

SUMÁRIO EXECUTIVO

BRASIL | 24 DE MARÇO DE 2016

POLÍTICA MONETÁRIA – O governo anunciou a intenção de permitir ao BC o recebimento de depósitos voluntários remunerados como alternativa às operações compromissadas. Há que se considerar, contudo, tanto o momento em que a proposta é apresentada como o possível prazo para que seja implementada e medidas alternativas. É importante que o avanço institucional proposto não seja comprometido pelo descrédito de soar como uma forma de reduzir a dívida bruta apenas como expediente de adiar o inadiável, o ajuste fiscal estrutural.

POLÍTICA FISCAL – O governo anunciou uma série de medidas de reforma fiscal, porém sem contemplar a reforma da previdência e com medidas insuficientes para barrar a expansão dos gastos da União. Ao mesmo tempo, o governo está pedindo ao Congresso permissão para um déficit primário de até 1,6% do PIB.

CONJUNTURA ECONÔMICA – Os últimos indicadores do mercado de trabalho mostraram uma piora considerável na margem, com diminuição do pessoal ocupado e redução dos rendimentos. Este cenário de deterioração já mostra reflexos na inflação, especialmente em um arrefecimento da inflação de serviços.

EUA – Ainda que os dados da indústria tenham sinalizado nova melhora em março, os indicadores de investimentos divulgados nessa semana sugerem que o PIB do 1T16 deve registrar crescimento bem modesto.

CARLOS KAWALL – ECONOMISTA CHEFE

(+55) 11 3175-7969
carlos.kawall@safra.com.br

PRISCILA DELIBERALLI – ECONOMISTA

(+55) 11 3175-7406
priscila.deliberalli@safra.com.br

MARCOS DE MARCHI – ECONOMISTA

(+55) 11 3175-7096
marcos.demarchi@safra.com.br

ANA LUIZA FURTADO – ECONOMISTA

(+55) 11 3175-7596
ana.furtado@safra.com.br

GUSTAVO RIBEIRO – ECONOMISTA

(+55) 11 3175-4122
gustavo.ribeiro@safra.com.br

JULIANA BENEDETI – ECONOMISTA

(+55) 11 3175-9749
juliana.benedeti@safra.com.br

CALENDÁRIO ECONÔMICO

	PAÍS	EVENTO	REFERÊNCIA	UNIDADE	ANTERIOR	CONSENSO*	SAFRA
SEGUNDA 28/mar	Brasil	Tesouro: Relatório da dívida pública federal	fev/16	R\$ trilhões	2,8	---	
	EUA	Consumo das famílias (PCE)	fev/16	M/M %	0,5	0,1	
	EUA	Índice de preços do consumo das famílias (PCE)	fev/16	A/A %	1,3	1,0	
TERÇA 29/mar	EUA	S&P-CS20: Índice de preços de casas	jan/16	A/A %	5,7	5,7	
	Brasil	Tesouro: Resultado primário do governo central	fev/16	R\$ bilhões	14,8	-12,5	-13,8
QUARTA 30/mar	Brasil	FGV: IGP-M	mar/16	M/M %	1,29	0,45	
	EUA	ADP: Variação dos postos de trabalho	mar/16	milhares	195,0	214,0	
	Brasil	BCB: Resultado primário do setor público	fev/16	R\$ bilhões	27,9	---	-11,0
QUINTA 31/mar	Brasil	BCB: Relatório trimestral de inflação	1T16	---	---	---	
	China	PMI: Índice de atividade industrial	mar/16	pontos	49,0	49,3	
	China	Caixin: PMI índice de atividade industrial	mar/16	pontos	48,0	48,3	
	Brasil	CMN: Taxa de juros de longo prazo (TJLP)	1/abr	%	7,5	7,5	
SEXTA 1/abr	Brasil	IBGE: Produção industrial	fev/16	M/M %	0,4	-2,1	-2,6
	EUA	Taxa de desemprego	mar/16	%	4,9	4,9	
	EUA	Variação dos postos de trabalho	mar/16	milhares	242,0	207,0	
	EUA	ISM: Índice de atividade industrial	mar/16	pontos	49,5	50,7	

* Fonte: Bloomberg. Atualizado em 24 de março

SAFRA INDICADORES

INDICADORES	2009	2010	2011	2012	2013	2014	2015	2016*	2017*
I- ATIVIDADE ECONÔMICA									
Varição Real do PIB	-0,1%	7,5%	3,9%	1,9%	3,0%	0,1%	-3,8%	-3,8%	0,2%
Varição Real do PIB - Agropecuária	-3,7%	6,7%	5,6%	-3,1%	8,4%	2,1%	1,8%	2,0%	-
Varição Real do PIB - Indústria	-4,7%	10,2%	4,1%	-0,7%	2,2%	-0,9%	-6,2%	-4,2%	-
Varição Real do PIB - Serviços	2,1%	5,8%	3,4%	2,9%	2,8%	0,4%	-2,7%	-2,9%	-
PIB (R\$ bilhões correntes)	3.333	3.886	4.374	4.806	5.316	5.687	5.904	6.083	6.425
PIB (US\$ bilhões correntes)	1.675	2.209	2.618	2.459	2.464	2.417	1.772	1.569	1.494
Produção Industrial	-7,1%	10,2%	0,4%	-2,3%	2,1%	-3,0%	-8,3%	-4,6%	5,0%
Vendas no Varejo	5,9%	10,9%	6,7%	8,4%	4,3%	2,2%	-4,3%	-3,0%	-6,0%
População (milhões)	193,5	195,5	197,4	199,2	201,0	202,8	204,5	206,1	207,7
Taxa de Desemprego (média no ano)	8,1%	6,7%	6,0%	5,5%	5,4%	4,8%	6,8%	9,7%	12,3%
II- SETOR EXTERNO									
Balança Comercial	25,0	18,5	27,6	17,4	0,4	-6,6	17,7	40,0	50,0
Exportações (US\$ bilhões)	153,6	201,3	255,5	242,3	241,6	224,1	190,1	170,0	210,0
Importações (US\$ bilhões)	128,7	182,8	227,9	224,9	241,2	230,7	172,4	130,0	160,0
Serviços e Rendas (US\$ Bilhões)	-54,6	-97,2	-107,6	-94,5	-78,9	-100,3	-79,3	-58,2	-54,6
Saldo em Conta Corrente (US\$ bilhões)	-26,3	-75,8	-77,0	-74,2	-74,8	-104,2	-58,9	-15,2	-1,6
Conta Corrente (% do PIB)	-1,6%	-3,4%	-2,9%	-3,0%	-3,0%	-4,3%	-3,3%	-1,0%	-0,1%
Investimento Direto no País (IDP) (US\$ bilhões)	31,5	88,5	101,2	86,6	69,2	96,9	75,1	50,0	50,0
Reservas Cambiais Líquidas (US\$ bilhões)	238,5	288,6	352,0	373,1	358,8	363,6	356,5	360,0	363,5
Taxa de Câmbio (R\$/US\$) - Final de período	1,74	1,67	1,88	2,04	2,34	2,66	3,90	4,20	4,40
Varição cambial	-25,5%	-4,3%	12,6%	8,9%	14,6%	13,4%	47,0%	7,6%	4,8%
Taxa de Câmbio (R\$/US\$) - Média do período	1,99	1,76	1,67	1,95	2,16	2,35	3,33	3,88	4,30
Varição cambial	8,6%	-11,6%	-5,0%	17,0%	10,4%	9,0%	41,6%	16,4%	10,9%
III- SETOR PÚBLICO CONSOLIDADO (% DO PIB)									
Resultado Primário	1,9%	2,6%	2,9%	2,2%	1,7%	-0,6%	-1,9%	-1,7%	-1,8%
Despesas com Juros Pagos	-5,1%	-5,0%	-5,4%	-4,4%	-4,7%	-5,5%	-8,5%	-9,6%	-10,5%
Resultado Nominal	-3,2%	-2,4%	-2,6%	-2,3%	-3,0%	-6,0%	-10,3%	-11,3%	-12,3%
Dívida Líquida	40,9%	38,0%	34,5%	32,3%	30,6%	33,1%	36,0%	40,9%	42,0%
Dívida Bruta	59,2%	51,8%	51,3%	53,8%	51,7%	57,2%	66,2%	74,0%	80,1%
IV- INFLAÇÃO									
IPCA	4,3%	5,9%	6,5%	5,8%	5,9%	6,4%	10,7%	7,1%	5,4%
IGP-M	-1,7%	11,3%	5,1%	7,8%	5,5%	3,7%	10,5%	7,5%	5,5%
IGP-DI	-1,4%	11,3%	5,0%	8,1%	5,5%	3,8%	10,7%	7,5%	5,5%
INCC-M	3,2%	7,6%	7,6%	7,2%	8,1%	6,7%	7,2%	8,0%	6,0%
V- JUROS									
Taxa Selic - Meta (final de período)	8,75%	10,75%	11,00%	7,25%	10,00%	11,75%	14,25%	13,25%	11,50%
VI - ECONOMIA INTERNACIONAL									
EUA - Varição Real do PIB	-2,8%	2,5%	1,6%	2,3%	2,2%	2,4%	2,4%	1,9%	2,3%
EUA - Taxa Básica de Juros (Fed funds)**	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,25%	0,375%	0,875%	1,875%

