

Ano 20 • Número 25 • 25 de junho de 2018

---

**Como avaliar o grau de fragilidade dos emergentes a choques externos**

---

**Crise levou indústria gaúcha a perder espaço no cenário nacional**

---

**Economia gaúcha retraiu 0,8% no primeiro trimestre segundo FIPE**

---

**Paralisação e desvalorização cambial delinearão expectativas**

---

FEDERAÇÃO DAS INDÚSTRIAS DO RIO GRANDE DO SUL

Av. Assis Brasil, 8787 Fone: (051) 3347.8731 Fax: (051) 3347.8795

UNIDADE DE ESTUDOS ECONÔMICOS

[www.fiergs.org.br/economia](http://www.fiergs.org.br/economia)

As opiniões emitidas nesta publicação são de exclusiva e inteira responsabilidade dos autores, não exprimindo, necessariamente, o ponto de vista desta Federação. É permitida a reprodução deste texto e dos dados contidos, desde que citada a fonte. Reproduções para fins comerciais são proibidas.

## Como avaliar o grau de fragilidade dos emergentes a choques externos

A conjuntura internacional mostrou-se extremamente favorável para os países emergentes ao longo dos últimos. Mais recentemente, a manutenção de juros baixos para os padrões históricos e a enorme liquidez disponível nos mercados somaram-se aos efeitos das reformas econômicas conduzidas em várias nações no pós-crise de 2007/2008. Esse cenário benigno reduziu consideravelmente as incertezas e tornou o sentimento dos agentes mais positivo.

Como resultado, o mundo começou a acelerar seu ritmo de expansão da atividade econômica, especialmente a partir de 2017. O sincronismo desse movimento entre países de diferentes graus de desenvolvimento também chamou a atenção.

Apesar da manutenção das previsões otimistas do FMI para o PIB global em 2018 e 2019 (+3,9% em ambos os anos), o cenário já começou a sofrer alguma reversão. A expectativa de aumento mais forte dos juros nos Estados Unidos em 2018, corroborada tanto pelo mercado quanto pelos próprios membros do FED, e a confirmação do encerramento do *Quantitative Easing* na Zona do Euro nos próximos meses vêm causando a reprecificação de inúmeros ativos no exterior.

Esse é um tema especialmente caro aos emergentes, que costumam ser afetados quando há maior aversão ao risco. Logo, é importante compreender qual a possível extensão desses efeitos sobre alguns dos membros desse grupo, identificando

seu grau de fragilidade a choques externos.

Segundo a regra de *Greenspan-Guidotti*, a relação entre o nível de reservas internacionais e a dívida externa de curto prazo precisa ser de pelo menos igual a 1. Dito de outra forma, a quantidade de depósitos em moeda estrangeira nos respectivos Bancos Centrais deve ser suficiente para cobrir os compromissos contraídos no exterior com prazo de vencimento exíguo. Quanto mais baixo esse indicador, maior o grau de vulnerabilidade do país e vice-versa.

Em um *ranking* com dados de 20 países para o ano de 2016, o Brasil ficou em terceiro lugar, com 6,4. Ou seja, nosso nível de reservas internacionais é 6,4 vezes maior do que a dívida externa de curto prazo. Estamos atrás apenas da Sérvia (9,5) e do Peru (8,0). Esse indicador sugere que o Real está relativamente menos sujeito a ataques especulativos. Nas últimas colocações estão a Turquia (0,9) e a Argentina (0,8). Notadamente, as moedas de ambos os países sofreram as duas maiores desvalorizações desde o início do 2018 até 15 de junho: 25,4% e 52,5%, respectivamente.

É evidente que análises unidimensionais não são capazes de explicar o grau de fragilidade externa dos emergentes em toda a sua extensão. Entretanto, a regra de *Greenspan-Guidotti* é útil para identificar nações com maior fragilidade externa, que tendem a sofrer com movimentos de reprecificação dos seus ativos mais acentuados e voláteis.

