

Recuperação em marcha, mas incerteza quanto à velocidade e implicações

Aqueles que acompanham as análises mensais publicadas neste Boletim têm percebido que mantemos uma posição divergente da maioria dos analistas de mercado em relação ao desempenho da economia brasileira em 2017. De um lado, somos menos otimistas sobre a capacidade de o Banco Central simultaneamente relaxar a política monetária e conseguir uma significativa desinflação. De outro, e em parte por isso, somos mais conservadores que a média sobre o ritmo da retomada do nível de atividade.

Sobre a inflação, nos parece relevante que quase toda desaceleração projetada para a alta do IPCA este ano se deva ao menor aumento dos preços administrados: 6,1% em 2016, contra 18,1% em 2015. Em 2017 não teremos a mesma sorte: o próprio Banco Central prevê que esses preços subirão 5,8%. Resta, portanto, colocar as fichas nos preços livres. Porém, esses não têm dado trégua, subindo 9,1% nos últimos 12 meses, em que pesem a profunda recessão e a forte deterioração do mercado de trabalho nesse período. É fato que as condições climáticas pressionaram os preços dos alimentos, mas mesmo quando estes são excluídos se obtém uma inflação que há mais de dois anos permanece teimosamente próxima a 7%. O que poderá ocorrer de forma a que a inflação de preços livres despenque dos atuais 9,1% para menos de 5,0% ao final de 2017, dessa forma levando o IPCA aos 5,1% de alta que o mercado projeta?

Os resultados do PIB trimestral divulgados no fim de agosto confirmaram, em linhas gerais, as previsões dos modelos do IBRE em relação a diversas variáveis. Em particular, contribuíram para que mantivéssemos a previsão de queda de 3,2% feita anteriormente para o PIB deste ano, resultado em linha com os apurados pela pesquisa FOCUS deste mês.

Os novos dados permitiram também que confirmássemos que existe uma recuperação do nível de atividade em marcha — mas, infelizmente, em ritmo mais lento do que o esperado para o próximo ano pela grande maioria dos analistas de mercado. Assim, prevemos uma alta de apenas 0,6% em 2017, enquanto a gama de projeções desses analistas alcança, inclusive, taxas de cerca de 2%, a mediana sendo de 1,4%.

Nosso ceticismo em relação a uma aceleração mais forte da economia deriva de nossa visão sobre os fundamentos que regem os diferentes componentes da demanda agregada. O consumo das famílias permanecerá limitado pela estagnação da massa real de rendimentos e a contração do crédito ao consumo. E, como já observado, vemos pouco espaço para uma redução expressiva e rápida da SELIC.

O investimento também deverá ter um fraco desempenho, em função do alto endividamento das empresas, da elevada capacidade ociosa, e do nível ainda alto de incerteza. O ajuste fiscal, se confirmado, deve ser contracionista a curto prazo. E as exportações devem contribuir pouco para expandir a atividade, dada a quase estagnação do comércio internacional e a baixa competitividade das empresas. De fato, esperamos uma contribuição nula do setor externo para o crescimento do PIB em 2017, depois de dois anos em que essa foi bastante significativa.

A discrepância entre nossa estimativa e as de boa parte dos demais analistas sugeriu que indagássemos sob que condições poderia ocorrer uma retomada mais rápida neste final de ano e no próximo. Assim, considerando os resultados da última divulgação do IBGE, o crescimento do PIB trimestral em relação ao mesmo trimestre do ano anterior foi objeto de dois exercícios por parte dos nossos analistas, por eles denominados de cenário base e cenário otimista ([Seção 1](#)).

As diferenças principais entre eles estão baseadas em um conjunto de hipóteses moderadamente otimista para o segundo deles, relativamente ao primeiro. Resumidamente: aprovação consistente e rápida das reformas fiscais, consolidadas na PEC dos gastos e na reforma da Previdência. Essa cadeia de eventos seria compatível com a redução do *spread* no CDS brasileiro de 10 anos para cerca de 250 pontos em meados do próximo ano, com reflexos favoráveis em relação aos prêmios de risco e, conseqüentemente, sobre os níveis da taxa de câmbio e da taxa real de juros. Os resultados seriam retomadas mais fortes do consumo das famílias e do investimento fixo. Esses mesmos fatores aproximariam nossas projeções de inflação e juros das do mercado.