* Informações em laranja indicam projeções do Banco Safr

** A partir de 2015, média do intervalo do objetivo do Fed funds.

POLÍTICA MONETÁRIA – BANCO CENTRAL NÃO GERA DÉFICIT E SEUS PASSIVOS NÃO SÃO DÍVIDA PÚBLICA

O Governo Federal anunciou a intenção de permitir ao Banco Central (BC), por meio de alteração da Lei 4.595, o recebimento de depósitos voluntários remunerados como alternativa à condução da política monetária por meio da compra e venda de títulos públicos federais (“operações compromissadas”).

O mecanismo proposto está em linha com o que defendemos em um texto publicado este mês pela Casa das Garças¹, ao acreditarmos que representa um aperfeiçoamento institucional que eleva a autonomia operacional do BC e alinha o Brasil com práticas internacionais.

Há que se considerar, contudo, tanto o momento em que a proposta é apresentada, como o possível prazo para que seja implementada e medidas alternativas.

Em primeiro lugar, a alteração legal proposta agora foi feita conjuntamente com outras três:

- Proposta para limite de crescimento do gasto
- Plano de Ajuda aos Estados e Distrito Federal
- Regime Especial de Contingenciamento

No período recente, sugestões para uso das reservas internacionais para abatimento da dívida pública, negadas oficialmente pelo Governo, levaram à preocupação de que o não enfrentamento da crise fiscal poderia ser mitigado por uma temerária redução da dívida pública a partir da queima de reservas internacionais.

Neste contexto, a proposta de criação de um depósito remunerado nos parece ter um *timing* incorreto, especialmente quando é acompanhada de outras medidas que não caminham na direção do ajuste estrutural hoje requerido pela economia brasileira. A proposta do Regime Especial de Contingenciamento, ainda, parece caminhar na direção contrária da necessária, enquanto o Plano de Ajuda aos Estados e Distrito Federal cria perigoso precedente de reabrir os contratos de refinanciamento de dívidas, importantíssimo pilar da disciplina fiscal.

É importante também considerar, caso aprovada a proposta do depósito voluntário remunerado, questões operacionais importantes quanto ao seu funcionamento. Hoje, as operações compromissadas, à medida que envolvem um título que lastreia as operações de enxugamento de liquidez, dão aos bancos flexibilidade operacional para que fundos de investimento (os grandes investidores na dívida pública) adquiram o lastro (o título público) para colocar recursos neste tipo de operação (a compromissada), os quais são repassados pelos bancos para a autoridade monetária. Esta questão operacional assume alguma complexidade no contexto do depósito remunerado, segundo indicado pelas instituições financeiras envolvidas nesta questão.

Vale aqui lembrar que o *Federal Reserve*, que passou a utilizar o expediente das reservas remuneradas desde 2008, criou, em 2010, a *Term Deposit Facility* (TDF) para contemplar a realização de depósitos remunerados de prazo acima de um dia. A TDF está, desde então, sendo utilizada esporadicamente para testes, exatamente para aferir sua eficácia na administração da liquidez com depósitos remunerados de prazo mais longo, a exemplo das operações compromissadas de 30 e 60 dias, existentes no Brasil.

¹ Texto para discussão nº 34 publicado pelo Instituto de Estudos de Política Econômica/Casa das Garças (IEPE/CdG), disponível em: <<http://iepecdg.com.br/wp-content/uploads/2016/03/160307CapKawallfinal-1.pdf>>

Cabe ainda apontar que vários países têm utilizado a emissão de títulos da própria autoridade monetária para a esterilização da liquidez, faculdade que existiu no Brasil e foi extinta quando da aprovação da Lei de Responsabilidade Fiscal. No Brasil, a exemplo do verificado em outros países, há uma natural resistência do Ministério da Fazenda a tal possibilidade, frente ao potencial de títulos do BC concorrerem com os títulos do Tesouro Nacional, embora tal concorrência já exista de fato a partir das próprias operações compromissadas.

É importante que o avanço institucional proposto, contudo, não seja comprometido pelo descrédito de soar como uma forma de reduzir a dívida bruta apenas como expediente de adiar o inadiável, o ajuste fiscal estrutural. Embora haja, como dito, motivos para defender o uso do depósito remunerado e mesmo da emissão própria de títulos pela autoridade monetária, em nada comprometeríamos a situação atual se tal proposta fosse adiada para momento mais oportuno, em que poderia inclusive ser analisada a alternativa do BC voltar a emitir títulos próprios.

Alternativamente, se for aprovada, não há nenhum motivo para que fosse implementada pelo BC com pressa, levando inclusive em consideração os aspectos operacionais acima descritos e a própria desconfiança de que, ao fazê-lo, estaria buscando sobretudo a queda da dívida bruta.

O *timing* inadequado da proposta tem levado diversos analistas financeiros a chamar a medida de uma nova “pedalada fiscal”, ou uma ocultação de dívida pública. Isso poderia ocorrer caso fosse defendida a leitura da imediata redução das operações compromissadas como queda da dívida bruta, o que só ocorre no conceito brasileiro de dívida bruta. Tal interpretação seria enganosa e implicaria, de fato, ocultar a dívida pública emitida, na carteira do BC.

Isto poderia ser evitado se o BC passasse a divulgar e monitorar a evolução da dívida bruta pelo conceito do FMI, o qual não seria afetado em um primeiro momento, já que este conceito contabiliza como dívida toda a carteira de títulos do BC, e não apenas a parcela dela que é usada como lastro das operações compromissadas.

Mas caso houvesse, em um momento subsequente, uma redução da carteira de títulos do BC (utilizando-se para isso os recursos da Conta Única), a dívida bruta cairia inclusive no conceito do FMI. Seria isso uma “pedalada”? Estaria o Brasil falsificando as estatísticas de dívida pública?

A discussão é contábil e conceitual. Se voltarmos ao conceito do FMI de Necessidades de Financiamento do Setor Público Não-Financeiro (NFSP), o déficit público é medido pela variação da dívida, ou seja, se a dívida aumentou, houve déficit. Mas são conhecidas exceções a essa regra. Pode haver redução da dívida sem que haja um superávit, por exemplo, via venda de ativos (como na privatização). E pode haver aumento de dívida sem que haja déficit (para comprar reservas internacionais ou ativos do BNDES, por exemplo).

A aquisição de reservas internacionais, quando feita por um banco central, é sabidamente uma operação que não corresponda a uma elevação do déficit público, sendo operação típica de política cambial. Se a opção é esterilizá-la com dívida pública ou não, depende do formato institucional próprio de cada país. Mas se há esterilização via operações compromissadas, não há dúvida: a dívida pública se elevará via a compra de um ativo, pois será necessário o lastro para a esterilização via compromissada.