## Crise levou indústria gaúcha a perder espaço no cenário nacional

O IBGE divulgou na semana passada a edição mais atualizada da Pesquisa Industrial Anual (PIA), com dados referentes ao ano de 2016. Trata-se de um grande compilado de informações quantitativas úteis para analisar a evolução do setor secundário ao longo do tempo.

Analisaremos neste espaço somente o Valor da Transformação Industrial, utilizado como *proxy* (aproximação) do PIB. Essa variável corresponde à diferença entre o Valor Bruto da Produção Industrial (VBPI) – uma espécie de receita com faturamento de venda – e o Custo com as Operações Industriais (COI). Ao se proceder a diferença entre ambos, tem-se uma ideia do valor agregado em cada uma das etapas produtivas, remetendo, portanto, à própria noção de PIB.

A Indústria Total do Rio Grande do Sul respondeu por 7,2% PIB do setor no Brasil em 2016: a quinta maior entre todos os estados, perdendo uma posição em relação a 2015, quando a proporção foi de 7,3%. Estamos atrás de São Paulo (34,4%), Rio de Janeiro (10,4%), Minas Gerais (10,1%) e do Paraná (7,3%). Considerando somente a Transformação, a participação gaúcha caiu de 8,2% para 8,1%, ou seja, do terceiro para o quarto lugar no *ranking* nacional, atrás de São

Paulo (37,5%), Minas Gerais (9,3%) e Paraná (8,13%).

Outro fator interessante diz respeito à mudança na composição do VTI da Indústria de Transformação do RS ao longo da crise econômica entre 2014 e 2016. Os impactos foram muito mais significativos sobre o polo Metal mecânico, com destaque para o recuo de Veículos automotores, reboques e carrocerias (10,2% para 7,0%), Máquinas e equipamentos (11,1% para 8,2%) e de Produtos de metal (6,8% para 6,0%).

Ainda nesse íterim, Químicos cresceu de 8,2% para 11,1%, enquanto Celulose e papel aumentou sua representatividade de 1,7% para 3,2%, por conta da expansão da planta produtiva da CMPC Celulose Riograndense. Já os Alimentos ganharam o maior espaço entre todos, passando de 17,3% para 22,3%: como muitos dos produtos do segmento são de necessidade básica, a demanda tende a ser relativamente menos afetada quando há queda da renda.

Ainda que não represente a mesma variável, os resultados da produção industrial de 2017 indicam que o Metal mecânico tende a recuperar parte do espaço perdido após a crise. A expansão sustentada da indústria gaúcha depende de um novo ciclo de investimentos, algo pouco provável diante da crise das finanças públicas em nível estadual e nacional.

## Economia gaúcha retraiu 0,8% no primeiro trimestre segundo FIPE

Na semana passada, a Secretaria de Planejamento do Rio Grande do Sul divulgou os resultados do PIB do RS para o último trimestre de 2017 e o primeiro de 2018. Após o fechamento da Fundação e Economia e Estatística (FEE), o Governo do Estado contratou a Fundação Instituto de Pesquisas Econômicas (FIPE) para realizar o cálculo do PIB. Primeiramente, vamos abordar os números e, em seguida, alguns pontos ainda não muito claros sobre os resultados e a metodologia.

O PIB do Rio Grande do Sul cresceu 1% em 2017, puxado pelo avanço de 11,4% na Agropecuária. O Comércio fechou o ano com o segundo maior crescimento setorial (+10,3%), enquanto os Serviços mostraram retração de 1,9%. Por sua vez, a Indústria cresceu 0,2%, e a Construção Civil retraiu 9%.

O crescimento de 2017 caracteriza o fim da recessão após três anos consecutivos de quedas. No entanto, a distância em relação ao pico atingido em 2013 ainda é considerável: 6,7%. Tendo em vista que não foram divulgadas as séries dos dados, as comparações mais profundas desses resultados ficam prejudicadas, principalmente no que se refere a períodos mais longos e, em especial, durante a crise.

O resultado do primeiro trimestre de 2018 apontou recuo de 0,8% na economia gaúcha frente ao mesmo período de 2017. Essa queda foi determinada pela já esperada retração na Agropecuária (-8,5%) e pelo ritmo

ainda fraco dos Serviços (-1,9%). O destaque positivo foi a Construção Civil com avanço de 6,4%, seguido do Comércio (+6,1%) e da Indústria (+0,3%).

