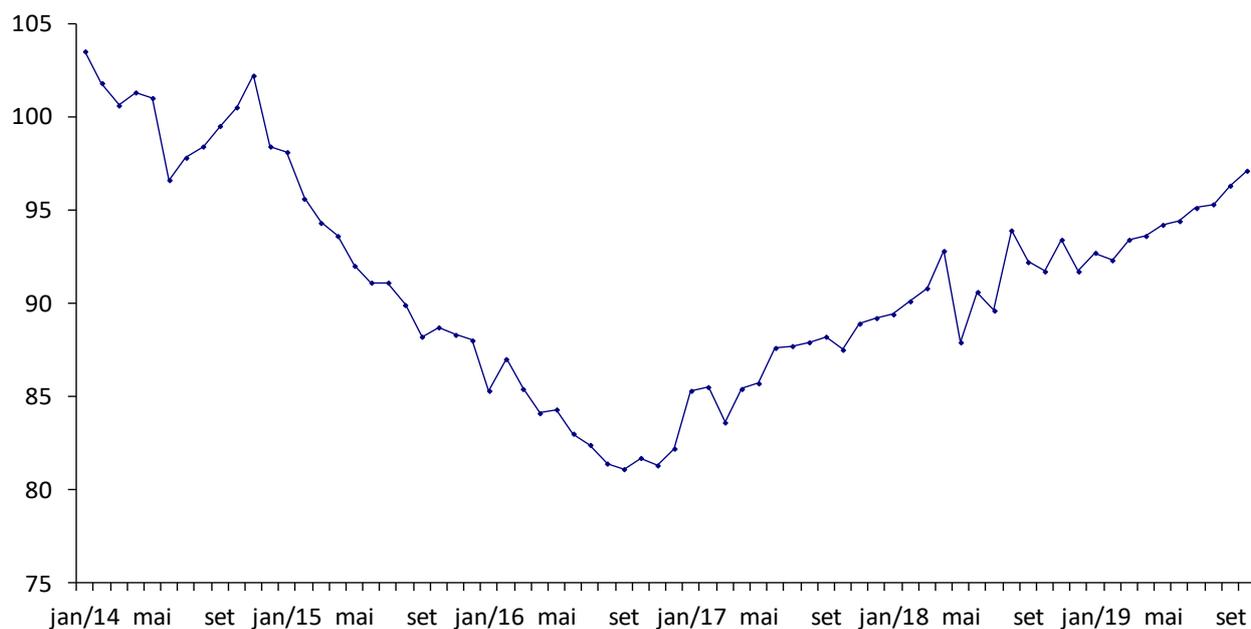


Fonte: PIM - IBGE.

Diferentemente da Indústria, o Comércio varejista brasileiro tem mostrado força na recuperação dos efeitos negativos da recessão, desde o final de 2016 (Gráfico 6.8). Realmente, os anos de 2017, 2018 e 2019 exibiram expansão quase continuada, a não ser em poucos momentos, sendo que o pior deles foi em maio de 2018, em função da paralisação dos transportadores. Mas em agosto do ano passado o volume de vendas já havia superado o nível pré paralisação; seguiram-se seis meses de oscilação em torno do volume das vendas de agosto, porém, a partir de fevereiro deste ano o Comércio retomou o crescimento contínuo até outubro, a última informação disponível.

Entre janeiro e outubro houve uma expansão de 4,7% das vendas, com destaque para Móveis e eletrodomésticos (8,8%) e Veículos (9,1%), sendo que o desempenho de Móveis e eletrodomésticos foi suficiente para reverter taxas negativas na medida acumulada em 12 meses que prevaleciam até agosto deste ano; em outubro a taxa em 12 meses já foi positiva (0,8%). A questão que fica para se observar nos próximos meses é justamente sobre o desempenho de atividades como estas, que dependem de crédito para efetivação das vendas. Dada a discussão que se fez anteriormente, paira uma dúvida sobre a continuidade dos números positivos verificados até agora.

Gráfico 6.8 - Índice de base fixa do volume de vendas do Comércio varejista brasileiro, com ajuste sazonal - jan./14 - out./19

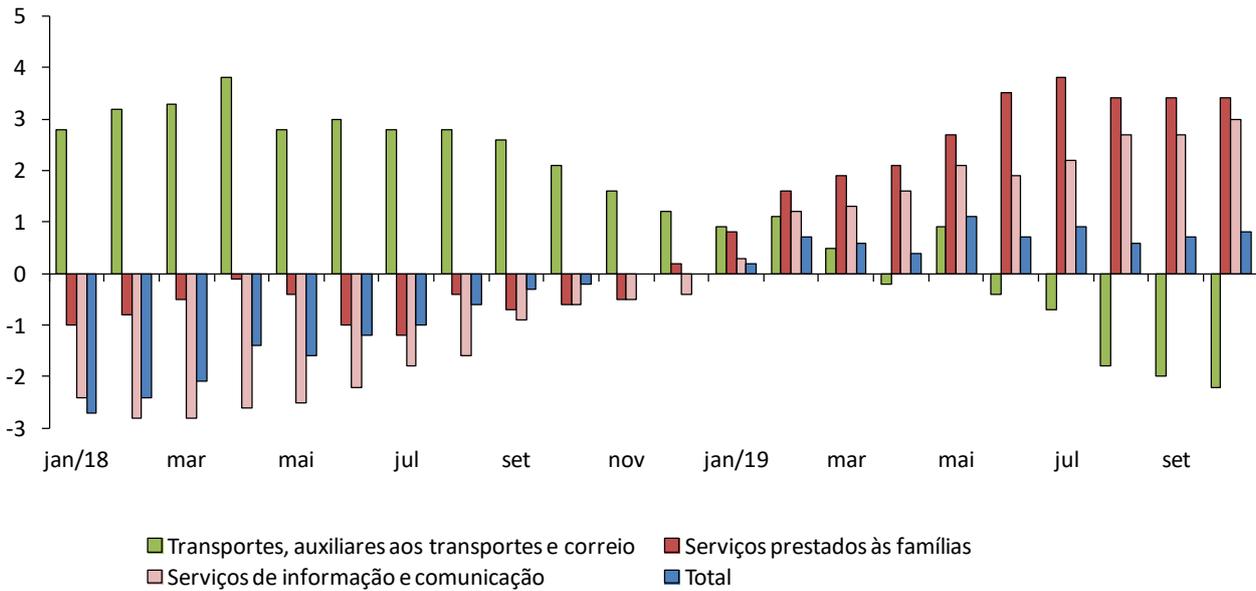


Fonte: PMC – IBGE.

Por fim, o setor de Serviços, o de maior peso e maior empregador da economia brasileira, mostra um desempenho específico, destoando do da Indústria e do Comércio. O volume total dos Serviços no Brasil vinha em recuperação desde o ano passado, passando de taxas negativas, acumuladas em 12 meses, para taxas positivas na virada para 2019 (Gráfico 6.9). Contudo, depois de atingir a taxa de 1,1% acumulada em maio deste ano, não sustentou a expansão e passou a oscilar em torno de 0,7%, chegando a outubro com 0,8% de expansão.

A principal responsável por este movimento de não sustentação foi a atividade de Transportes. A simples visualização do Gráfico impressiona, pois há uma inversão de performances dos Transportes para as demais atividades e para o total do Setor. Enquanto Transportes exibia crescimento positivo no ano passado e trocou de sinal em 2019, os Serviços de informação e comunicação e os Serviços prestados às famílias – junto com a curva do total do Setor – fizeram exatamente o movimento oposto.

Gráfico 6.9 – Taxas de crescimento do volume do setor de Serviços brasileiro, acumuladas em 12 meses, em % - jan./18-out./19



Fonte: PMS - IBGE.

E há um agravante no caso dos Transportes, o fato de que o baixo volume de maio de 2018, dada a paralisação que naturalmente significou uma quebra na curva, a partir de maio de 2019 passa a compor o denominador da conta que mede a taxa em 12 meses, isto é, deveria representar um viés para cima da taxa. Mas isto não gerou um efeito suficiente para melhorar o desempenho da atividade. Na verdade, ela não se recuperou do baque que sofreu no ano passado, tanto é que na comparação (com ajuste sazonal) do volume produzido em outubro de 2019 com o de abril de 2018, antes da paralisação, Transportes é a única atividade com crescimento negativo (-1,0%). O Setor, como um todo, recuperou-se e produziu em outubro um volume 2,1% maior que o de abril de 2018, destacando-se nesse tipo de comparação a atividade de Serviços de informação e comunicação, com aumento de 5,4%.

Flávio Benevett Fligenspan

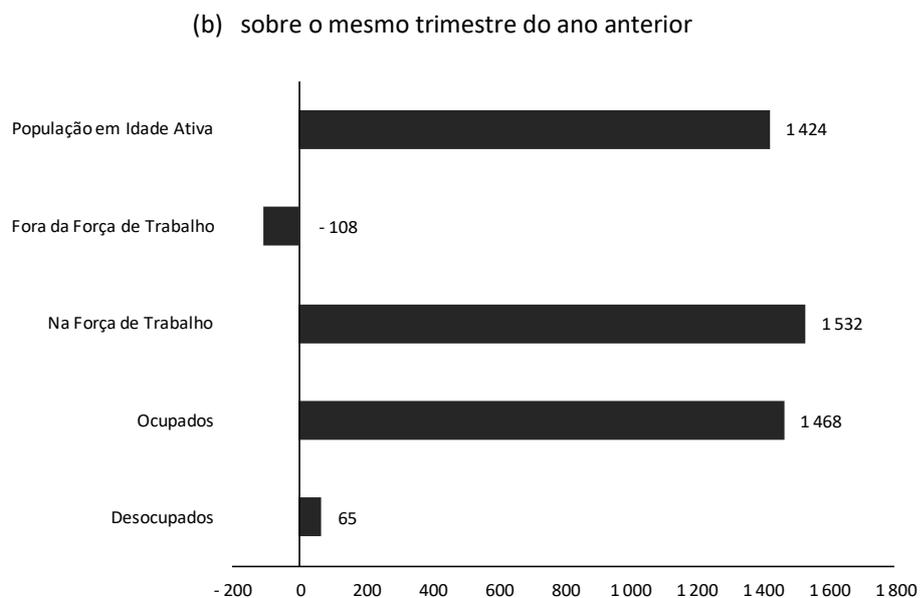
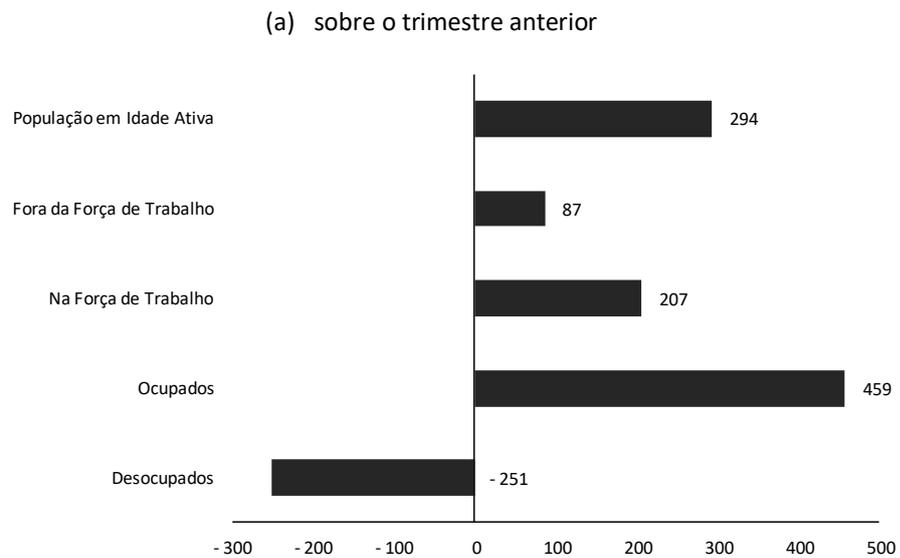
7 EMPREGO E SALÁRIOS

7.1 Principais fluxos do mercado de trabalho

No terceiro trimestre de 2019, o mercado de trabalho brasileiro reproduziu a dinâmica de lento crescimento na ocupação e redução marginal no desemprego que o caracteriza desde o início de 2017. O nível geral da ocupação, conforme os dados da Pesquisa Nacional por Amostra de

Domicílios Contínua (PNAD Contínua) do IBGE, expandiu-se em 459 mil pessoas ou 0,49% em relação ao trimestre encerrado em junho, sendo suficiente para absorver o contingente de pessoas que ingressou no mercado de trabalho (207 mil pessoas) e ocasionar, ainda, uma diminuição de 251 mil pessoas no número de desocupados (Gráfico 7.1). A taxa de desocupação passou de 12,0% para 11,8% da força de trabalho. Não obstante, esses ritmos de aumento na ocupação e redução no desemprego foram bem menores do que os observados no desempenho trimestral de junho.

Gráfico 7.1 – Variações nos principais contingentes do mercado de trabalho até o trimestre encerrado em setembro de 2019, em mil pessoas



Fonte dos dados brutos: PNAD Contínua – IBGE.