Em outras palavras, previsões mais elevadas para o crescimento no ano que vem dependem, na visão dos nossos analistas, da aprovação das reformas em tempo hábil. Isso permitiria a transição gradual para uma trilha de crescimento mais acelerado. De qualquer forma, os dados do primeiro semestre deste ano confirmaram uma suave inflexão na trajetória fortemente descendente do nível de atividade.

O desempenho nos primeiros trimestres deste ano, aliás, foi bem captado pelos índices de confiança empresarial e do consumidor elaborados pelo IBRE — embora esses indicadores continuem patinando em níveis historicamente muito baixos em função da incerteza ainda elevada.

Em particular, um conjunto de situações características de períodos de recuperação da confiança ainda não foi observado neste ano. Entre elas estão uma melhora consistente da percepção sobre o ambiente atual dos negócios, aumento igualmente consistente do otimismo, ajuste dos orçamentos familiares e redução continuada do grau de incerteza econômica.

Pelo lado da oferta, os sinais mais positivos vinham sendo os da indústria, dados pela melhora na percepção corrente dos negócios e pelo movimento de normalização dos estoques, facilitado pelo aumento da competitividade externa. Mas o desestímulo da apreciação cambial deste ano aparentemente não foi substituído por indicador positivo da demanda interna. Como resultado, o indicador de satisfação com o nível da demanda interna da Sondagem Industrial, que pouco avançara recentemente, recuou em agosto e manteve-se em nível bastante baixo. Nos demais setores que não a indústria, a confiança continua evoluindo discretamente. Tudo isso lança dúvidas sobre a potência da recuperação ([Seção 2](#)).

Indicadores de uma sutil retomada aparecem também no mercado de trabalho onde, pela primeira vez, nossos analistas enxergam alguma luz no fim do túnel. Apesar da piora da taxa de desemprego em julho, e das elevadas demissões líquidas registradas pelo CAGED nesse mês (mas bem inferiores às de julho do ano passado), existem sinais de que o mercado de trabalho está em vias de reverter sua trajetória de piora. A questão que naturalmente se coloca é em relação ao *timing* dessa retomada.

As especulações quantitativas dos nossos analistas situam a virada em algum ponto entre o primeiro e o segundo trimestre do ano que vem. Aqui, como no caso do nível de atividade, nossas

projeções indicam retomada mais lenta e gradual do que as da maioria dos demais analistas. Nossa justificativa está no cenário desfavorável que vem caracterizando o crédito e o consumo. Consequentemente, a previsão é que a recuperação só virá no médio prazo, e que ela será lenta e gradual. Até lá, o desemprego deverá aumentar devido ao aumento contínuo de pessoas na força de trabalho, o qual pode ser forte o suficiente para anular eventuais efeitos positivos de crescimento do número de ocupados. Este, de qualquer forma, só deve ocorrer a partir do segundo trimestre de 2017 ([Seção 3](#)).

Apesar de tudo isso — atividade ainda fraca, confiança em recuperação apenas modesta e desemprego em alta — a inflação continua a preocupar. E muito, com a inversão da trajetória de queda da taxa acumulada em 12 meses do IPCA de agosto para o nível de praticamente 9%. Como se sabe, não houve qualquer movimento de desaceleração inflacionária com o aprofundamento da recessão em 2015 devido à correção das defasagens acumuladas pelos preços administrados e à desvalorização cambial. Além desses fatores, houve choque de preços dos alimentos *in natura* no último trimestre, como resultado de um *El Niño* particularmente intenso. Felizmente, as análises meteorológicas indicam que a fase mais ativa do fenômeno terminou na virada do semestre, quando a taxa acumulada em 12 meses dos preços dos alimentos consumidos no domicílio chegou aos 16,78%.

Nossos analistas avaliam que o pior já passou em relação aos três principais focos inflacionários até aqui, avaliando-se que os impactos inflacionários dos três choques (preços administrados, câmbio e clima) já foram quase inteiramente absorvidos. Até o final do ano, sua projeção é que o IPCA acumulado perca 1,47 pp em relação ao de agosto e termine dezembro em 7,5% — taxa, destaque-se, que vem sendo progressiva e lentamente ajustada para cima há alguns meses. Caberá aos alimentos a contribuição de maior magnitude à desaceleração da inflação esperada, sobretudo nos meses de novembro e dezembro ([Seção 4](#)).