A divulgação não trouxe informações sobre a metodologia utilizada, nem foram fornecidos dados com as séries históricas por setores. Chama a atenção algumas opções metodológicas adotadas no cálculo, entre elas: a separação do Comércio em relação ao restante dos Serviços e da Construção Civil do agregado da Indústria. Em que pese a conjuntura mais favorável para a recuperação do Comércio, acreditamos que essas estatísticas não refletiram as verdadeiras evoluções do setor no ano passado. O motivo decorre das mudanças metodológicas na Pesquisa Mensal do Comércio (PMC) e na Pesquisa Mensal de Serviços (PMS) do IBGE promovidas em 2017: alteração da amostragem e nova ponderação dos subsegmentos sem promover a atualização dos dados anteriores até 2016.

Numa avaliação preliminar, essa estimativa do cálculo do PIB está mais próxima de um indicador de atividade do Banco Central do que uma medida da evolução do valor adicionado da economia. Quando do fechamento da FEE, tanto o IBGE quanto a SEFAZ fizeram declarações públicas de que não forneceriam os dados para a FIPE realizar o cálculo do PIB, o que pode ter prejudicado o trabalho. Nessa disputa entre as corporações, quem sai perdendo é o cidadão.

## Paralisação e desvalorização cambial delinearão expectativas

Na última reunião, o COPOM optou por manter a Taxa Selic em 6,5% ao ano. Dois elementos pesaram para a decisão do Banco Central e deverão ser acompanhadas para estimarmos a evolução do cenário para a inflação, taxa juros e atividade. São eles: a desvalorização cambial e a greve dos caminhoneiros.

Do início do ano para cá, o *Dollar Index*, indicador que mede a valorização do dólar em relação a um conjunto de moedas, subiu 4,48%. Esse movimento foi sentido na nossa taxa de câmbio, com variação de 14,1% desde março e de 2,2% desde a última reunião do COPOM. O BCB vem atuando fortemente para conter a volatilidade do câmbio. Nesse sentido, é importante lembrar que o mandato do BCB se refere ao controle da inflação, e não à defesa da moeda brasileira. Isso implica que desvalorizações na taxa de câmbio só devem ser respondidas com elevação da taxa de juros se o câmbio contaminar a inflação e as expectativas. Em termos técnicos, o BC atacará apenas os efeitos secundários da desvalorização cambial.

Nessa segunda-feira, pela primeira vez nesse mandato, o BC realizará leilão de linha com compromisso de recompra no montante de US\$ 3 bilhões. Essa operação visa dar liquidez no mercado à vista de câmbio. As operações de *swap*, que atuam na

formação da taxa de câmbio no mercado futuro, continuam sendo ofertadas diariamente.

Em estudos mais antigos, a estimativa do Banco Central é de que uma desvalorização 10% na taxa de câmbio represente um aumento de 0,50 p.p. na taxa de inflação nos 12 meses seguintes. Nesse sentido, é provável que haja o chamado *pass-through* do câmbio para a inflação, mas isso deve ser observado mais à médio prazo. Além disso, esse repasse tende a ser mais intenso nos indicadores com maior peso relativo de bens comercializáveis (*tradables*) e do atacado (como os IGPs), o que não é o caso do IPCA, índice objetivo do sistema de metas brasileiro.

Ainda é difícil mensurar a magnitude dos impactos da greve dos caminhoneiros e do tabelamento dos fretes sobre os preços. A paralisação gerou um efeito direto por causa da escassez de oferta e um indireto via tabelamento de fretes. Por outro lado, a demanda ainda reprimida em decorrência da crise faz com que seja pouco provável um repasse integral do aumento do custo das empresas para os preços finais, com prejuízo à recuperação econômica. Além disso, a expectativa de demanda menos aquecida refletida na piora das projeções do PIB para o fim do ano pode mitigar os efeitos da crise dos combustíveis sobre os preços.