Mas vale lembrar: continua sendo uma operação típica de banco central e não o financiamento de um déficit público. Se o BC coreano ou mexicano optam por não esterilizar tal operação com *reverse repos*, não há porque falar em “pedalada” coreana ou mexicana. Não parece que conceitualmente possa se caracterizar passivos de banco central como integrantes da dívida pública, até porque são considerados pelos bancos como ativos desprovidos de risco, inclusive nas métricas da Basiléia.

Embora, para alguns analistas, a proposta da reserva bancária remunerada possa levar a uma subestimativa da dívida bruta, é curioso lembrar que há também uma tese de que o conceito adequado para medir a dívida bruta

no Brasil seria computá-la líquida das reservas internacionais, que seriam um ativo que tem qualidade e liquidez para “garantir” a dívida pública em mercado. Como apontou recentemente Luiz Fernando Figueiredo, o efeito de subtração das reservas internacionais (o lado do ativo) é equivalente à redução das compromissadas via depósito remunerado (o lado do passivo). Somente a segunda abordagem, contudo, seria consistente com os padrões contábeis do FMI.

É claro que, caso fosse feita a substituição total das compromissadas pelo depósito remunerado, com posterior redução da carteira de títulos do BC, seria possível, para os que consideram a medida como artificial, elaborar estatística própria, somando à dívida bruta o valor do depósito remunerado, criando uma nova “jabuticaba” contábil. Muito provavelmente se descobriria que tal estatística, que somaria dívida pública com o que não é dívida, não conversaria com prêmios de risco ou a análise das agências de *rating*. Deveríamos, neste caso, buscar mais uma vez junto ao FMI uma exceção à sua forma de contabilizar a dívida bruta para o caso brasileiro, incluindo o depósito remunerado?

Além disso, a criação do depósito remunerado não é estritamente necessária para que se busque “maquiar” a dívida bruta. Bastaria que o BC fizesse uma expressiva elevação dos compulsórios bancários, enxugando as compromissadas, e em seguida ocorresse abatimento da carteira de títulos do BC (com recursos da Conta Única). Neste caso, deveríamos considerar o compulsório como parte da dívida bruta?

Cabe, por último, ressaltar a importância de que seja atacada outra questão correlata ao tema das operações compromissadas, a forma assimétrica como hoje são transferidos ao Tesouro Nacional os resultados da equalização cambial do BC. Como apontado por Marcos Mendes², essa sistemática tem gerado uma elevação excessiva da Conta Única do Tesouro Nacional no BC, permitindo uma liberalidade exagerada na política de administração da dívida pública, incentivando o crescimento das operações compromissadas. É correta, ainda, a preocupação expressa por Marcos Mendes de que a possibilidade de que o Tesouro amortize, de forma ilimitada, a dívida pública em mercado com base no lucro transferido pelo BC, leve a uma subestimativa artificial da dívida bruta com a criação do depósito remunerado.

Tal ponto esteve ausente das propostas apresentadas recentemente pelo Ministério da Fazenda, embora pareça ser mais premente do que a própria criação do depósito remunerado. Conforme noticiado pela mídia, foi apresentado projeto de lei complementar nessa direção pelo Senador Ricardo Ferraço, que criaria uma reserva especial do resultado positivo do BC. Sempre que a reserva especial exceda um máximo a ser estipulado, o excedente será transferido ao Tesouro Nacional. Tais valores seriam destinados exclusivamente a cobrir resultados negativos do BC ou abater títulos na carteira da instituição.

Embora concordemos com a mudança na sistemática da transferência do lucro do BC ao Tesouro, julgamos excessivamente restritiva a proposta de que o uso do lucro do BC não possa, como na sistemática atual, ser usado para, em ocasiões especiais, abater dívida em mercado. Preferimos, assim, a sistemática atual, que prevê o uso “preferencialmente” para abater a carteira do BC, criando um “suporte monetário” (*monetary backstop*) que possa ser usado em situações de contingência, as quais poderiam ser definidas em lei (conflito externo, grave turbulência no mercado, etc.).

² Texto para discussão nº 32 publicado pelo Instituto de Estudos de Política Econômica/Casa das Garças (IEPE/CdG), disponível em: <<http://iepecdg.com.br/wp-content/uploads/2016/03/160224TD-MarcosMendes.pdf>>

POLÍTICA FISCAL – REFORMA AQUÉM DO NECESSÁRIO

Após flertar com a ideia de apresentar um plano de reforma fiscal nos últimos meses, o Ministério da Fazenda publicou, nesta semana, detalhes sobre as mudanças pretendidas que serão enviadas ao Congresso, porém com medidas insuficientes para barrar a expansão dos gastos da União. Ainda durante a semana, o governo também propôs uma mudança na meta para o resultado primário do ano que permitirá, se aprovada e após abatimentos, um déficit primário de aproximadamente 1,6% do PIB, próximo ao observado em 2015, ano no qual houve a regularização das chamadas pedaladas fiscais.

O principal ponto do ajuste fiscal que havia sido aventado na mídia por integrantes do governo, a reforma da previdência, não será contemplado neste momento. Por conta do ambiente político bastante incerto, o Ministério da Fazenda desistiu de apresentar um plano que, de acordo com a mídia, pretendia unificar as regras da previdência urbana e rural, além de passar a definir uma idade mínima para a previdência, com uma regra de transição.

Apesar de não ter efeitos financeiros imediatos, detalhamos, em publicações anteriores, a importância de tal plano para a sustentabilidade do sistema previdenciário no longo prazo, que já traria efeitos, via confiança e percepção de melhora da dinâmica da dívida, no curto prazo. Neste sentido, a intencionalidade de avançar no ajuste fiscal estrutural mostra-se comprometida.

Sobre as medidas que foram anunciadas, restaram (i) a renegociação da dívida dos Estados e Distrito Federal (DF), (ii) a sugestão de se criar um limite para o crescimento do gasto, (iii) a criação de um regime especial de contingenciamento e (iv) a criação de depósitos remunerados no Banco Central (BC). Discutimos em maiores detalhes este último ponto no texto anterior.

Em que pese a sinalização positiva da proposta de limite de crescimento de gasto, ela é pouco ambiciosa ao não envolver gastos obrigatórios protegidos pela Constituição Federal, notadamente indexações e vinculações que hoje representam o cerne do problema fiscal brasileiro. Ainda, a ajuda aos Estados e ao DF e o Regime Especial de Contingenciamento são medidas que implicarão aumento (ou não redução) de gastos primários na esfera da União e governos regionais.

De acordo com o Ministério da Fazenda, o programa de ajuda aos Estados e ao DF terá um impacto total de R\$ 45,5 bilhões nos próximos três anos. Trata-se do valor que os governos regionais deixarão de pagar à União e ao BNDES, caso a medida seja aprovada.

O Regime Especial de Contingenciamento, por sua vez, fica aquém da ideia de se criar um mecanismo anti-cíclico para a política fiscal. Não contempla, por exemplo, possíveis economias adicionais de recursos em momentos de crescimento econômico mais robusto.

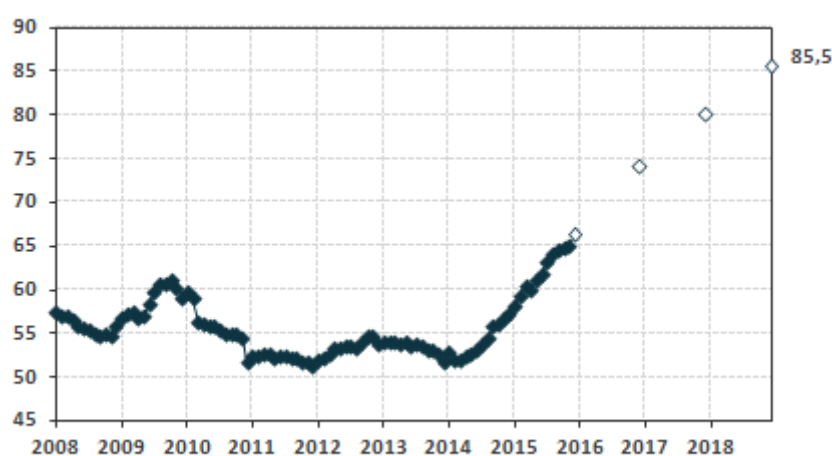
Por fim, o governo também anunciou a intenção de enviar ao Congresso um projeto de lei para alterar a meta do resultado primário do governo central para o ano corrente, reduzindo-a de R\$ 24 bilhões para R\$ 2,8 bilhões. Este anúncio se deu após o primeiro decreto de avaliação bimestral de receitas e despesas apontar para a necessidade de se contingenciar adicionais R\$ 21,2 bilhões, decorrente de uma nova frustração de receitas esperada na ordem de R\$ 20,2 bilhões e elevação de despesas obrigatórias em R\$ 1 bilhão. A permissão para redução da meta primária tem como intuito, então, reverter este contingenciamento para que o governo não se veja obrigado a realizar cortes no nível dos gastos correntes.