Quando consideradas as variações interanuais, observa-se um aumento de 1.468 mil pessoas ocupadas, o que equivale a 1,59% do nível da ocupação registrado no trimestre jul.-set./18. Com isso, a quase totalidade do contingente de 1.532 mil pessoas que ingressou no mercado de trabalho nesse período pode encontrar um posto de trabalho. O aumento residual de 65 mil pessoas na condição de desemprego foi menor do que a expansão da força de trabalho, resultando, portanto, em uma fraca redução da taxa de desemprego.

Uma síntese das variações nos períodos examinados é apresentada na Tabela 7.1. O aumento trimestral de 0,49% no total da ocupação levou a uma redução de 1,97% no número de desocupados e de 0,26 p.p. na taxa de desocupação no período jul.-set./19. Já em relação ao mesmo trimestre de 2018, o crescimento de 1,59% no número de ocupados ajudou a absorver os novos entrantes no mercado de trabalho, cuja taxa de participação cresceu 0,38 p.p., e a manter praticamente inalterado o quadro do desemprego.

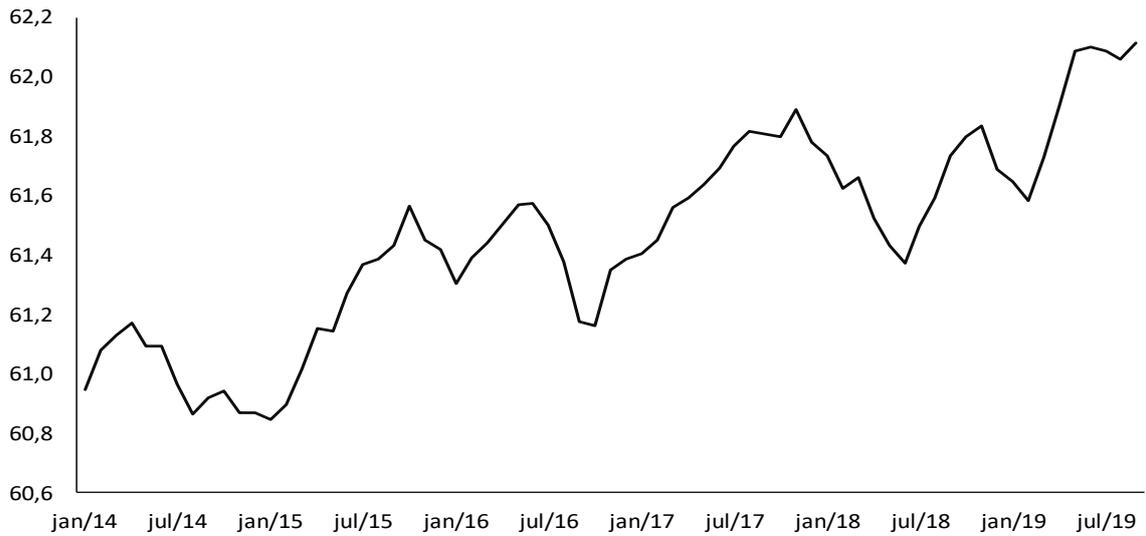
Tabela 7.1 – Variações em indicadores selecionados do mercado de trabalho brasileiro – 2018/2019

	<u>jul.-set./2019</u> abr.-jun./2019	<u>jul.-set./2019</u> jul.-set./2018
Taxa de participação	0,01 p.p	0,38 p.p
Taxa de desemprego	-0,26 p.p	-0,11 p.p
Número de ocupados	0,49%	1,59%
Número de desocupados	-1,97%	0,52%

Fonte dos dados brutos: PNAD Contínua – IBGE.

Desde fins do ano de 2016, o mercado de trabalho brasileiro exhibe uma tendência de crescimento da participação laboral da população em idade ativa, que resulta de oscilações mensais com picos nos trimestres set.-nov. (Gráfico 7.2). Assim ocorreu, sem dúvida, nos anos de 2017 e 2018. Entre o último trimestre de 2016 e o trimestre jul.-set./19, houve o ingresso de 4.165 mil pessoas na força de trabalho, sendo que 30% desse aumento é explicado pela maior taxa de participação e o restante pelo crescimento populacional. Em 2019, todavia, merece ser observado que a taxa de participação se encontra praticamente estagnada desde o trimestre mar.-maio, o que significa que o crescimento recente da força de trabalho decorreu basicamente do aumento na população em idade de trabalhar (14 anos e mais).

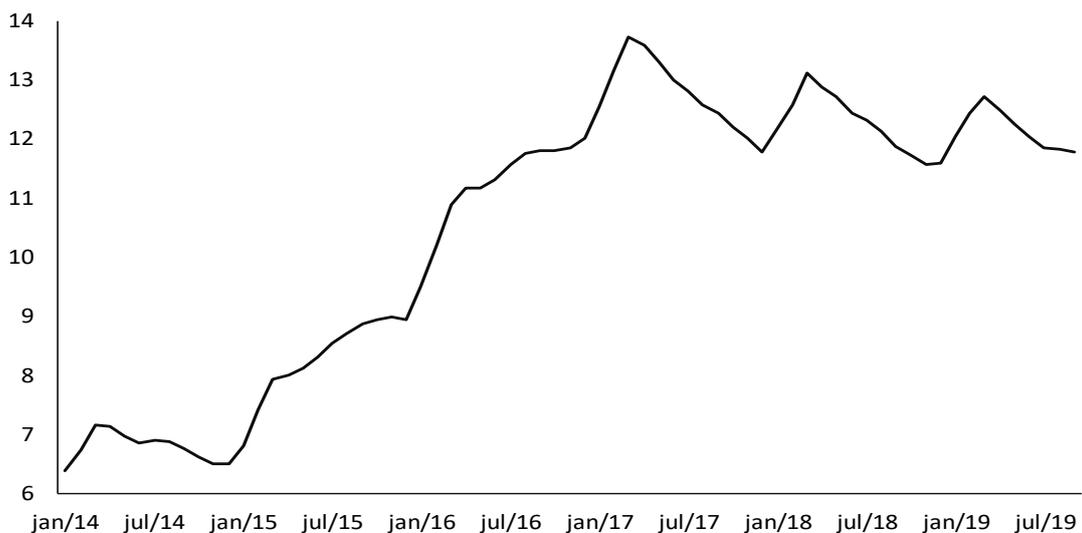
Gráfico 7.2 – Taxa de participação no mercado de trabalho brasileiro, em % – jan./14-set./19



Fonte dos dados brutos: PNAD Contínua – IBGE.

A crescente participação da PIA no mercado de trabalho após a recessão de 2015-2016 foi acompanhada por um aumento no nível geral da ocupação em 3.930 mil pessoas até o trimestre jul.-set./19, o qual ajudou a absorver a quase totalidade dos ingressantes. Com isso, o número de desocupados evoluiu não mais do que 2% em relação ao último trimestre de 2016 e, dado que a força de trabalho se expandiu em 4,1%, houve um recuo marginal na taxa de desocupação de 12,0% para 11,8% (Gráfico 7.3).

Gráfico 7.3 – Taxa de desocupação do mercado de trabalho brasileiro, em % – jan./14-set./19

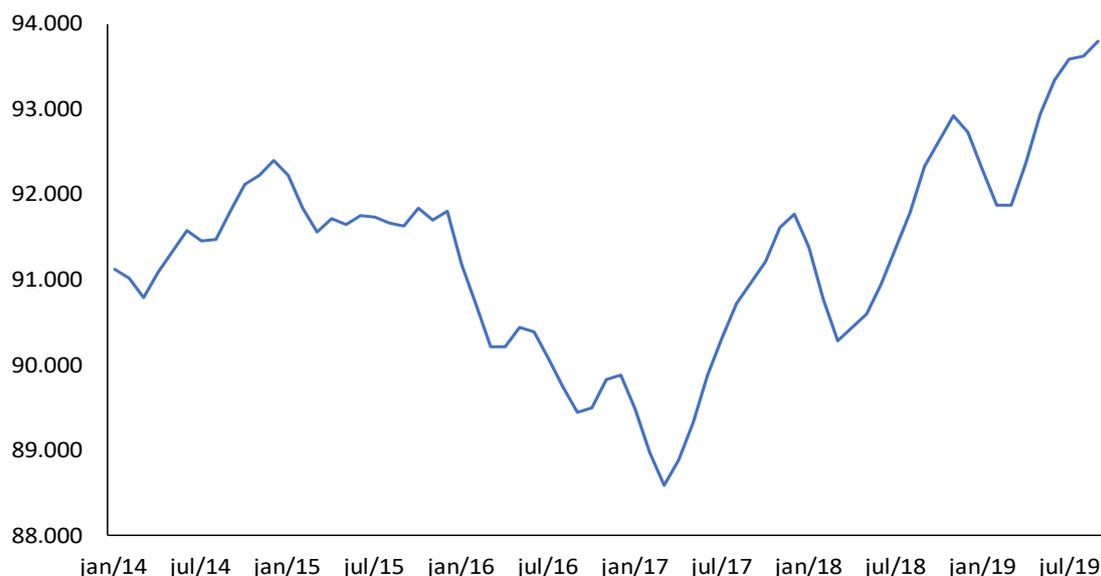


Fonte dos dados brutos: PNAD Contínua – IBGE.

7.2 Ocupação

No trimestre encerrado em setembro, o contingente de ocupados foi estimado em 93.801 mil pessoas, registrando aumento de 0,49% em relação ao trimestre imediatamente anterior (encerrado em junho) e de 1,59% em relação ao mesmo trimestre de 2018. Manteve-se a tendência de lenta recuperação do nível de ocupação iniciada em 2017, conforme se observa no Gráfico 7.4.

Gráfico 7.4 – Número de ocupados na semana de referência, em mil pessoas – jan./14-set./19



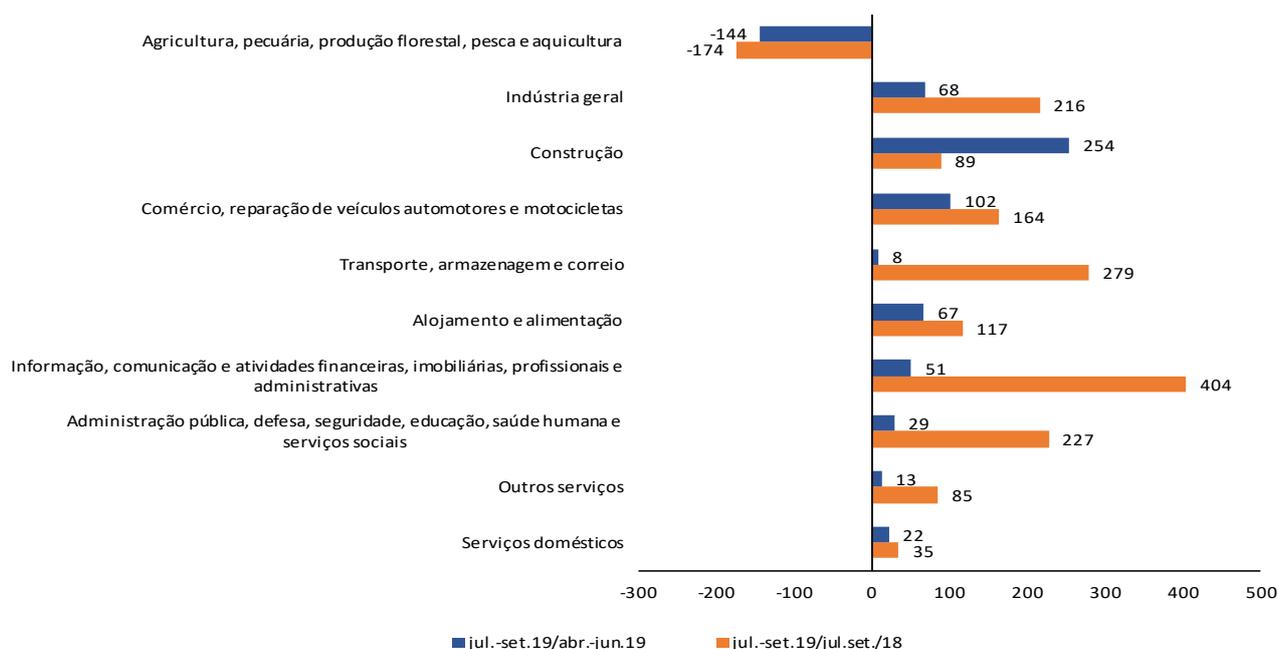
Fonte dos dados brutos: PNAD Contínua – IBGE.

Ao se decompor a variação trimestral no número de ocupados segundo o agrupamento de atividade econômica, observa-se expansão na maioria dos setores, com destaque para os seguintes: construção (254 mil ou 3,8%); alojamento e alimentação (67 mil ou 1,2%); comércio, reparação de veículos automotores e motocicletas (102 mil ou 0,5%); e indústria geral (68 mil ou 0,5%). O único setor de atividade que apresentou redução em seu contingente foi agricultura, pecuária, produção florestal, pesca e aquicultura (-144mil ou -1,6%). Os demais setores apresentaram pequenas variações positivas de menor intensidade.