Nesse contexto, a ação do Banco Central e sua comunicação com o público adquirem redobrado interesse. No tocante à comunicação, nosso analista destaca que o primeiro conjunto de informações veiculadas pelos novos dirigentes do Banco Central sugeria opção por uma estratégia de política monetária relativamente rígida. De fato, o que se disse de início é que a política monetária deve ser conduzida “de modo que suas projeções de inflação, inclusive no cenário de mercado, apontem inflação na meta nos horizontes relevantes”. A isso se acrescentou não haver espaço para a flexibilização da política monetária.

Já na segunda rodada de comunicação, a sinalização mostrou-se bem mais flexível. Agora, o que se diz é que os membros do Copom tomam suas decisões com base “num amplo conjunto de informações e modelos”, e que isso envolve avaliações “subjetivas e discricionárias”. Ademais, referência à ausência de espaço para flexibilização deu lugar a uma lista de condicionantes para que ela ocorra. Embora a segunda abordagem seja perfeitamente legítima, não resta dúvida de que o tom da comunicação se alterou. Por que motivo? Nosso analista especula que as autoridades monetárias parecem bem mais preocupadas do que antes com a lentidão da queda da inflação, em especial do conjunto dos preços livres. Ao mesmo tempo, é possível que o BC esteja cada vez mais consciente da impossibilidade de manter juro real tão alto, por tanto tempo, na presença de tamanha recessão e desemprego, configurando um duro dilema. Na dúvida, a autoridade prefere ir preparando o mercado para, de algum modo, flexibilizar a política monetária ([Seção 5](#)).

Na arena fiscal as atenções se voltam para o projeto de Lei Orçamentária de 2017, onde se explicitam as estimativas de receita e despesa para que a meta de R\$ 139 bilhões seja alcançada. O projeto encaminhado ao Congresso difere um pouco do que consta da Lei de Diretrizes Orçamentárias (LDO) no que diz respeito à composição das principais magnitudes e às perspectivas econômicas.

Em particular, os dados do projeto embutem, na avaliação da nossa analista, um certo otimismo em relação à intensidade da esperada recuperação econômica do ano que vem. A hipótese de uma economia mais aquecida gera, obviamente, impactos positivos nas estimativas do resultado primário. Aliás, a meta de primário para 2017 fixada na LDO levava em consideração uma economia em ritmo mais lento; mas nas projeções do PLOA, o governo admitiu necessitar de um esforço adicional para cumprir a meta. Boa parte desse esforço vem dessa melhora da economia. A implicação é que se o crescimento do PIB não ocorrer na magnitude prevista (1,6%, contra 1,2% na LDO), e se as despesas obrigatórias crescerem mais do que o esperado, as dificuldades de cumprir a meta fiscal vão se agravar ([Seção 6](#)).

A aceleração esperada para o crescimento também repercute em mudanças nos fundamentos do nosso modelo de previsão do resultado em conta corrente, como não poderia deixar de ser, alterando as projeções do balanço de pagamentos. De acordo com isso, nosso analista reviu sua projeção para este ano e para o próximo: de pequeno superávit de US\$ 500 mi para déficit de US\$ 10 bi em 2016 (0,6% do PB); e de déficit de US\$ 2,2 bi para US\$ 18 bi no próximo ano (0,9% do PIB).

Na conclusão nosso analista reforça o ponto de que uma aceleração do crescimento em 2017, como hipoteticamente analisado na seção de nível de atividade, implicará não desprezível pressão adicional sobre a conta corrente. Se as premissas daquele cenário moderadamente otimista forem de avanço da agenda de reformas, queda adicional do risco-país e, por consequência, forte apreciação cambial, os impactos serão amplificados em relação aos antes apresentados: se o crescimento do PIB chegar a 1,7% e a taxa de câmbio apreciar para R\$ 2,85/US\$ em 2017, o déficit em conta corrente estimado será pouco maior do que 2,0% do PIB ([Seção 7](#)).

Na seção dedicada ao panorama internacional nosso analista apresenta uma provocativa e fundamentada defesa da atuação dos bancos centrais por terem praticado juros baixos nos anos que antecederam a grande crise financeira. Como se recorda, à época foram muitas as críticas feitas à atuação do Banco Central Europeu e do Fed. De 2002 a 2007, os juros reais de política monetária foram de fato muito baixos, tanto na zona do euro quanto nos Estados Unidos. Em média, ficaram abaixo de 0,5%. Isso teria estimulado o endividamento excessivo e alimentado as bolhas de ativo que estão na origem da crise.