O governo também pede permissão para abater R\$ 99,5 bilhões da meta de R\$ 2,8 bilhões. Destes, cerca de R\$ 82 bilhões vêm da possibilidade de novas frustrações de receitas, enquanto o restante advém da possibilidade de expansão em gastos de saúde e investimento. Com isto, a meta para o resultado primário do governo central no

ano será, após abatimentos, de R\$ 96,7 bilhões, ou aproximadamente 1,6% do PIB, em linha com o esperado por nós (projetamos déficit primário de 1,7% do PIB no ano).

Esta trajetória de franca deterioração das contas públicas reflete a insuficiência das medidas adotadas até o momento, e deve continuar tendo impactos relevantes na trajetória da dívida que, como proporção do PIB, deve se aproximar de 74% neste ano (saindo de 66,2% em 2015) e ultrapassar 80% em 2017. Tal trajetória aponta um movimento claramente divergente da dívida pública, que continuará em trajetória de elevação na ausência de reformas estruturais. Assim, é imperativo que medidas no sentido de desvincular e desindexar gastos, além da realização de uma ampla reforma do sistema previdenciário, sejam adotadas em um futuro próximo para complementar o trabalho realizado até o momento.

Gráfico 1: Dívida bruta (% do PIB)



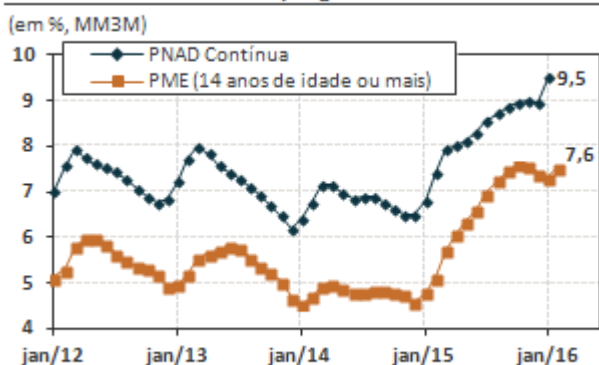
Fonte: Banco Central e Banco Safra

CONJUNTURA ECONÔMICA – DETERIORAÇÃO DO MERCADO DE TRABALHO SE REFLETE EM INFLAÇÃO MENOS PRESSIONADA

Essa semana contou com a divulgação do resultado dos três principais indicadores do mercado de trabalho: a Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (Pnad Contínua) de janeiro, a Pesquisa mensal de emprego (PME) e os dados do Caged, os dois últimos referentes a fevereiro. Todos mostraram uma piora considerável na margem, com diminuição do pessoal ocupado e redução dos rendimentos. A contrapartida dessa deterioração dos dados de emprego vem se traduzindo em um arrefecimento cada vez mais claro da inflação, sobretudo no setor de serviços.

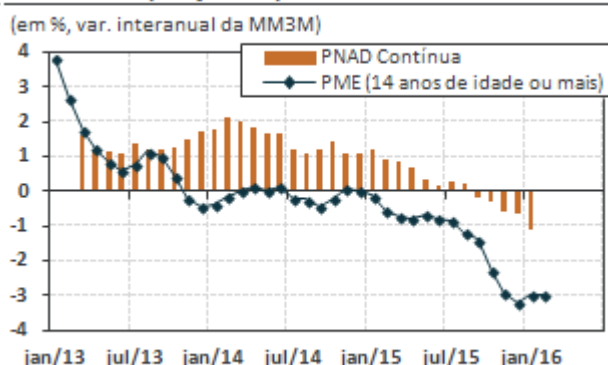
Conforme informamos no último relatório, o IBGE encerrou a PME com a divulgação do resultado de fevereiro. Adicionalmente, a instituição divulgou os dados da Pnad Contínua referentes a janeiro, pesquisa que substituirá a PME. Tanto a Pnad como a PME mostraram uma intensificação relevante na deterioração do mercado de trabalho, com as taxas de desemprego subindo rapidamente, ainda que em intensidades distintas. Adicionalmente, essa alta só não foi mais pronunciada pois ambas as pesquisas mostraram uma redução da procura por trabalho.

Gráfico 2: Taxa de desemprego



Fonte: IBGE e Banco Safra

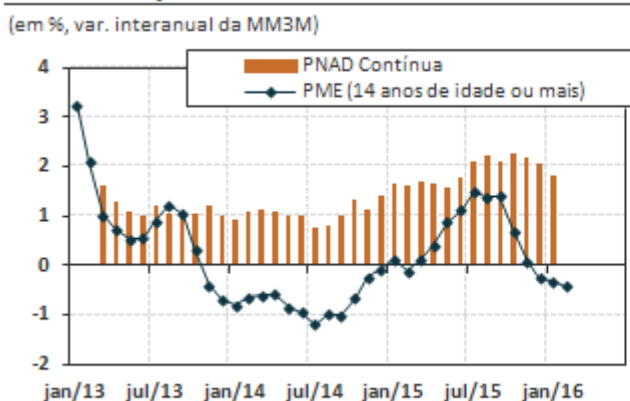
Gráfico 3: População ocupada



Fonte: IBGE e Banco Safra

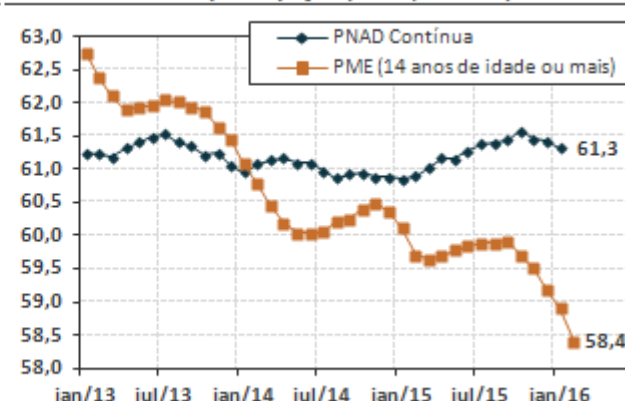
De acordo com a Pnad, a taxa de desemprego trimestral subiu para 9,5% em janeiro, de 9,0% em dezembro, atingindo o nível mais elevado da série iniciada em março de 2012. Esse aumento refletiu a contração recorde de 1,1% da população ocupada em janeiro, na comparação interanual, o que marcou o quinto mês consecutivo de queda. O crescimento da força de trabalho, por sua vez, seguiu desacelerando e passou de 2,0% em dezembro para 1,8%, também na comparação interanual, menor taxa desde junho de 2015. Esse movimento levou a uma pequena redução da taxa de participação, que passou de 61,4% em dezembro para 61,3% em janeiro.