Na comparação interanual com o mesmo trimestre de 2018, o comportamento setorial da ocupação foi análogo, uma vez que todas as atividades apresentaram variações positivas no número de ocupados, com exceção da agricultura, pecuária, produção florestal, pesca e aquicultura, que reduziu seu contingente em 174 mil trabalhadores (-2,0%). Os setores que tiveram maior incremento ocupacional neste período foram os seguintes: informação, comunicação e atividades financeiras,

imobiliárias, profissionais e administrativas (404 mil ou 4,0%); transporte, armazenagem e correio (279 mil ou 6,1%); e administração pública, defesa, seguridade, educação, saúde humana e serviços sociais (227 mil ou 1,4%). O Gráfico 7.5 mostra as variações absolutas no nível de ocupação setorial nas duas bases de comparação.

Gráfico 7.5 – Variação no número de ocupados por setor de atividade econômica, em mil pessoas – 2018/2019

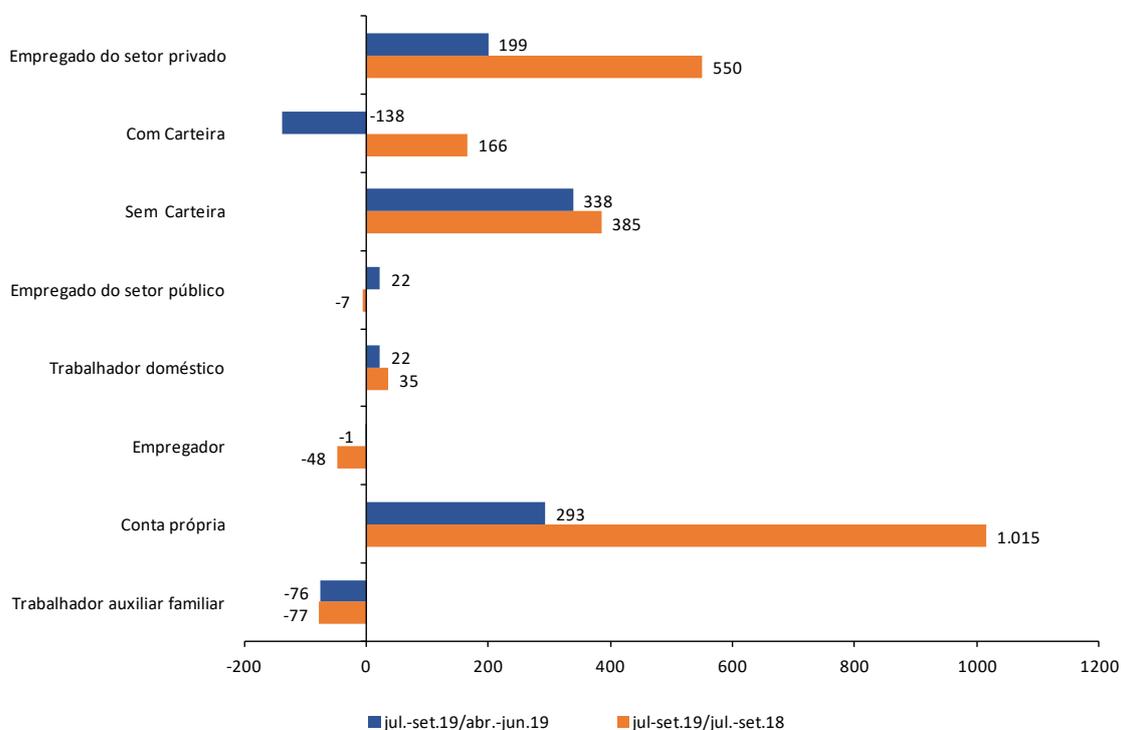


Fonte dos dados brutos: PNAD Contínua – IBGE.

Sob a ótica da forma de inserção das pessoas na ocupação, o destaque foi o desempenho dos empregados assalariados – que incluem os empregados nos setores público e privado e os empregados domésticos, correspondendo a mais de dois terços da força de trabalho ocupada. Conforme se observa no Gráfico 7.6, os três grupos de assalariados registraram aumento no emprego no terceiro trimestre de 2019 em comparação ao trimestre anterior, sendo de 199 mil pessoas no setor privado, 22 mil pessoas no setor público e 22 mil pessoas no emprego doméstico. Considerando o mesmo trimestre de 2018, as variações foram positivas no setor privado, com acréscimo de 550 mil pessoas, e no emprego doméstico, com 35 mil novos empregos, uma vez que o setor público sofreu uma redução de sete mil trabalhadores. Os dados mostram que a maior contribuição ao crescimento trimestral e interanual do emprego assalariado ocorreu no segmento dos trabalhadores sem carteira

assinada, reconhecidamente uma forma de inserção no mercado de trabalho com práticas mais frequentes de descumprimento da legislação protetiva.

Gráfico 7.6 – Variação no número de ocupados por condição ocupacional, em mil pessoas – 2018/2019



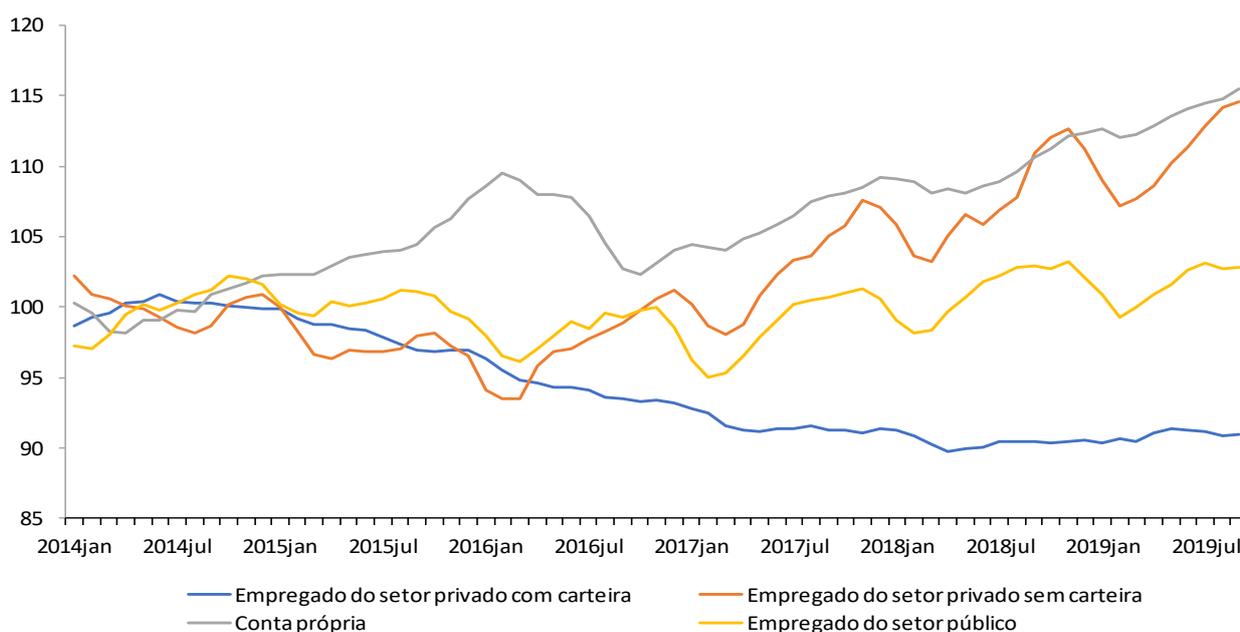
Fonte dos dados brutos: PNAD Contínua – IBGE.

Quanto aos demais grupos da estrutura ocupacional, os trabalhadores por conta própria mantiveram o ritmo de aumento em seu contingente observado no período recente, totalizando 24.434 mil ocupados no trimestre finalizado em setembro, com incremento de 293 mil pessoas em relação ao trimestre anterior e de 1.015 mil pessoas em relação ao mesmo trimestre de 2018. Isoladamente, o grupo dos trabalhadores por conta própria contribuiu com 69% do aumento no nível ocupacional entre setembro de 2018 e setembro de 2019, reforçando a evidência de que a recuperação da ocupação tem ocorrido com base em postos de trabalho de pior qualidade.

A expansão da ocupação baseada em grupos de emprego relativamente mais precário pode ser visualizada numa dimensão temporal mais longa. No Gráfico 7.7, observa-se a evolução do nível ocupacional nos subgrupos do emprego no setor privado, no setor público e nos trabalhadores por conta própria desde o início de 2014. Em conjunto, esses subgrupos representam 86,3% do total da ocupação no trimestre encerrado em setembro. Conforme já salientado na análise na edição anterior

desta Carta, o comportamento destes grupos diferiu entre si durante o biênio recessivo e ainda mais significativamente no segundo trimestre de 2016. O setor privado retraiu seu contingente dos com carteira de trabalho assinada tendencialmente até 2018, após permanecendo num nível cerca de 10% inferior à média de 2014. Por outro lado, o grupo dos trabalhadores do setor privado sem carteira assinada, que havia reduzido sua participação na ocupação geral até o início de 2016, tem mantido sua trajetória tendencial de aumento no total dos ocupados. Quanto ao grupo dos trabalhadores por conta própria, mantiveram sua trajetória de crescimento ao longo da série, desconsiderando aqueles períodos de oscilações em 2016, com seu contingente chegando a cerca de 15% superior à média de 2014. Por fim, os empregados do setor público também registraram redução até 2017 e desde então mantêm uma trajetória de oscilação com pequeno aumento nestes últimos dois anos.

Gráfico 7.7 – Índice do número de ocupados, por condição na ocupação - 2014/2019 (média de 2014=100)



Fonte dos dados brutos: PNAD Contínua – IBGE.

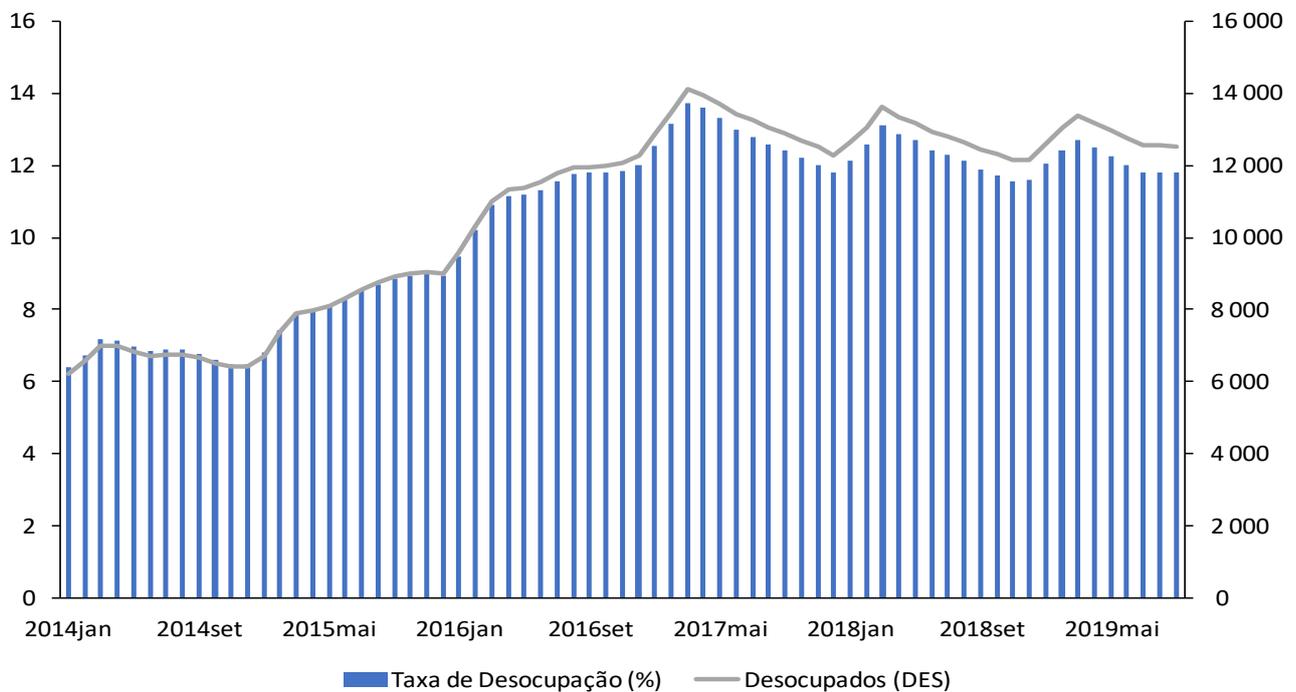
7.3 Desocupação e subutilização da força de trabalho

A taxa de desocupação no trimestre encerrado em setembro atingiu 11,8% da força de trabalho, retraindo 0,2 p.p. em relação ao trimestre encerrado em junho. O contingente de desempregados foi estimado em 12.515 mil pessoas, com redução de 251 mil pessoas. Em relação ao mesmo trimestre do ano anterior, a variação na taxa de desocupação foi de 0,1 p.p., mantendo-se

relativamente estável, tendo seu contingente aumentado em 65 mil pessoas na condição de desempregado.

A redução na taxa e no número de desocupados, todavia, não têm sido suficientes para provocar uma reversão nas condições do mercado de trabalho que foram fortemente abaladas na crise 2015-2016. O Gráfico 7.8 apresenta a trajetória de elevação na desocupação durante a crise até atingir um pico em 2017. A partir de então, a taxa vem oscilando em torno de 12% (eixo da esquerda) e o número de desocupados se mantém superior a 12 milhões de pessoas (eixo da direita), cerca de 90% superior à média de 2014.