Gráfico 4: Força de trabalho



Fonte: IBGE e Banco Safra

Gráfico 5: Taxa de participação (em %, MM3M)

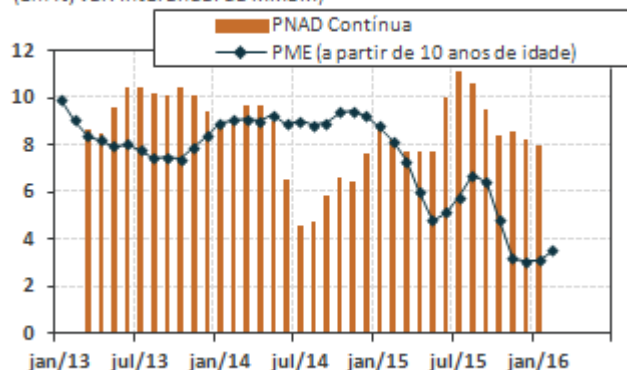


Fonte: IBGE e Banco Safra

Os rendimentos também apresentaram piora entre dezembro e janeiro. O crescimento do salário médio nominal desacelerou para 8,0% em janeiro, na comparação interanual, a menor taxa desde junho do ano passado. Descontando a inflação, o salário médio real apresentou a quarta contração consecutiva na mesma base de comparação (-2,5% em janeiro, a maior queda da série). Por fim, a redução do rendimento real bem como da população ocupada resultou em nova queda da massa de salários em termos reais, de 3,1% em relação a janeiro de 2015, quinto mês consecutivo de contração.

Gráfico 6: Rendimento médio nominal habitual

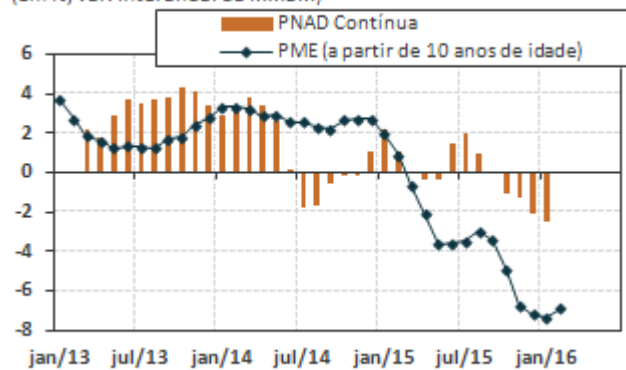
(em %, var. interanual da MM3M)



Fonte: IBGE e Banco Safra

Gráfico 7: Rendimento médio real habitual

(em %, var. interanual da MM3M)



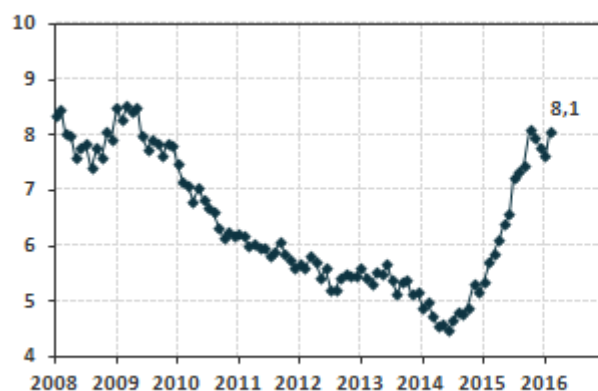
Fonte: IBGE e Banco Safra

Com dinâmica semelhante, a PME mostrou que a taxa de desemprego original subiu para 8,2% em fevereiro, de 7,6% em janeiro. Quando consideramos a série dessazonalizada, a taxa passou de 7,6% para 8,1%, voltando para o maior nível da série desde 2009. Essa alta refletiu a expressiva queda de 1,1% da população ocupada na margem (série dessazonalizada), com o nível de ocupados caindo para o patamar observado no início de 2011.

Ao mesmo tempo, entre janeiro e fevereiro, a população economicamente ativa (PEA) recuou 0,6%, alcançando o menor patamar desde meados de 2012. Com isso, a taxa de participação atingiu novo piso histórico, em 54,2% (de 54,8% em janeiro), bastante distante da média histórica de 57%.

A PME também mostrou continuidade da tendência de redução dos rendimentos. Em termos nominais, o salário caiu 0,7% na margem (também considerando os dados mensais dessazonalizados), após -0,8% em janeiro. Descontando a inflação, houve queda de 1,3% em fevereiro (ante -1,9% no mês anterior), com o salário real caindo para o menor nível desde 2011. Combinando a queda da população ocupada com a redução dos rendimentos, a massa salarial real caiu 0,5% na margem em fevereiro, elevando a queda acumulada nos últimos doze meses para 6,9%.

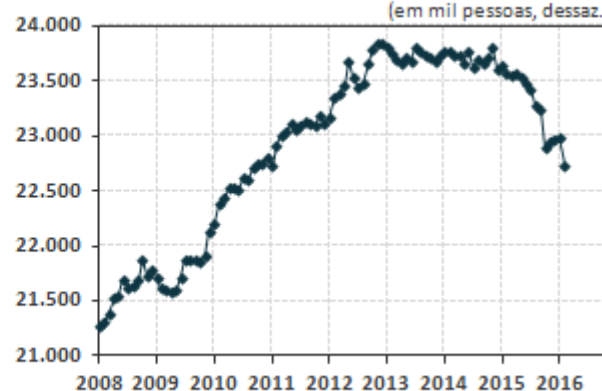
Gráfico 8: Taxa de desemprego (em %, dessaz.)



Fonte: IBGE e Banco Safra

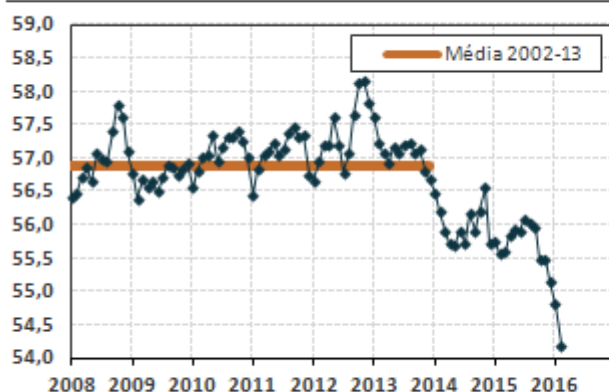
Gráfico 9: População ocupada

(em mil pessoas, dessaz.)



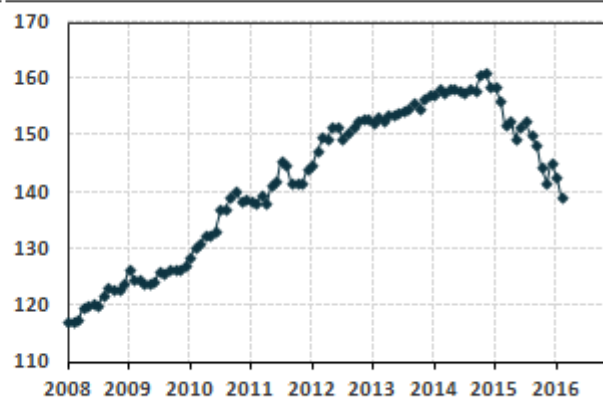
Fonte: IBGE e Banco Safra

Gráfico 10: Taxa de participação (em %)



Fonte: IBGE e Banco Safra

Gráfico 11: Massa salarial real (índice mar/02=100, dessaz.)



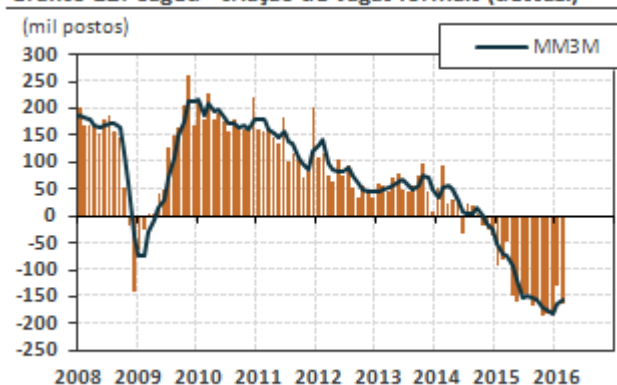
Fonte: IBGE e Banco Safra

Reforçando o quadro de deterioração adicional do mercado de trabalho no último mês, os dados do Caged mostraram o fechamento líquido de 104,6 mil postos formais de emprego em fevereiro, corte consideravelmente maior que o esperado por nós e pelo mercado (com projeções de -30 e -46 mil, respectivamente). Esse foi o pior desempenho para o mês da série histórica iniciada em 1999.

Descontando os efeitos sazonais, o fechamento líquido das contratações voltou a ultrapassar 160 mil postos em fevereiro, após corte de 130 mil vagas em janeiro. Essa piora do saldo foi reflexo da expressiva queda de 4,7% das contratações, enquanto as demissões apresentaram contração menor, de 1,9%. Vale notar que, em ambos os casos, o nível das séries encontra-se no patamar mais deprimido desde a crise de 2009.

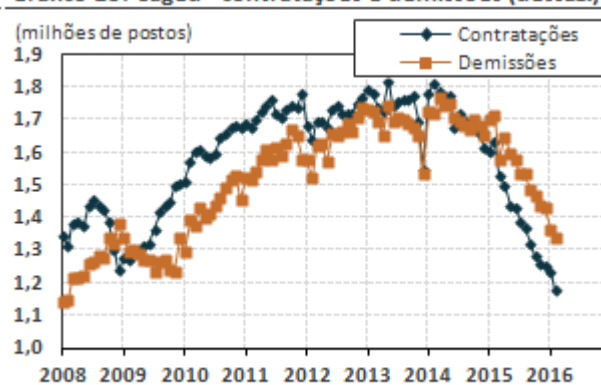
A abertura dos dados novamente mostrou fechamento líquido de vagas em todos os setores (considerando os dados já dessazonalizados), com exceção do agropecuário e de administração pública – segmentos com menor representatividade. O destaque negativo ficou por conta dos setores de comércio e serviços. No primeiro caso, os cortes passaram de 16 mil em janeiro para 34 mil, enquanto no setor de serviços foram cortadas 41 mil vagas (23 mil em janeiro). Na indústria e na construção civil, continuamos observando cortes da ordem de 60 mil e de 30 mil, respectivamente.

Gráfico 12: Caged - criação de vagas formais (dessaz.)



Fonte: Caged e Banco Safra

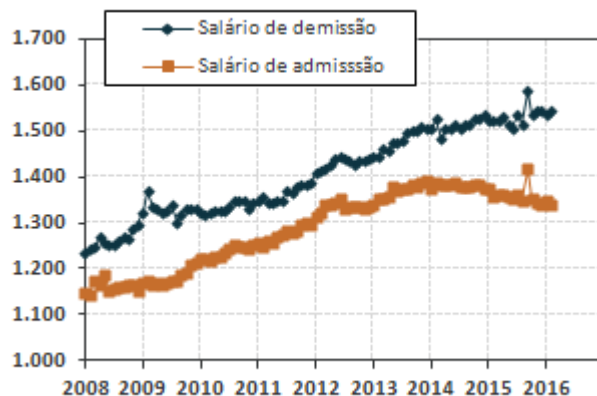
Gráfico 13: Caged - contratações e demissões (dessaz.)



Fonte: Caged e Banco Safra

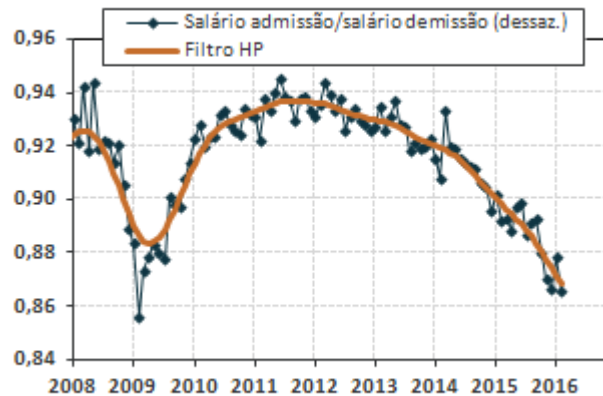
Com relação aos rendimentos, os salários de admissão apresentaram novo pequeno recuo na margem em fevereiro (-0,8% em termos reais, na série dessazonalizada), enquanto os de demissão aumentaram 0,7%. Olhando o cenário, permanece o quadro onde os salários de demissão seguem crescendo mais que os salários de admissão, apontando para uma substituição de mão de obra mais cara por uma mais barata.

Gráfico 14: Salário médio real (R\$ - deflac. INPC, dessaz.)



Fonte: Caged e Banco Safra

Gráfico 15: Caged - Salários



Fonte: Caged e Banco Safra

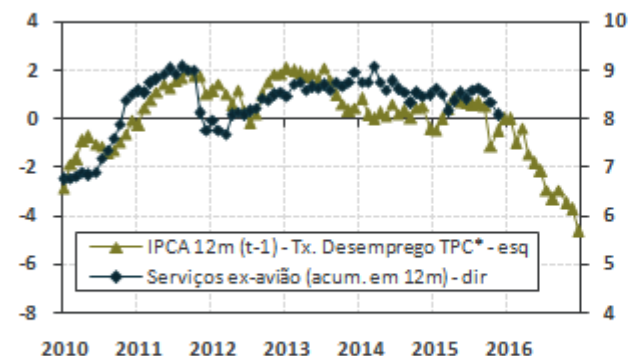
Para os próximos meses, esperamos continuidade desse cenário de enfraquecimento do mercado de trabalho. Os rendimentos devem seguir em desaceleração, reduzindo a renda das famílias, o que tende a estimular uma maior procura por emprego, retroalimentando o aumento da taxa de desemprego. Essa dinâmica desfavorável do mercado de trabalho deve persistir por todo esse ano, estendendo-se também para 2017. Nossa projeção é de que a taxa média de desemprego fique próxima a 12,0% em 2016 (encerrando o ano em 13,4%, considerando a taxa dessazonalizada) e suba para 13,6% em 2017 (14,1% em dezembro).

Este cenário de retração da renda e aumento da ociosidade no mercado de trabalho, com a taxa de desemprego apresentando elevação expressiva em todas as pesquisas e a massa salarial se contraindo, já mostra reflexos na inflação.

Tanto no IPCA de fevereiro, divulgado em 9 de março, quanto no IPCA-15 de março, divulgado na última quarta-feira, a inflação de serviços se destacou como a grande surpresa baixista. Neste sentido, já havíamos chamado a atenção, no Safra Semanal de 11 de março, quanto à trajetória declinante que estava se delineando na inflação deste grupo.

No IPCA-15 de março, os serviços apresentaram alta mensal de 0,29%, abaixo da nossa projeção de 0,44% (o consenso de mercado era 0,52%). Com isso, o acumulado em doze meses manteve sua trajetória de desaceleração vista desde o fim de 2015, alcançando 7,8% em março, de 8,1% em fevereiro, menor patamar desde novembro de 2012. A inflação de serviços excluindo passagens aéreas, em doze meses, recuou de 8,3% para 7,9%.

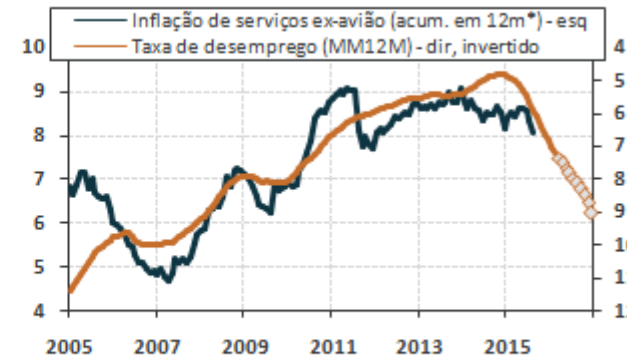
Gráfico 16: Inflação de serviços x Inércia - desemprego (%)



*Taxa de participação constante na média histórica

Fonte: IBGE e Banco Safra

Gráfico 17: Inflação de serviços x Taxa de desemprego (%)



*defasada em 6 meses

Fonte: IBGE e Banco Safra

A relação entre a dinâmica dos preços de serviços e o mercado de trabalho pode ser vista nos gráficos 16 e 17. No gráfico 16, comparamos a inflação de serviços excluindo passagens aéreas com uma medida que tenta captar duas forças que exercem influência sobre a inflação de serviços: a inércia inflacionária (por meio do IPCA acumulado em doze meses) e a ociosidade do mercado de trabalho (representada pela taxa de desemprego calculada considerando a taxa de participação constante em sua média histórica). Já no gráfico 17, a comparação é simplesmente entre a inflação de serviços excluindo passagens aéreas e a média em doze meses da taxa de desemprego.