Gráfico 7.8 – Número de desocupados (mil pessoas) e taxa de desocupação (%) – 2014/2019



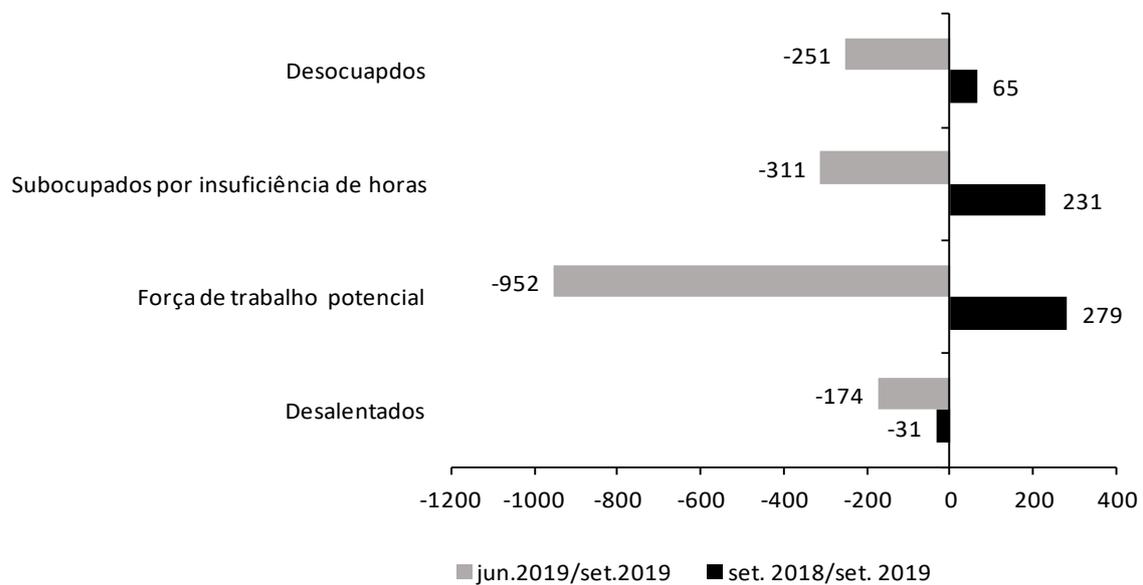
Fonte dos dados brutos: PNAD Contínua – IBGE.

Subutilização

A PNAD Contínua vem estimando os contingentes da População em Idade de Trabalho que se encontram em diferentes situações de subutilização de sua força de trabalho. Ao serem contabilizados junto com os desocupados, seus números ajudam a dimensionar com maior precisão o total de pessoas que efetiva ou potencialmente pressionam o mercado por um posto de trabalho ou buscam simplesmente aumentar o número de horas.

No trimestre encerrado em setembro de 2019, o grupo dos subocupados por insuficiência de horas trabalhadas reduziu em 311 mil pessoas ou -4,2% em relação ao trimestre anterior, ao passo que, quando comparado ao mesmo trimestre em 2018, houve incremento, chegando a 231 mil trabalhadores ou 3,4% de seu nível no ano passado. Outro grupo que merece destaque é o da força de trabalho potencial, que reúne as pessoas de 14 anos ou mais que na semana de referência não estavam ocupadas nem desocupadas, mas revelaram potencial de se transformarem em força de trabalho. Esse grupo registrou redução significativa de pessoas, totalizando 7,8 milhões de pessoas no trimestre encerrado em setembro de 2019. Quando analisamos a variação em relação a setembro de 2018, observa-se uma relativa estabilidade, de -0,2%. O grupo dos desalentados, formado por pessoas que estavam fora da força de trabalho ou por não conseguir trabalho, ou não ter experiência, ou eram muito jovens ou idosas, ou não encontraram trabalho na localidade, mas que, se tivessem conseguido trabalho, estariam disponíveis para assumir, reduziu em 174 mil pessoas em comparação ao trimestre encerrado em junho e 31 mil pessoas na base comparativa de setembro de 2018, atingindo 4,7 milhões de pessoas no trimestre jul.-set./2019.

Gráfico 7.9 – Variação no número de desalentados, da força de trabalho potencial, dos subocupados por insuficiência de horas e dos desocupados, em mil pessoas - 2018/2019



Fonte dos dados brutos: PNAD Contínua – IBGE.

7.4 Negociação coletiva de trabalho: reajustes salariais

O Departamento Intersindical de Estatística e Estudos Socioeconômicos (DIEESE) mantém um monitoramento dos reajustes salariais negociados coletivamente por meio do Sistema de Acompanhamento de Salários (SAS-DIEESE). No período de janeiro a outubro de 2019, compilaram-se reajustes de 4.650 negociações coletivas de trabalho em todo o território nacional. Para efeitos comparativos, utilizaram-se as negociações registradas no mesmo período de 2018, que totalizaram 12.421 unidades. Os dados foram captados diretamente no Sistema Mediador, o qual tem como finalidade registrar acordos e convenções coletivas de trabalho resultantes das negociações praticadas em todo o país.

Tendo por referência a inflação medida pelo INPC-IBGE em cada data-base, constata-se que, em jan.-out./19, 48,2% das negociações salariais resultaram em reajustes superiores à variação do INPC, ou seja, com ganhos reais na data-base. Como pode ser verificado na Tabela 7.2, este dado representa uma mudança significativa em relação ao mesmo período do ano anterior, quando 76,6% das negociações obtiveram reajustes superiores à variação no INPC. Vale destacar, no entanto, que ocorreu uma melhora nesses resultados nos últimos dois meses analisados (setembro e outubro de 2019), quando houve o registro de 310 instrumentos. Em setembro, 69,0% dos reajustes salariais superaram a inflação e em outubro esse percentual foi ainda maior (84,5%). Em geral, observam-se melhores resultados no segundo semestre, pois há concentração de datas-bases de categorias com maior poder de mobilização. Ademais, a queda da inflação pode ter sido outro fator a contribuir para melhora recente no desempenho.

Tabela 7.2 – Distribuição dos reajustes salariais negociados, em comparação com o INPC-IBGE, segundo data-base e tipo de instrumento coletivo, jan.-out./18 e jan.-out./19

Data-Base	Tipo de Instrumento	acima do INPC		igual ao INPC		abaixo do INPC		total	
		nº	%	nº	%	nº	%	nº	%
2018	ACT	9.098	77,1	1.533	13,0	1.176	10,0	11.807	100,0
	CCT	3.323	75,3	775	17,6	316	7,2	4.414	100,0
	Total	12.421	76,6	2.308	14,2	1.492	9,2	16.221	100,0
2019	ACT	3.194	47,2	1.692	25,0	1.886	27,8	6.772	100,0
	CCT	1.456	50,6	844	29,3	578	20,1	2.878	100,0
	Total	4.650	48,2	2.536	26,3	2.464	25,5	9.650	100,0

Fonte dos dados brutos: Sistema Mediador, Secretaria do Trabalho, Ministério da Economia.

Elaboração: DIEESE.

Nota: ACT – Acordo Coletivo de Trabalho; CCT – Convenção Coletiva de Trabalho.

Em 2019, considerando os registros no Sistema Mediador, houve significativa redução de 6.571 negociações em relação ao ano anterior. Essa contração deve-se, em parte, à prática de inserção tardia de informações no Sistema Mediador, mas também pode indicar uma maior dificuldade dos sindicatos em concluir acordos e convenções coletivas sob o novo contexto inaugurado com a publicação da Lei n. 13.467, de julho de 2017, com efeitos a partir de novembro de 2017, que alterou inúmeros dispositivos da Consolidação das Leis do Trabalho (CLT). Contribui, ainda, para negociações mais longas e difíceis – marcadas pelo ambiente de incertezas – a estagnação da economia e o elevado patamar do desemprego que não cede de forma mais acentuada. Estes fatores inibem a disposição dos negociadores empresariais para a aceitação das reivindicações salariais dos trabalhadores, inclusive naqueles setores de atividade que registram melhor desempenho econômico.

O cenário de baixo crescimento e alto desemprego também influenciou a distribuição dos resultados das negociações. Em 2018, apenas 23,4% das negociações resultaram em cláusulas de reajuste salarial igual ou inferior à variação do INPC, sendo que foi pequena a fração que não chegou a recuperar a inflação passada (9,2%). Já em 2019, houve substancial aumento nos resultados menos favoráveis aos trabalhadores: 26,3% das unidades celebraram cláusulas de reajuste igual ao INPC, enquanto outros 25,5% aceitaram reajustes abaixo do INPC.

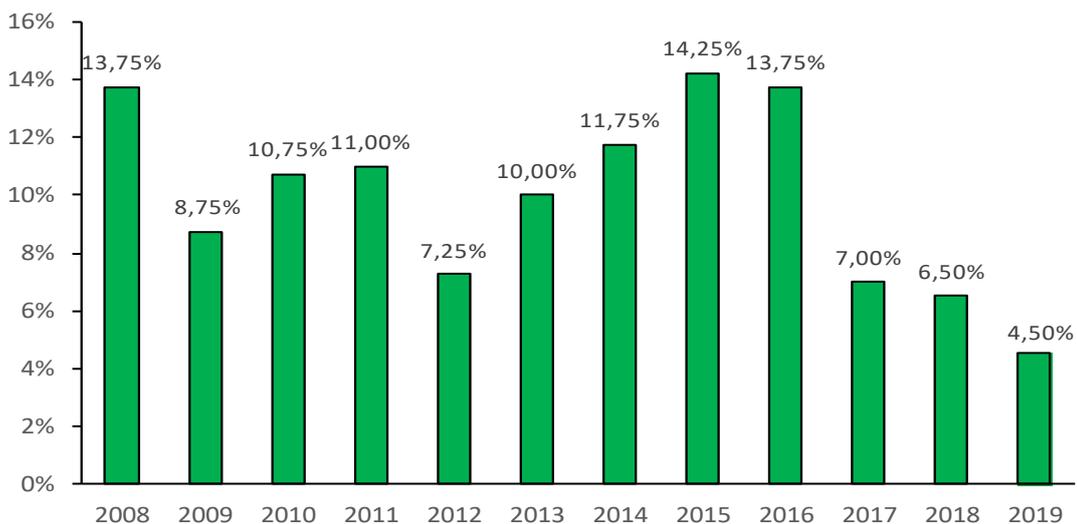
Por fim, ao se examinar a distribuição dos resultados conforme as modalidades de negociação, os dados da Tabela 7.2 mostram que os Acordos Coletivos de Trabalho (ACT) – instrumentos firmados por sindicatos de trabalhadores diretamente com empresas – implicaram piores reajustes salariais vis-à-vis as Convenções Coletivas de Trabalho (CCT) – instrumentos que abrangem categorias de trabalhadores e de empregadores como um todo, celebrados entre os sindicatos respectivos. Nos acordos por empresa, 27,8% dos instrumentos celebraram cláusulas de reajuste salarial abaixo do INPC, ao passo que para as convenções ficaram em 20,1% do total.

Anelise Manganelli, Carlos Henrique Vasconcellos Horn e Virginia Rolla Donoso

8 MERCADO FINANCEIRO E DE CAPITAIS

O quarto trimestre de 2019 (4T19) para o mercado de capitais continuou positivo nas principais praças do globo e no Brasil. A volatilidade no mercado continuou elevada em função de questões externas e internas. Externamente, influenciaram as notícias envolvendo a guerra comercial entre Estados Unidos e China e as estimativas da desaceleração econômica mundial; em especial, no caso do Brasil, as crises políticas e econômicas em diversos países da América Latina e a manutenção dos juros baixos e da liquidez internacional elevada. Internamente, a taxa de juros caindo e alcançando o valor mais baixo da série histórica, de 4,5% ao ano, ante 6,5% da meta Selic em 2018 (Gráfico 8.1). E vale ressaltar que é o terceiro ano consecutivo que a taxa básica de juros brasileira fecha em um dígito. Porém, ainda não gerou os investimentos na atividade real como é esperado na economia brasileira, mas é o que se espera para os próximos anos. E isso tende a fazer com que os agentes financeiros no Brasil mudem a mentalidade e o mercado privado de títulos seja viabilizado, sobretudo o mercado de capitais. Ademais, na visão do mercado, o Governo adotando uma política econômica mais liberal e avançando em reformas econômicas, tem aumentado a confiança na possibilidade de recuperação da atividade econômica, algo que ainda não aconteceu conforme o desejado pela população brasileira, basta olhar para o desemprego bastante elevado, entre 11% e 12%.