A conclusão de ambos os gráficos é a mesma: o movimento de alta da taxa de desemprego, que, acreditamos, terá continuidade ao longo deste e do próximo ano, deve ser acompanhado de um arrefecimento na inflação de serviços, ajuste já evidente nas últimas leituras de IPCA. Nesse sentido, projetamos os preços de serviços encerrando 2016 com alta de 6,9%, desaceleração significativa ante elevação de 8,1% em 2015 e menor patamar anual desde 2009 (6,4%).

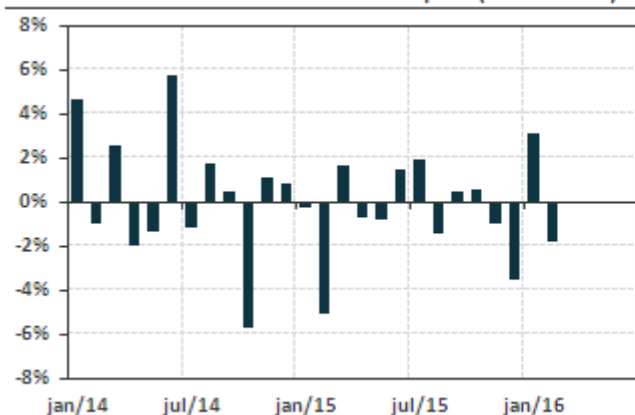
Mais à frente, a contração da renda deve se refletir também nos preços dos bens industrializados, cuja trajetória atual em doze meses ainda é de alta, influenciada pela expressiva desvalorização do real vista no 2S15. Assim, a inflação de livres deve encerrar o ano corrente em 6,9% (ante 8,5% em 2015), com o IPCA desacelerando para 7,1% em 2016.

EUA – INVESTIMENTO DECEPCIONA EM MEIO À RECUPERAÇÃO DA INDÚSTRIA

Após as divulgações econômicas dos últimos dias, podemos afirmar que é provável que o PIB do 1T16 registre crescimento bem modesto, ao passo que a indústria continua sinalizando recuperação, após desaceleração bastante expressiva desde o final de 2014.

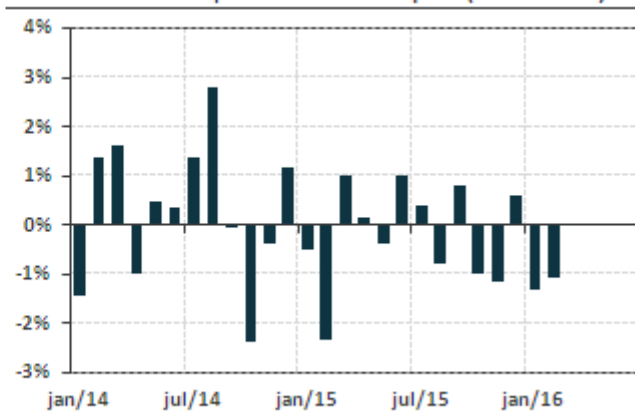
A divulgação mais importante da semana ficou por conta das encomendas e embarques de bens de capital referentes a fevereiro. No mês, as encomendas registraram queda de 1,8% na comparação com janeiro, resultado bem abaixo do consenso de mercado que indicava recuo de 0,5%. Além disso, os dados dos meses anteriores foram revisados negativamente em 0,3 ponto percentual (p.p.). Não menos decepcionantes foram os embarques de bens de capital, que recuaram 1,1% na mesma base de comparação, ante expectativa de elevação de 0,3% e que contaram ainda com revisão de -0,9 p.p. nos meses anteriores.

Gráfico 18: Encomendas de bens de capital (var. mensal)



Fonte: Bloomberg e Banco Safra

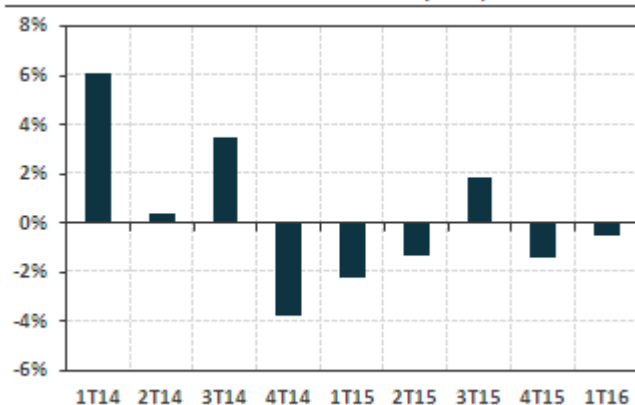
Gráfico 19: Embarques de bens de capital (var. mensal)



Fonte: Bloomberg e Banco Safra

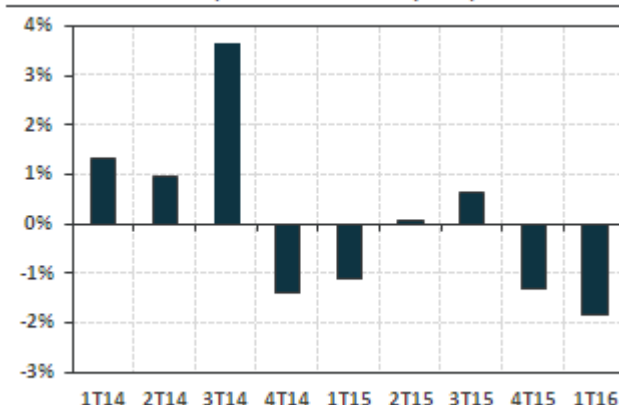
Como podemos ver nos dois gráficos abaixo, considerando os dados dos dois primeiros meses do 1T16, ambos indicadores acumulam nova queda na comparação trimestral e, salvo uma improvável significativa recuperação em março, devem contribuir novamente para um fraco desempenho dos investimentos nas contas nacionais.

Gráfico 20: Encomendas de bens de capital (var. trimestral)



Fonte: Bloomberg e Banco Safra

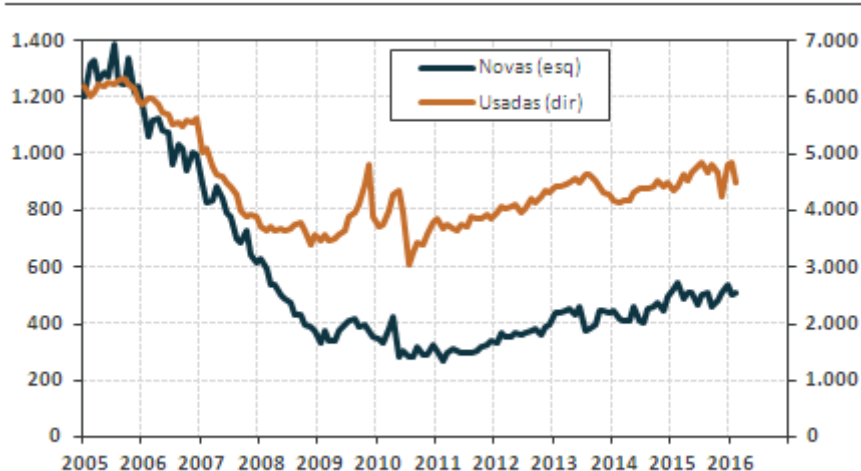
Gráfico 21: Embarques de bens de capital (var. trimestral)



Fonte: Bloomberg e Banco Safra

Os dados de vendas de imóveis residenciais referentes a fevereiro foram também mais fracos que o esperado. As vendas de novas residências apresentaram alta mensal de 2,0%, ante expectativa de +3,2%. Já as vendas de residências usadas recuaram 7,1% na comparação com janeiro, mais que duas vezes a queda esperada (-3,0%).

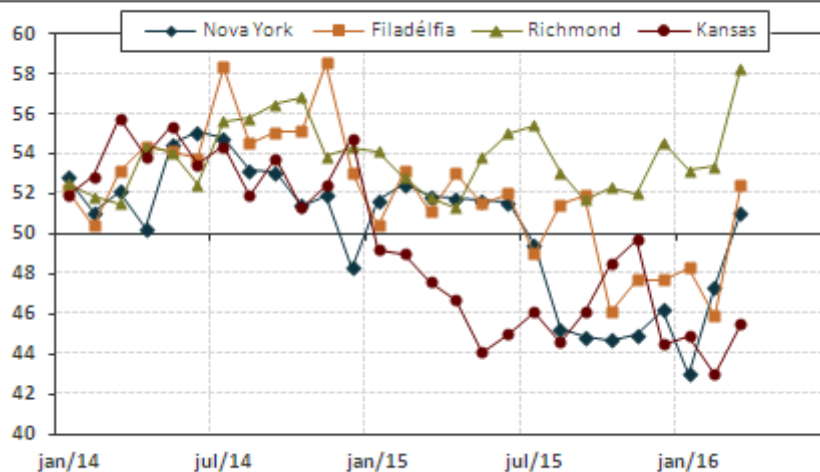
Gráfico 22: Vendas de residências (em milhares de unidades)



Fonte: Bloomberg e Banco Safrá

A boa notícia ficou por conta da melhora dos indicadores da indústria em março, especificamente os índices regionais de manufatura. Os quatro indicadores regionais divulgados até o momento apresentaram alta ante o patamar de fevereiro, sendo que três deles com aumento bastante expressivo. A alta dos indicadores aponta para continuidade da recuperação do ISM de manufatura, sendo que nosso modelo indica que em março o índice nacional pode ficar próximo a 54 pontos (49,5 pontos em fevereiro).

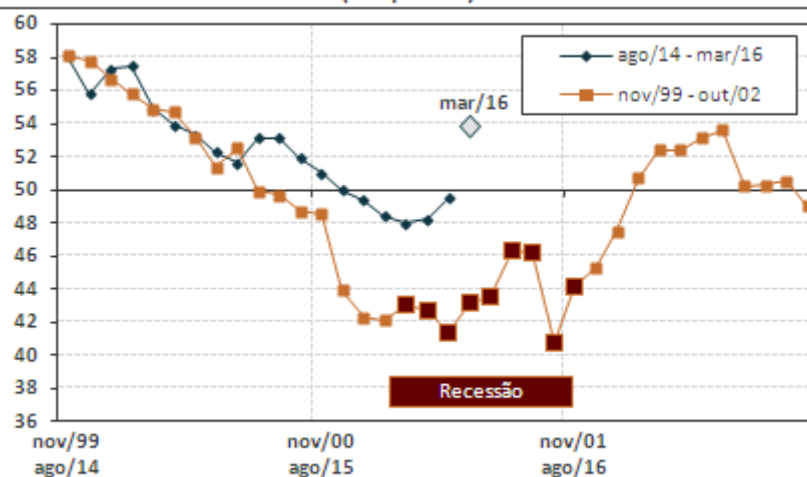
Gráfico 23: Indicadores regionais de manufatura (metodologia ISM, em pontos)



Fonte: Bloomberg e Banco Safrá

A forte queda do ISM desde o final de 2014 preocupava a ponto de ser um dos principais argumentos utilizados por aqueles que acham – ou achavam – que a economia caminhava na direção de uma forte desaceleração ou até mesmo de uma recessão. Como podemos ver no gráfico abaixo, antes da economia entrar em recessão no início dos anos 2000, o índice apresentou comportamento bastante parecido.

Gráfico 24: ISM de manufatura (em pontos)



Fonte: Bloomberg e Banco Safra

Assim, ainda que a indústria dê claros sinais de recuperação, o PIB do 1T16, depois de incorporar os resultados dos indicadores de investimentos em máquinas e equipamentos, deve crescer em torno de 1,5%, resultado bastante modesto e que compromete o PIB do ano. Dessa maneira, revisamos o crescimento do ano de 2,3% para 1,9%.

ANÁLISE MACROECONÔMICA

ECONOMISTA CHEFE

CARLOS KAWALL

carlos.kawall@safra.com.br

(55 11) 3175-7969

ECONOMISTA

ANA LUIZA FERNANDES FURTADO

ana.furtado@safra.com.br

(55 11) 3175-7596

ECONOMISTA

MARCOS BREDDA DE MARCHI

marcos.demarchi@safra.com.br

(55 11) 3175-7096

ECONOMISTA

GUSTAVO DE PAULA RIBEIRO

gustavo.ribeiro@safra.com.br

(55 11) 3175-4122

ECONOMISTA

PRISCILA PEREIRA DELIBERALLI

priscila.deliberalli@safra.com.br

(55 11) 3175-7406

ECONOMISTA

JULIANA DEI SANTI BENEDETI

juliana.benedeti@safra.com.br

(55 11) 3175-9749

OBSERVAÇÕES IMPORTANTES

I - O EMITENTE NÃO É ANALISTA DE VALORES MOBILIÁRIOS, TAMPOUCO ESTA MENSAGEM CONFIGURA-SE UM RELATÓRIO DE ANÁLISE, CONFORME A DEFINIÇÃO DA INSTRUÇÃO Nº 483 DA COMISSÃO DE VALORES MOBILIÁRIOS (CVM).

II - ESTA MENSAGEM TEM CONTEÚDO MERAMENTE INDICATIVO, NÃO DEVENDO, PORTANTO, SER INTERPRETADA COMO UM TEXTO, RELATÓRIO DE ACOMPANHAMENTO, ESTUDOS OU ANÁLISES SOBRE VALORES MOBILIÁRIOS ESPECÍFICOS OU SOBRE VALORES MOBILIÁRIOS DETERMINADOS QUE POSSAM AUXILIAR OU INFLUENCIAR INVESTIDORES NO PROCESSO DE TOMADA DE DECISÃO DE INVESTIMENTO.

III - INVESTIMENTOS OU APLICAÇÕES EM TÍTULOS E VALORES MOBILIÁRIOS ENVOLVEM RISCOS, PODENDO IMPLICAR, CONFORME O CASO, NA PERDA INTEGRAL DO CAPITAL INVESTIDO OU AINDA NA NECESSIDADE DE APORTE SUPLEMENTAR DE RECURSOS.

IV - AS INFORMAÇÕES EXPRESSAS NESTE DOCUMENTO SÃO OBTIDAS DE FONTES CONSIDERADAS SEGURAS, PORÉM MESMO TENDO SIDO ADOTADAS PRECAUÇÕES PARA ASSEGURAR A CONFIABILIDADE NA DATA DA PUBLICAÇÃO, NÃO É GARANTIDA A SUA PRECISÃO OU COMPLETEDE, NÃO DEVENDO SER CONSIDERADA COMO TAL.

V- É PROIBIDA A REPRODUÇÃO DESTA MENSAGEM SEM A EXPRESSA AUTORIZAÇÃO DO BANCO SAFRA S.A., SAFRA CORRETORA DE VALORES E CÂMBIO LTDA. OU BANCO J. SAFRA S.A.

CENTRAL DE SUPORTE PESSOA JURÍDICA
CAPITAL E GRANDE SÃO PAULO: (11) 3175 8248
DEMAIS LOCALIDADES: 0800 015 7575

ATENDIMENTO PERSONALIZADO DE 2ª A 6ª FEIRA, DAS 8H ÀS 19H30, EXCETO FERIADOS.

CENTRAL DE ATENDIMENTO SAFRA: 0300 105 1234
ATENDIMENTO PERSONALIZADO DE 2ª A 6ª FEIRA, DAS 9H ÀS 19H, EXCETO FERIADOS.

SAC - SERVIÇO DE ATENDIMENTO AO CLIENTE: 0800 772 5755 - ATENDIMENTO 24 HORAS, 7 DIAS POR SEMANA.

OUIDORIA (CASO JÁ TENHA RECORRIDO AO SAC E NÃO ESTEJA SATISFEITO/A) : 0800 770 1236
DE 2ª A 6ª FEIRA, DAS 9H ÀS 18H, EXCETO FERIADOS.