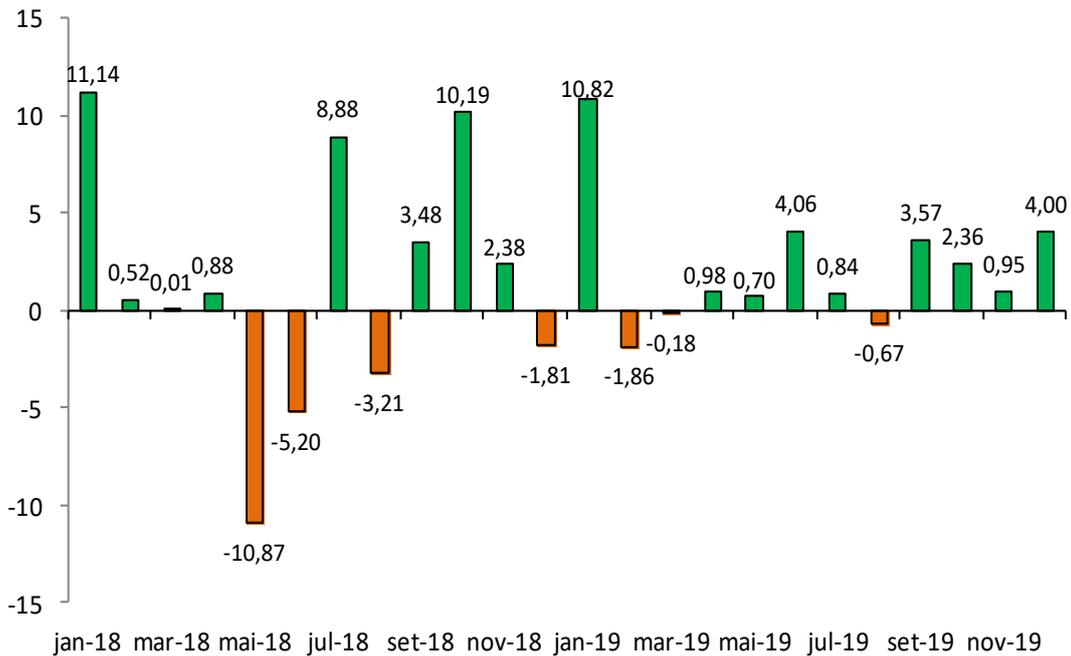
Gráfico 8.1 – Taxa Selic em fim de período, em % - 2008-2019



Fonte: Banco Central do Brasil.

Nesse contexto, há diferença entre o que se observou na atividade real e o mundo das expectativas do mercado financeiro. Isto deriva de uma maior precificação dos ativos financeiros pela baixa taxa de juros atual em comparação com as projeções em nível mais baixo que se faziam no passado. Neste contexto, o Ibovespa (“termômetro” da bolsa brasileira) subiu 2,4% outubro em relação a setembro, 0,95% em novembro na mesma comparação mensal, e 4% em dezembro até o último dia 13 dezembro (Gráfico 8.2).

Gráfico 8.2 – Variação mensal do Ibovespa, em % - jan./18-nov./19

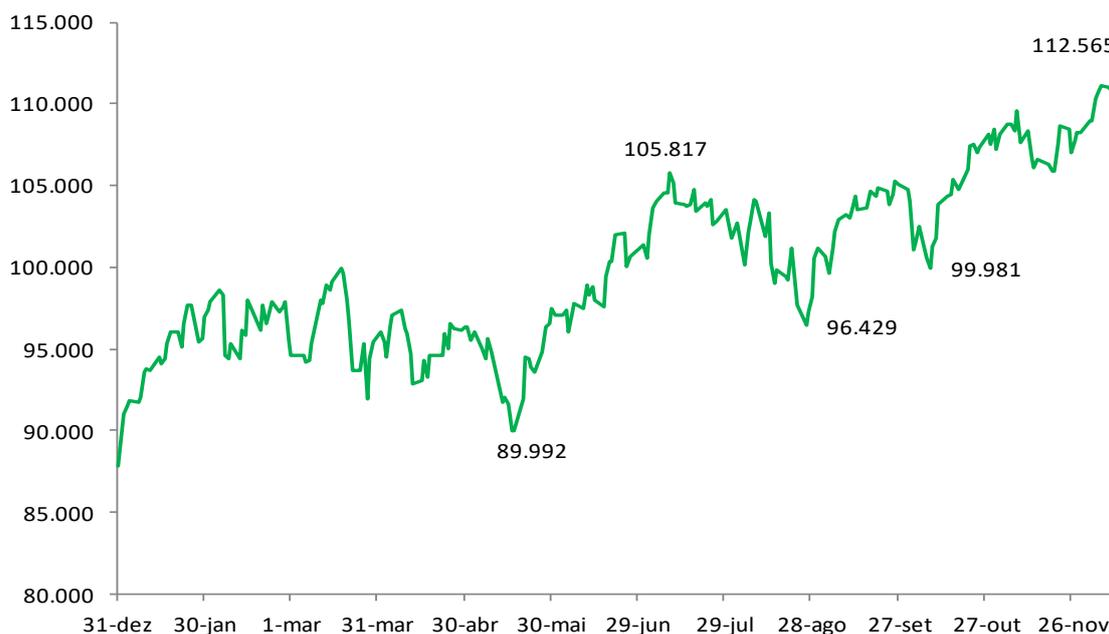


Fonte: IPEADATA.

Nesse ambiente, o quarto trimestre desse ano foi de bastante volatilidade e de sucessivos recordes. No dia 13 dezembro o Ibovespa bateu o recorde de pontuação no fechamento, 112.565 pontos (Gráfico 8.3), significando valorização de 7,5% no 4T19 e de 28,1% em 2019 (Tabela 8.1). O índice chegou a retornar para a casa dos 99 mil pontos no dia 8 de outubro. Após isso, seguiu a trajetória de forte elevação, deixando o mercado “eufórico”, inclusive com as agências de *rating* sinalizando que o Brasil poderá voltar ao patamar de grau de investimento no médio prazo. Isso, contudo, ainda não fez com que o investidor estrangeiro retornasse com força para o mercado secundário de bolsa. Tanto que a saída líquida no mercado secundário é de mais de R\$ 41 bilhões em 2019. Isto é, o saldo negativo também é recorde em 2019, e bem mais elevado do que o registrado

durante a crise do subprime nos Estados Unidos em 2008, que foi negativo em R\$ 24,6 bilhões. O que tem sustentado a alta da bolsa local são os investidores domésticos, institucionais ou pessoas físicas, impulsionados pela baixa taxa básica de juros em 4,5% ao ano. O que tem aumentado o apetite por mais retorno nas aplicações, mesmo que isso signifique mais risco e menos liquidez. Mas vale ressaltar que são registradas entradas dos estrangeiros no mercado primário (IPO e *Follow-on*) da bolsa brasileira (B3). O saldo no mercado primário é positivo em R\$ 27,07 bilhões em 2019.

Gráfico 8.3 – Ibovespa diário, em pontos – 31.dez./18-13.dez./19



Fonte: IPEADATA.

Desse modo, voltando ao mercado secundário, na Tabela 8.1, observa-se que o Ibovespa teve valorização de 3,74% e acumulou em 2019 até o dia 13 de dezembro alta de 28,1%, bem acima do CDI, que foi de 5,76% no mesmo intervalo de tempo. Ou seja, com a queda taxa Selic e podendo cair mais, o incentivo para investir em renda variável aumentou de forma considerável. Podemos visualizar isso pelos diversos índices da bolsa brasileira. Na Tabela 8.1, observam-se que os indicadores das empresas dos setores imobiliário (IMOB), de consumo (ICON) e de *utilities* (UTIL) foram destaque em 2019, subindo 62,7%, 50,8% e 49,3%, respectivamente.

Tabela 8.1 – Variação do Ibovespa e de índices selecionados da B3, em % - 2018-2019

Índices	2018	1T19	2T19	3T19	out/19	nov/19	dez/19	4T19	ano	12 meses
Índices Amplos										
IBOVESPA	15,03	6,65	5,82	3,74	2,36	0,95	4,00	7,47	28,08	28,15
IBRX100	15,42	6,75	6,40	4,25	2,20	0,97	4,05	7,37	29,38	29,76
MLCX - Índice Mid-Large Cap	16,49	6,63	6,62	3,80	2,25	0,68	3,75	6,81	27,42	27,67
SMALL - Índice Small Caps	8,13	6,31	10,91	9,49	2,28	5,14	6,83	14,89	50,02	52,59
IDIV - Dividendos	15,95	6,71	9,63	7,04	1,52	2,35	5,05	9,15	38,65	39,71
Índices Setoriais										
IEE - Energia Elétrica	24,00	14,54	11,11	6,73	-0,25	2,13	4,73	6,69	47,52	50,55
INDX - Setor Industrial	0,05	7,25	5,73	11,39	-5,09	7,56	3,87	6,04	36,61	35,91
ICON – Consumo	-9,57	4,73	13,80	17,30	-1,97	2,99	4,95	5,96	50,83	50,88
IMOB – Imobiliário	6,99	-0,10	23,90	8,84	5,14	2,00	11,96	20,07	62,65	68,53
IFNC – Financeiro	26,26	6,77	9,09	2,00	4,91	-2,34	2,52	5,03	27,00	27,85
IMAT - Básicos	28,59	9,76	-8,64	-7,19	-2,41	13,15	6,56	17,67	11,06	10,92
UTIL - Utilities	32,24	14,75	11,95	6,01	1,51	1,15	4,72	7,53	49,31	53,23

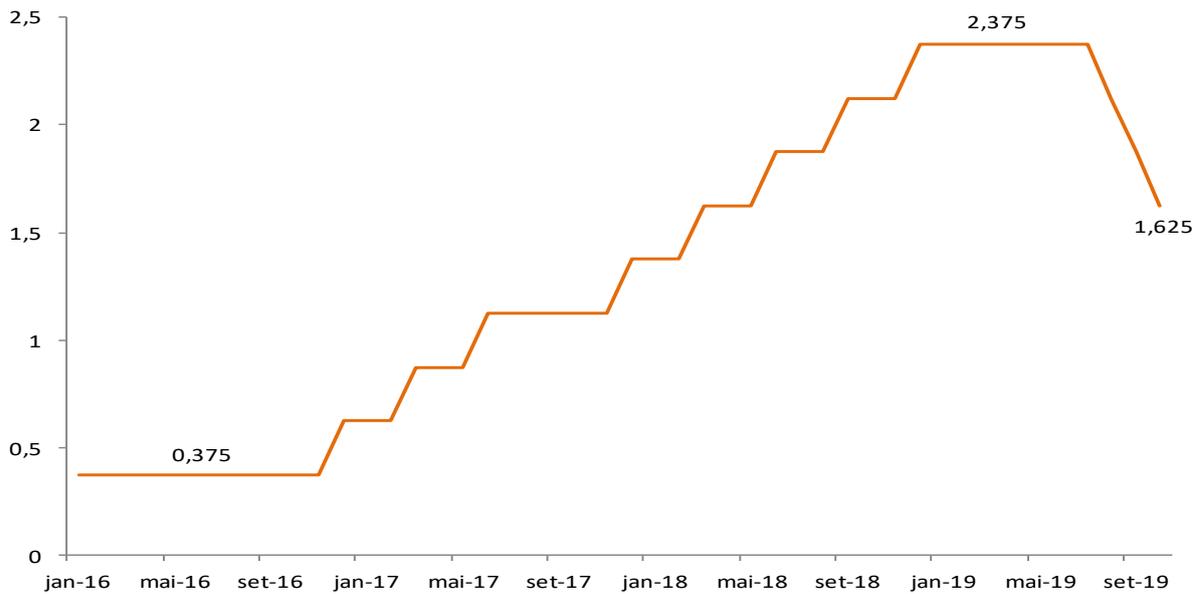
Fonte: Bloomberg e BMF&Bovespa.

Nota: dados coletados até 13.12.2019.

Destaque também nos índices amplos, para o Índice *Small Caps* (SMALL), das empresas de menor liquidez e de segunda linha, que registrou alta de 50,0% no período. Dado que o investidor busca empresas que estejam “atrasadas” ou que tenham maior potencial de valorização, caso a economia brasileira cresça acima do que estamos observando atualmente, conforme comentado nessa mesma seção na Carta anterior, do terceiro trimestre de 2019. Em suma, verifica-se que a “euforia” com a bolsa local é generalizada em função da queda dos juros e da expectativa de retomada econômica no cenário interno e de “animação” similar nas bolsas internacionais, dada a expectativa de manutenção dos juros baixos no exterior por mais tempo do que o projetado recentemente.

Quanto ao mercado financeiro internacional, destaque para a alta dos principais índices de bolsa mundiais selecionados, que também têm sido influenciados pela guerra comercial, pela perspectiva de desaceleração da economia mundial e pela mudança em relação à política monetária, onde os bancos centrais têm reduzido as taxas de juros e ampliado a liquidez, em especial o Federal Reserve (FED, Banco Central dos Estados Unidos), que reduziu a taxa de juros nesse ano para o intervalo entre 1,5% e 1,75% a.a. e sinalizou que irá mantê-la nos próximos meses (Gráfico 8.4).

Gráfico 8.4 – Taxa de juros dos EUA, em % - jan./2016-out./2019



Fonte: Bank for International Settlements (BIS).

Nesse contexto, na Tabela 8.2, é possível observar a valorização dos índices de bolsas internacionais em 2019, após forte queda em 2018. As bolsas americanas estão subindo mais de 20% nesse ano, a NASDAQ 31,6% e também batendo recorde. As bolsas do Japão (20%), da Alemanha (25,8%) e da China (31,8%) também apresentaram alta expressiva em 2019 até o último dia 13 dezembro.

Tabela 8.2- Variação de índices de bolsas de valores selecionadas, em % – 2018/2019

Índices	1 mês	3 meses	2019	12 meses	2018
Alemanha – Dax	0,4	6,5	25,8	21,6	-18,3
China - CSI 300	1,7	-0,1	31,8	23,2	-25,3
EUA - Dow Jones	1,3	3,4	20,6	14,4	-5,6
EUA - NASDAQ	3,0	6,8	31,6	23,5	-3,9
EUA - S&P 500	2,4	5,4	26,4	19,6	-6,2
França - CAC 40	0,2	4,7	25,1	20,9	-11,0
Japão – Nikkei 225	3,0	9,3	20,0	10,1	-12,1
Reino Unido - FTSE 100	0,0	6,9	9,3	6,9	-12,5

Fonte: Valor Data.

Nota: dados coletados até 13.12.2019.

E conforme esses números, a pergunta que fica é: será que estamos diante de uma nova bolha financeira mundial, com supervalorização dos ativos financeiros, derivada de juros muito baixos ou negativos e expansão da liquidez, e que gerou alto endividamento público e privado após a

grande crise de 2008? Poderia se dizer que sim. Mas quando a bolha financeira irá estourar? Não se sabe. O ciclo de crescimento da economia norte-americana é o mais duradouro da história, significando para muitos analistas que o ciclo econômico estaria mais próximo do seu final, dado que a manutenção só tem sido possível, na visão desses mesmos pesquisadores, pelos juros baixos e alta liquidez. O que é possível ver na trajetória dos juros norte-americanos no Gráfico 8.4.

Acredita-se, de um lado, que em parte existem sinais de bolha. Por outro, a economia está baseada cada vez mais em serviços e em novas tecnologias, o que a tem transformado sobremaneira, justificando a “euforia” atual. Como dito: não tem como saber. O importante é seguir acompanhando o cenário e buscar orientar os agentes econômicos nesse ambiente de incerteza, para que eles se adaptem da melhor forma possível às mudanças apresentadas no ambiente econômico.

E o caso brasileiro, é de bolha financeira no mercado de capitais? Ou estamos diante de uma transformação no mercado financeiro do país, em função das *Fintechs*? Ou a transformação se dá pelo novo patamar da taxa de juros, referido anteriormente, e pelas reformas econômicas adotadas, especialmente, pelo Ministério da Economia e pelo Banco Central, que priorizam uma política econômica liberal, e que tem “animado” o mercado? Inclusive o risco-país tem batido níveis bastante baixos, similares aos momentos em que o País estava no caminho do grau de investimento ou já tinha o “selo de qualidade” (Gráfico 8.5).

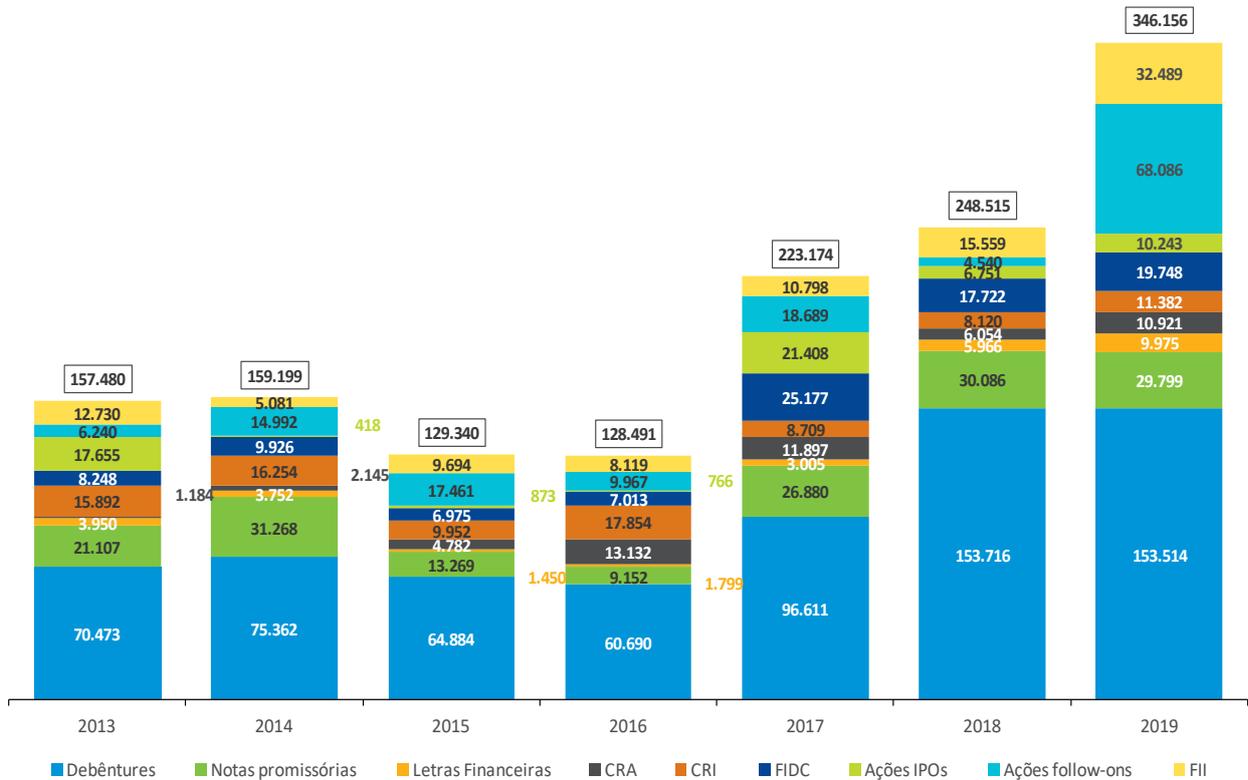
Gráfico 8.5 – EMBI + Risco-Brasil, em pontos – abr./94-dez./19



Fonte: IPEADATA.

Nesse ambiente de taxa de juros na mínima histórica, segundo a Associação Brasileira das Entidades dos Mercados Financeiro e de Capitais (ANBIMA), o mercado de capitais doméstico, até novembro, registrou captação de R\$ 346,2 bilhões em 2019, número 55,6% superior ao volume registrado no mesmo período do ano passado, de R\$ 222,5 bilhões (Gráfico 8.6). Entre os papéis de captação, as debêntures foram os principais utilizados nas emissões, com 44,3% de participação. Em segundo, ficaram as ofertas subsequentes de ações (*follow-ons*), com 19,7% do total captado. Entre os subscritores, a maior parte ficou com os investidores institucionais, formados por fundos de investimentos e investidores estrangeiros. Os investidores institucionais ficaram com 92,5% das ofertas públicas de ações, 57,6% das debêntures e 95,7% das letras financeiras. As pessoas físicas ficaram com a maior parte das colocações dos Fundos de Investimentos Imobiliários (FIIs) e dos Certificados de Recebíveis Agrícolas (CRAs), com 52,8% e 78,9%, respectivamente. Também vale destacar que houve mudança no perfil dos indexadores dos títulos nesse ano.

Gráfico 8.6 - Emissões Domésticas - Renda Fixa, Renda Variável e Híbridos – volume, em R\$ milhões – 2013/2019

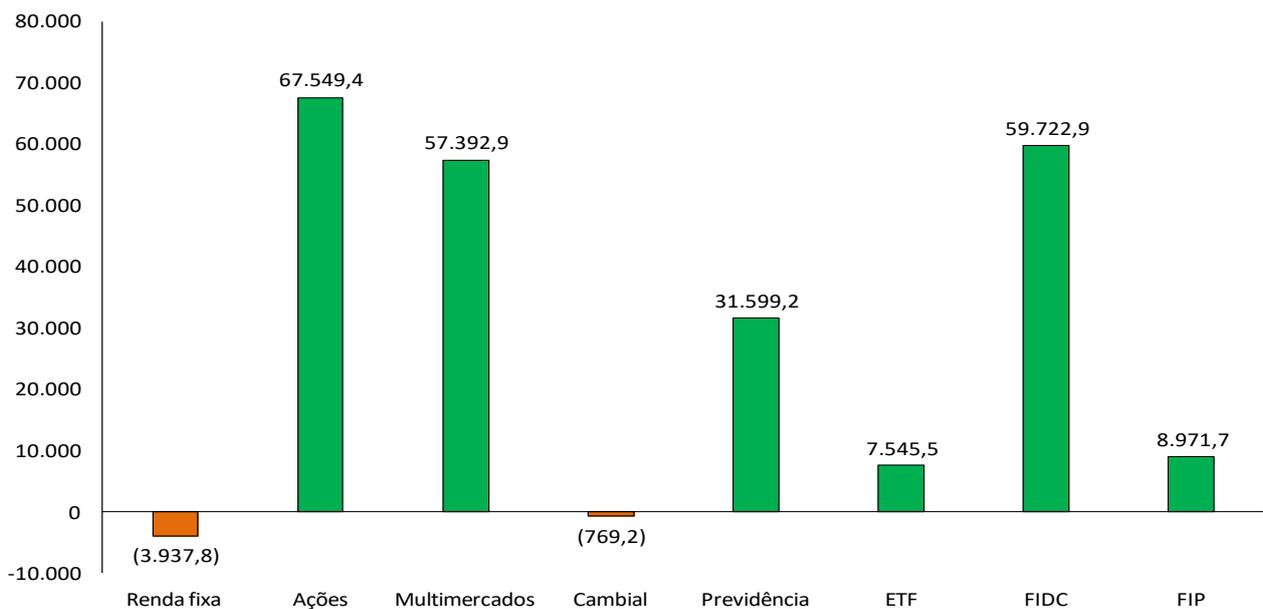


Fonte: ANBIMA.

Nas debêntures, o percentual do DI que predominava em 2018, com 48,3% das emissões, passou para 26,7% em 2019. Na mesma comparação, o percentual remunerado pelo DI + *Spread* passaram de 33,6% no passado para 53% nesse ano. E os papéis atrelados ao IPCA foram de 13,5% para 19,4% no mesmo período de comparação. Então, será a “morte” do CDI? Acredita-se que não. A diminuição da sua utilização como indexador, sim.

Ainda segundo os dados da ANBIMA até novembro, viu-se que a indústria de fundos de investimentos teve captação líquida negativa de R\$ 3,9 bilhões no mês e acumulou entrada de R\$ 228,1 bilhões em 2019, representando uma expansão de 230% em relação ao mesmo período de 2018. A classe ações teve a maior captação nesse ano, com entrada líquida de R\$ 67,6 bilhões. O segundo lugar ficou com os multimercados, com entrada líquida de R\$ 57,4 bilhões em 2019. Do lado negativo, observou-se resgate líquido de R\$ 3,9 bilhões na classe de renda fixa, o que se justifica pela taxa de juros em 4,5% ao ano e podendo recuar mais em 2020.

Gráfico 8.7 – Captação líquida dos Fundos de Investimento em 2019, em R\$ milhões



Fonte: ANBIMA.

Em resumo, em razão da queda da taxa básica de juros e a busca dos investidores institucionais e pessoas físicas por ativos com rentabilidade superior ao CDI, faz com que o mercado de capitais ganhe destaque tanto no primário quanto no secundário, modificando o perfil de crédito, de risco, de liquidez e de prazo das operações no mercado financeiro nacional. Isso oferece às

companhias outras fontes de captação de recursos, fazendo com que as empresas captem dinheiro com custo menor. Acredita-se, nesse sentido, que muitas empresas ainda possam utilizar esses instrumentos para obter dinheiro com juros menores. Ou seja, ainda existe um potencial considerável de empresas que tendem a entrar no mercado de capitais para tomar recursos, o que tende a ser bastante positivo para o futuro da economia brasileira. Claro que isso tudo está condicionado ao recuo da taxa de juros de forma estrutural e não somente à queda da taxa de juros de forma conjuntural. Para que isso aconteça, segundo a visão do mercado, é necessário que as reformas econômicas consigam manter o ajuste das contas públicas de forma a elevar a confiança dos agentes, aumentando os investimentos e o consumo na economia brasileira.

Denilson Alencastro

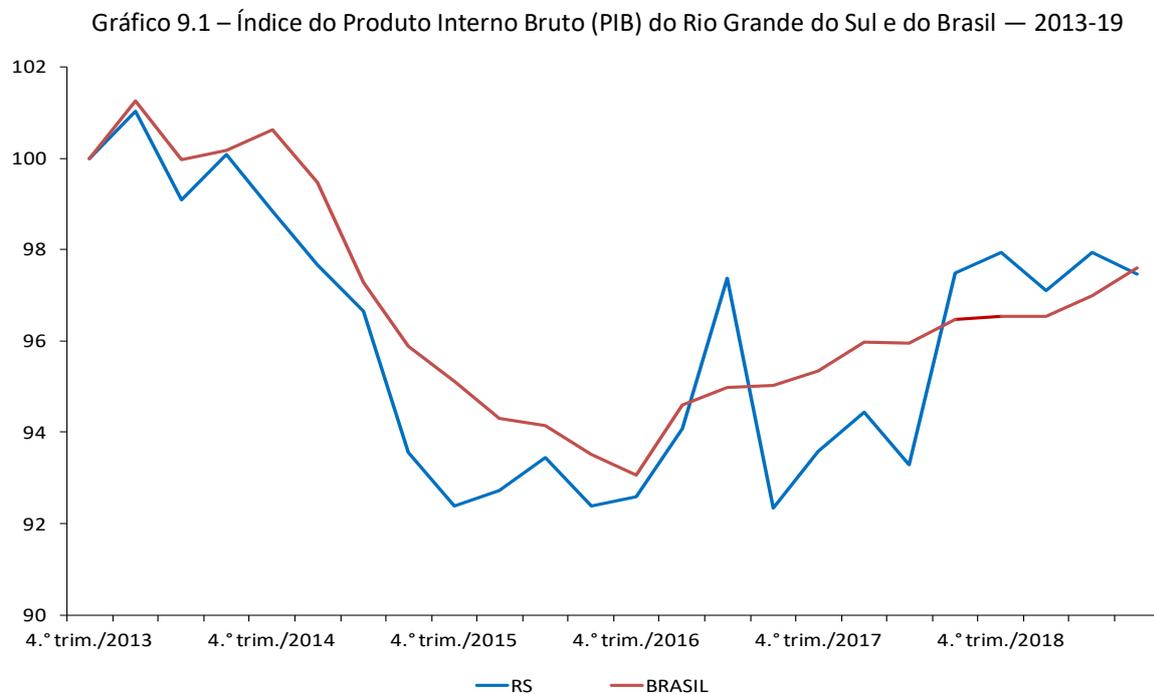
9 ECONOMIA DO RIO GRANDE DO SUL

Os dados divulgados pelo Departamento de Economia e Estatística (DEE) da Secretaria de Planejamento, Orçamento e Gestão do Rio Grande do Sul (Seplag-RS) mostraram uma desaceleração da economia gaúcha no terceiro trimestre de 2019. Após crescer a taxas superiores às do Brasil nos trimestres anteriores, o Produto Interno Bruto (PIB) gaúcho apresentou estabilidade (0,0%) no terceiro trimestre, desempenho abaixo do nacional, que foi de 1,2%. Contra o trimestre imediatamente anterior, a queda foi de 0,5%. Entretanto, no acumulado do ano a taxa continua positiva (3,1%), resultado do bom desempenho do primeiro semestre do ano. Recuperação da produção agrícola, movimento de vendas de implementos rodoviários e de automóveis e aumento das vendas do comércio fizeram com que a economia gaúcha crescesse a taxas expressivas desde o terceiro trimestre de 2018, logo após a greve dos caminhoneiros. Passado um ano, a base estatística mais alta e o arrefecimento das atividades de veículos e do comércio determinaram a desaceleração do crescimento do PIB neste terceiro trimestre de 2019, conforme pode ser observado no Gráfico 9.1. O Gráfico também mostra que o nível do PIB do terceiro trimestre de 2019 ainda se encontra 2,5 pontos percentuais abaixo do nível médio de 2013. Ou seja, transcorridos 23 trimestres, o nível de produção pré-crise ainda não foi recuperado.

Tabela 9.1 - Taxas de crescimento do Produto Interno Bruto (PIB) e do Valor adicionado bruto do Rio Grande do Sul, por atividades, em % - 3º trim./2019

Atividades	3º trim./2019 3º trim./2018	3º trim./2019 2º trim./2019 (1)	acumulado em quatro trimestres
PIB	0,0	-0,5	3,1
Valor adicionado bruto	-1,2	0,1	3,0
Agropecuária	-2,5	-5,6	6,6
Indústria	-1,6	-1,1	4,5
Extrativa mineral	-8,7	-1,7	-10,6
Transformação	-2,1	-0,4	5,5
Eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana	-3,2	-2,8	8,0
Construção	2,2	0,8	-1,2
Serviços	1,4	0,3	1,4
Comércio e reparação de veículos	-0,8	-1,0	1,1
Transporte, armazenagem e correio	2,1	1,5	1,5
Serviços de informação	0,9	-0,7	1,0
Intermediação financeira e seguros	3,1	2,3	2,4
Atividades imobiliárias	1,4	0,3	1,6
Outros serviços	2,1	-0,1	1,9
Administração, educação e saúde públicas	1,9	1,4	0,7

Fonte: Seplag-RS/DEE.



Fonte: Seplag-RS/DEE e IBGE.

Quedas nas produções de cana-de-açúcar (-7,8%), laranja (-4,2%) e mandioca (-7,3%) impuseram uma retração de 2,5% na agropecuária no terceiro trimestre. Mas como a produção agrícola deste trimestre representa pouco no total do ano, sua influência sobre o desempenho econômico do Estado não foi muito grande. A produção da agricultura gaúcha concentra-se nos dois primeiros trimestres e, com as expansões das produções de milho (25,9%) e soja (5,5%), apresentou crescimento de 6,6% no acumulado em 12 meses.

A indústria apresentou queda de 1,6% no terceiro trimestre, resultado do encolhimento de três das quatro atividades que a compõe. Apenas a construção (2,2%) cresceu no período, o que é uma notícia positiva, pois vinha de 21 trimestres seguidos de retração. A indústria extrativa mineral, de baixa representatividade na indústria gaúcha, caiu 8,7%, e a eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana, 3,2%. A indústria de transformação sofreu queda de 2,1%, em linha com o movimento da indústria nacional, que também se retraiu no período.

Das 14 atividades industriais pesquisadas pelo IBGE, nove apresentaram queda no terceiro trimestre do ano (Tabela 9.2). Os principais destaques negativos foram as quedas de máquinas e equipamentos (-6,3%), produtos de borracha e plástico (-8,8%), produtos químicos (-7,0%) e produtos do fumo (-10,7%). Outro destaque negativo foi a retração de 0,2% na produção de veículos automotores. Não tanto pela retração em si, mas sim pelo fato de representar uma diferença muito grande em relação ao trimestre anterior, quando havia crescido 40,7%.

Tabela 9.2 - Taxas de variação da produção física das atividades industriais do Rio Grande do Sul, em % - 2019

Atividades industriais	<u>3º trim./2019</u> 2º trim./2019 (1)	acumulado no ano até outubro
Produtos alimentícios	-1,7	-1,3
Bebidas	1,9	0,1
Produtos do fumo	-10,7	0,9
Artefatos de couro, artigos para viagem e calçados	12,4	7,8
Celulose, papel e produtos de papel	0,0	-2,8
Derivados do petróleo e de biocombustíveis	-0,9	4,5
Produtos químicos	-7,0	1,5
Produtos de borracha e de material plástico	-8,8	-6,9
Produtos de minerais não-metálicos	-0,5	-2,1
Metalurgia	-10,3	-3,5
Produtos de metal, exceto máquinas e equipamentos	3,5	9,7
Máquinas e equipamentos	-6,3	0,9
Veículos automotores, reboques e carrocerias	-0,2	17,4
Móveis	4,4	3,1

Fonte: IBGE - Pesquisa Industrial Mensal - Produção Física.

(1) Com ajuste sazonal.

Por outro lado, cresceram as atividades de couros e calçados (12,7%), produtos de metal (3,5%) e móveis (4,4%). No acumulado em 12 meses, no entanto, a indústria apresentou crescimento de 4,5%, impulsionada pelos aumentos das produções da indústria de transformação (5,5%) e eletricidade e gás, água, esgoto e limpeza urbana (8,0%).

Os serviços foram o único setor a apresentar crescimento no período, 1,4% (Tabela 9.3). As maiores contribuições positivas vieram da intermediação financeira e seguros (3,1%), outros serviços (2,1%) e administração, educação e saúde públicas (1,9%). O comércio, por outro lado, apresentou queda de 0,8%, influenciado negativamente pelos desempenhos das vendas de combustíveis e lubrificantes (-17,9%), livros, jornais, revistas e papelaria (-18,6%), eletrodomésticos (-2,4%) e material de construção (-0,4%). Positivamente, contribuíram as atividades de tecidos vestuário e calçados (12,6%), outros artigos de uso pessoal e doméstico (7,7%) e veículos, motocicletas, partes e peças (2,8%). O acumulado em 12 meses, no entanto, ainda apresenta crescimento de 1,1%.

Tabela 9.3 - Taxas de variação do volume de vendas das atividades do Comércio Varejista Ampliado do Rio Grande do Sul, em % - 2019

Atividades	<u>3º trim./2019</u> 2º trim./2019 (1)	acumulado no ano até outubro
Combustíveis e lubrificantes	-17,9	-1,8
Hipermercados, supermercados, alimentos, bebidas e fumo	2,0	0,6
Tecidos, vestuário e calçados	12,6	9,1
Móveis	1,9	0,9
Eletrodomésticos	-2,4	-1,8
Artigos farmacêuticos, médicos, ortopédicos, de perfumaria e cosméticos	3,9	2,4
Livros, jornais, revistas e papelaria	-18,6	-16,5
Equipamentos e materiais para escritório, informática e comunicação	8,5	10,2
Outros artigos de uso pessoal e doméstico	7,7	4,1
Veículos, motocicletas, partes e peças	2,8	8,3
Material de construção	-0,4	-0,9

Fonte: IBGE - Pesquisa Mensal do Comércio

(1) Com ajuste sazonal.

O mercado de trabalho do Rio Grande do Sul também passou por uma piora no terceiro trimestre. Segundo as últimas informações da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua), embora o nível de ocupação tenha crescido e passado para 5.570 mil pessoas no período, a taxa de desocupação alcançou 8,8%, um acréscimo de 0,6 ponto percentual sobre a taxa de um ano antes. Isto porque o mercado não foi capaz de absorver totalmente o aumento de pessoas

de 14 anos ou mais que ingressaram no mercado de trabalho e nem as pessoas que migraram de fora para dentro da força de trabalho. Quanto ao rendimento médio real e à massa de rendimentos reais, houve aumentos de 2,7% e de 5,4%, respectivamente.

Martinho Roberto Lazzari

10 ÍNDICES DE PREÇOS AO CONSUMIDOR – PORTO ALEGRE

10.1 Índice de Preços ao Consumidor

Com a chegada do final de ano, observa-se que a inflação registrada pelo IPC/IEPE mostrou um ciclo virtuoso de comportamento em 2019, mostrando que irá ficar abaixo do centro da meta (4,25%) de inflação estipulada pelas autoridades monetárias no ano. Com a variação de 0,22% em novembro, a inflação acumulada no ano de 2019 alcança 3,46% de crescimento, o que representa uma inflação média mensal de 0,31%. Ao longo de 2019 identificou-se a ocorrência de deflação em três meses, em junho (-0,16%), em julho (-0,02%) e em outubro (-0,08%). Entre maio e novembro de 2019 as taxas mensais de inflação têm se mantido muito próximas de zero, o que contribuiu para o resultado acumulado anual de inflação referido acima.

Da mesma forma que o IPC/IEPE, os principais indicadores dos níveis de preços sinalizaram uma redução acentuada nas taxas mensais de inflação ao longo do ano, sendo que esse movimento de queda nos níveis de preços vem sendo percebido desde o início do segundo semestre de 2016 segundo os dados do Índice de Preços ao Consumidor (IPC). Em 2015 o índice encerrou o ano com 12,58% de inflação acumulada, já o ano de 2016 fechou com acumulado de 8,11%, em 2017 foi apurado apenas 1,67% de taxa acumulada e, em 2018, a variação do ano medida pelo IPC/IEPE ficou em 5,03%.

Comparativamente aos 3,46% de inflação acumulada medida pelo IPC/IEPE no ano de 2019, o IPCA/IBGE registra uma taxa de 3,12% no mesmo período, enquanto o INPC/IBGE sinaliza 3,22% de inflação acumulada no ano. No que diz respeito ao acumulado dos últimos doze meses, até novembro de 2019, o índice alcançou 3,00% de crescimento, inferior aos 3,10% verificados nos 12 meses imediatamente anteriores. O IPCA/IBGE e INPC/IBGE indicaram 3,27% e 3,37%, respectivamente, no acumulado no ano até novembro.

A inflação de novembro de 2019 somente não foi menor por conta dos reajustes nos preços dos combustíveis e dos preços das carnes de modo em geral. No caso dos combustíveis enfatiza-se a

Gasolina Comum que teve um aumento de 3,83%, contribuindo com 0,16671% de impacto sobre o índice, o que corresponde a uma participação de aproximadamente 74% da composição final do índice.

Ainda em relação à inflação acumulada de 2019, observa-se que as taxas mais elevadas do ano ocorreram em março e abril com crescimento de 0,98% e 1,15%, respectivamente. Nestes dois meses o reajuste da Gasolina Comum foi relevante na determinação dos resultados da inflação mensal, ocupando o primeiro lugar no *ranking* dos produtos com maior impacto sobre a inflação mensal. Nos dois meses referidos, o reajuste no preço da Gasolina Comum representou aproximadamente 25% na composição final da inflação em cada mês. Em março de 2019, a majoração desse combustível alcançou 5,76% de acréscimo, com 0,24583% de contribuição no resultado da inflação, já em abril o aumento desse combustível sinalizou 6,53% de acréscimo com uma contribuição de 0,29163% na inflação mensal.

O grupo Alimentação do IPC/IEPE apresentou a modesta variação de 0,14% em novembro de 2019, após ter registrado cinco meses consecutivos de reduções mensais. O seu subgrupo In Natura deu sustentação para as referidas taxas negativas que iniciaram em junho de 2019 e se estenderam até novembro, quando registrou -2,56% no mês. Ao longo de 2019, verifica-se que somente em março, abril e maio ocorreram taxas positivas de crescimento no subgrupo In Natura, no entanto foram muito expressivas, de 8,08%, 8,20% e 2,27%, respectivamente. Esse subgrupo ainda manteve uma taxa acumulada elevada no ano, de 6,13%. Ressalta-se que o referido comportamento de baixa dos preços dos produtos de gêneros alimentícios nos últimos meses contribuiu de forma relevante para reduzir o acumulado inflacionário no ano para 3,46%. Comparativamente, o acumulado do ano de 2019 do subgrupo In Natura, até maio, tinha alcançado 18,13% de aumento.

Por outro lado, a cadeia produtiva de serviços de restaurantes e lancherias que pertence ao subgrupo Alimentação Fora do Domicílio acusou um acumulado no ano, até novembro, de 7,85%, o maior valor entre todos os grupos e subgrupos.

O grupo dos Produtos Não Alimentares apresentou alta de 0,08% e 0,47% em outubro e novembro, nessa ordem, marcando uma variação acumulada no ano de apenas 1,68%, sendo que os seus subgrupos registraram as seguintes variações em novembro:

- a) Habitação: -0,37%;
- b) Combustíveis: 2,58%;
- c) Vestuário: 0,34%;

- d) Saúde e Higiene Pessoal: -0,45%;
- e) Educação, Cultura e Informação: 0,10%;
- f) Fumo: 0,00%;
- g) Ração para Animais: -0,42%.

Quanto ao subgrupo combustíveis, seus 2,58% de aumento em novembro representam a maior taxa de crescimento entre os grupos e subgrupos do IPC/IEPE no mês. Além do aumento da Gasolina Comum citado anteriormente, observa-se o Álcool Combustível e o Óleo Diesel, com 1,67% e 1,64% de reajustes, respectivamente. Esse subgrupo respondeu, sozinho, por aproximadamente 80% do valor da inflação do mês de novembro de 2019.

O grupo Serviços Públicos e de Utilidade Pública acusou um decréscimo de 0,04%, sinalizando uma taxa acumulada no ano, até novembro, de 3,59%. O importante impacto sobre esse resultado negativo veio da queda no preço da Energia Elétrica, com -3,23%, perfazendo uma contribuição de 0,10854% sobre o índice.

O grupo Outros Serviços permaneceu praticamente estável, com acréscimo de apenas 0,20%, sendo que havia marcado em outubro um crescimento de 0,37%. Com esses resultados, o grupo apresenta um acumulado no ano de 5,10%, maior do que os 3,64% registrados para o mesmo período de 2018.

Na sequência vêm os acumulados nos últimos doze meses dos grupos de consumo, até novembro:

- a) Alimentação: 3,82%;
- b) Produtos Não Alimentares: 0,38%;
- c) Serviços Públicos e de Utilidade Pública: 3,74%;
- d) Outros Serviços: 5,46%;
- e) Índice Geral: 3,00%.

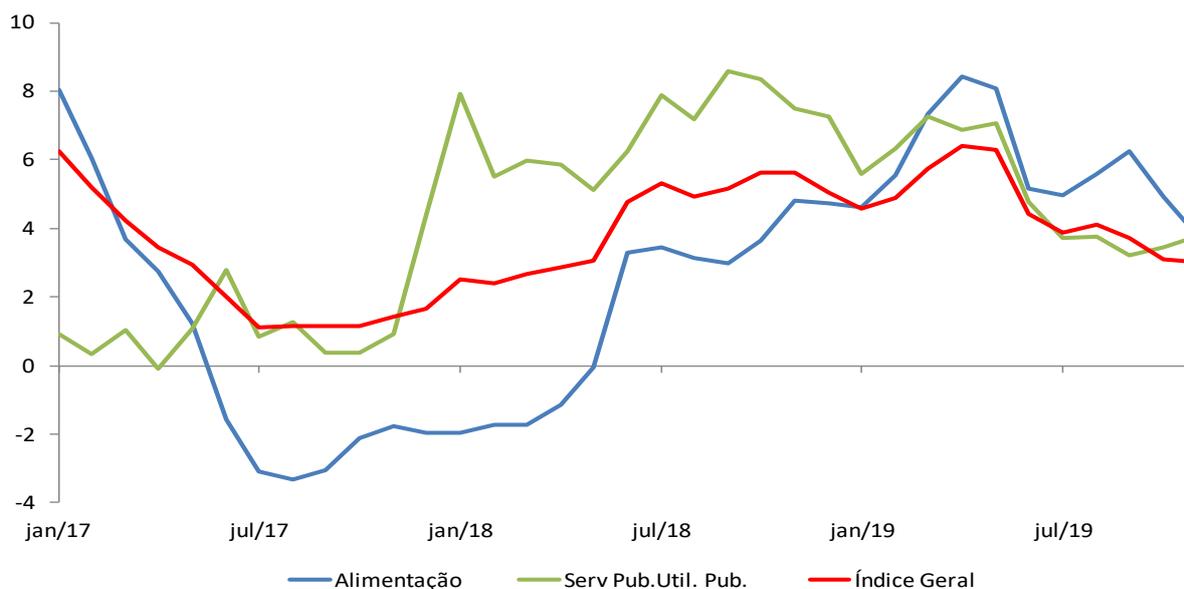
Os dados dos últimos meses do IPC/IEPE mostram uma inflação em queda em relação a períodos passados e, que a desaceleração dos preços médios dos produtos alimentares tem impactado de forma significativa os resultados do IPC/IEPE, bem como a participação dos produtos não alimentares na manutenção de baixo nível de inflação, sendo que seu subgrupo "Saúde" registrou ao longo do ano sete meses de taxas negativas, perfazendo uma queda acumulada de 1,17% até novembro.

Na sequência relacionam-se, entre os 325 itens de consumo e serviços da amostra do IPC/IEPE, os que mais contribuíram, tanto negativa quanto positivamente, para a configuração do índice no mês de novembro:

- 1) Gasolina Comum (aumento de 3,83% e contribuição de 0,16671%);
- 2) Telefone Fixo (4,55% e contribuição de 0,10165%);
- 3) Loto, Sena e Raspadinha (24,00% e contribuição de 0,06960%);
- 4) Carne Bovina Costela (3,02% e contribuição de 0,03254%);
- 5) Carne Bovina Coxão de Dentro (5,94% e contribuição de 0,03161%);
- 6) Luz (redução de -3,23% e contribuição de -0,10785%);
- 7) Batata Inglesa (-10,03% e contribuição de -0,07557%);
- 8) Cebola (-10,03% e contribuição de -0,03758%);
- 9) Casa de Dança (-3,00% e contribuição de -0,03378%);
- 10) Banana (-5,17% e contribuição de -0,03310%).

O Gráfico 10.1 mostra as variações dos últimos doze meses do IPC/IEPE, do grupo Alimentação e do grupo Serviços Públicos e de Utilidade Pública.

Gráfico 10.1 - Acumulado nos doze meses do IPC/IEPE, do grupo Alimentação e do grupo dos Serviços Públicos e de Utilidade Pública – jan./17-nov./19



Fonte: IPC/IEPE – UFRGS.

O Gráfico anterior mostra tendência de baixa de preços mais acentuada a partir de abril de 2019, estimulada fortemente pela queda nos preços dos produtos de alimentação, embora no último mês tenha registrado um leve aumento no seu acumulado em relação ao acumulado do mês anterior.

10.2 Custo do Cesto Básico

Os 51 produtos do Custo do Cesto de Produtos Básicos de Consumo Popular em Porto Alegre (Cesto Básico/IEPE), depois de registrarem cinco meses de decréscimos nos seus custos, de junho a outubro, em novembro voltaram a registrar taxa de aumento no seu custo de aquisição. O indicador passou a custar R\$ 832,38 em novembro de 2019. Em relação ao mês anterior, houve um acréscimo monetário de R\$ 10,19, o que representa uma taxa de variação de 1,24%.

Nos últimos doze meses, até novembro, a variação do indicador chegou a 3,12%. Quanto ao acumulado no ano, até novembro, o indicador sinaliza crescimento no seu custo de 3,38%, revelando que nos cinco meses em que ocorreram reduções no custo do Cesto Básico, as taxas mensais foram relativamente modestas. Comparativamente, em 2018, o acumulado no ano até novembro tinha alcançado 5,29% de aumento, bem mais do que o valor assinalado em 2019.

Quanto às contribuições de cada produto integrante do Custo do Cesto Básico no decorrer do mês, verificou-se que trinta produtos tiveram seus preços aumentados, contribuindo assim com 1,78% no custo total do Cesto. Já vinte produtos reduziram de preço, contribuindo com -0,54%. O item Cigarro não variou de preço.

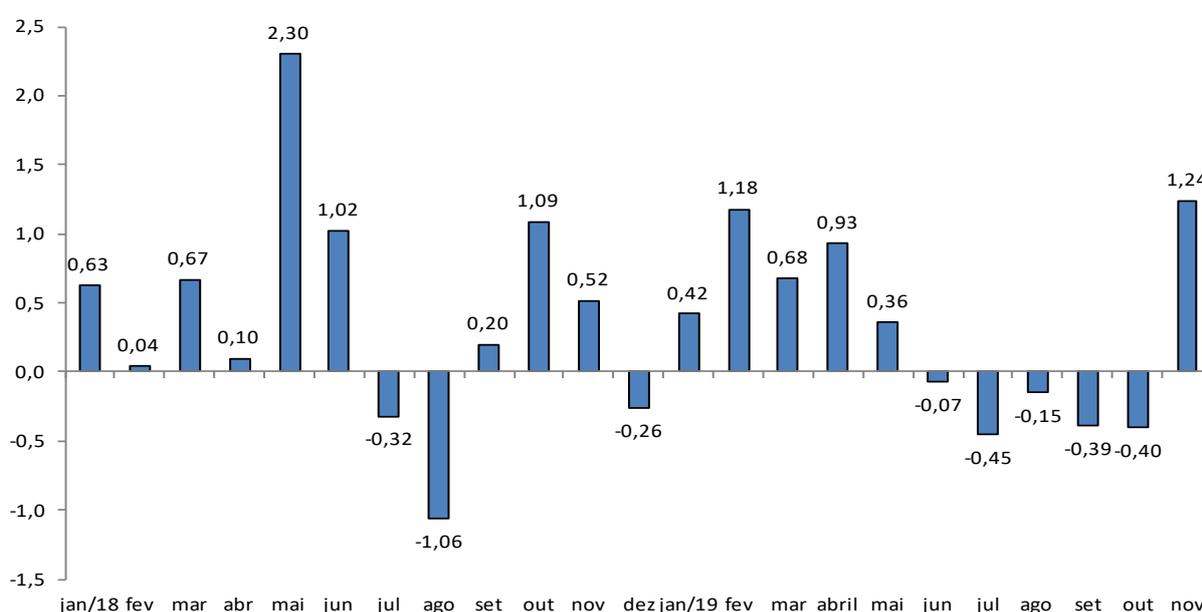
Dentre os 51 produtos que contribuíram, seja positiva, seja negativamente, para esta variação mensal de 1,24%, destacaram-se:

- 1) Carne Bovina (aumento de 5,14% e contribuição de 0,8990%);
- 2) Carne de Frango (1,87% e contribuição de 0,1650%);
- 3) Laranja (15,55% e contribuição de 0,1070%);
- 4) Leite Longa Vida Integral (2,18% e contribuição de 0,1013%);
- 5) Alface (26,09% e contribuição de 0,0959%);
- 6) Batata Inglesa (redução de -6,31% e contribuição de -0,1384%);
- 7) Banana (-9,12% e contribuição de -0,1339%);
- 8) Cebola (-7,85% e contribuição de -0,0505%);
- 9) Farinha de Trigo (-2,34% e contribuição de -0,0346%);

10) Papel Higiênico (-2,13% e contribuição de -0,0296%).

O efeito do aumento nos preços das carnes predominou sobre o resultado final do Custo do Cesto Básico, especialmente o reajuste da Carne Bovina, a qual teve um impacto de 72,50% sobre a variação mensal de novembro (1,24%). Somada à Carne de Frango, estes dois itens que são extremamente importantes na alimentação diária do consumidor tiveram um impacto de aproximadamente 86% sobre a taxa de novembro. No Gráfico 10.2 é apresentada a variação percentual mensal no Custo do Cesto Básico de janeiro de 2018 a novembro de 2019.

Gráfico 10.2 – Taxas de variação mensais do custo do Cesto Básico, em % - jan./18-nov./19



Fonte: IPC/IEPE – UFRGS.

A visualização gráfica revela queda no custo do Cesto básico na maior parte das observações, embora em alguns casos as taxas sejam modestas. Como já ressaltado anteriormente, identifica-se uma sequência de reduções mensais em 2019, excetuando-se o mês de novembro que interrompeu essa tendência de redução no custo desse indicador, com já mencionado, em virtude do reajuste nos preços das carnes. Os aumentos expressivos ocorridos em maio e junho de 2018 deveram-se à greve dos caminhoneiros iniciada no final de maio, repercutindo sobre os preços dos produtos de gêneros alimentícios perecíveis. Em maio de 2018, aproximadamente 68% dos produtos tiveram reajustes de preços no mês.

Everson Vieira dos Santos