Mas o que muita gente talvez não tenha percebido, alega nosso articulista, é que essa política era fruto da percepção que tinham os banqueiros centrais de que os juros reais de equilíbrio (determinados no setor real da economia pela interação das forças de poupança e investimentos globais) estavam em queda. Se tivessem optado por não acompanhar essa tendência, o efeito contracionista sobre a atividade das economias teria sido inevitável.

A partir daí, nosso analista faz um paralelo com os dias de hoje quando, segundo ele, o dilema persiste. Os juros reais neutros provavelmente continuaram em declínio. Se isso for verdade, a normalização da política monetária no mundo desenvolvido permanece distante, inclusive nos

EUA. E a solução definitiva para o problema de fraqueza das economias desenvolvidas está fora do alcance dos bancos centrais. [\(Seção 8\)](#)

A seção dedicada à análise do momento político, de autoria do Prof. Octavio Amorim Neto, da EBAPE, discorre sobre aspectos do processo de impeachment — por exemplo, comparando as votações no Senado nos casos de Collor e de Dilma, onde se conclui que no caso de Dilma o processo foi consideravelmente mais difícil — e questões como o enfraquecimento da instituição presidencial implícito na forma como foi executada a retirada da presidente. Dos três pilares constitucionais de proteção do nosso presidencialismo — no qual o impeachment implica a abertura de um processo por crime de responsabilidade; a exigência de maioria qualificada para a aprovação da admissibilidade do processo pela Câmara dos Deputados e da condenação do presidente pelo Senado; e, em caso de condenação e suspensão definitiva do presidente, alguma punição legal (e não a simples perda do cargo, como se dá sob o parlamentarismo quando o premier é derrubado pela maioria parlamentar) , o terceiro foi quebrado pela segunda votação de 31 de agosto. Nas palavras do nosso analista: “Os historiadores do futuro talvez venham a dizer que o referido dia foi o início do fim do presidencialismo tal qual tem sido praticado desde a promulgação da Carta de 1988.” [\(Seção 9\)](#)

A seção Em Foco, por fim, apresenta os resultados atualizados do modelo macroeconômico do IBRE. Assinada por Silvia Matos, a seção enuncia no próprio título o drama das nossas perspectivas para o futuro próximo: a solvência do setor público é condição necessária para a retomada consistente do crescimento econômico. [\(Seção 10\)](#)

Regis Bonelli, Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos

1. Atividade Econômica

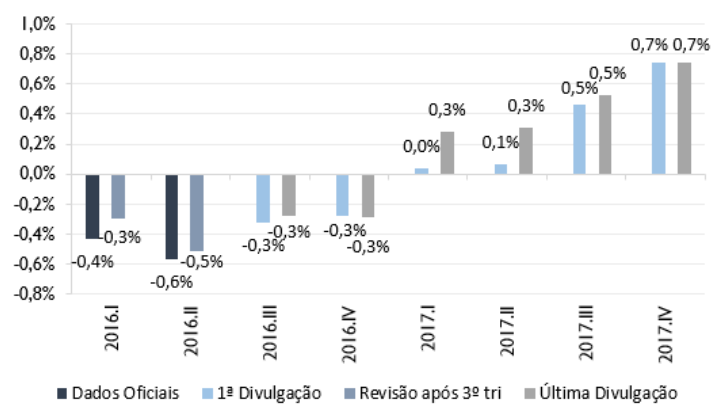
Atualização do cenário para 2016 e 2017

Recuperação mais robusta em 2017 só viria com reforma fiscal rápida e consistente

Após a divulgação do PIB do segundo trimestre de 2016, atualizamos nossos cenários de crescimento para 2016 e 2017. Os dados do Monitor do PIB de julho¹ (Tabela A.1) apontaram crescimento de 0,3% MsM (-3,7% AsA) para este mês, número que é compatível com a nossa projeção de crescimento de -0,3% TsT/-2,4% AsA para o terceiro trimestre (Gráficos 1 e 2). A previsão já contempla a drástica contração esperada para a produção industrial em agosto, cuja prévia até o momento aponta queda de 3,2% MsM. Caso nossa projeção de crescimento para o PIB do terceiro trimestre esteja correta, o número do trimestre anterior deverá ser revisado de -0,6% para -0,5% (Gráfico 1). Nossa projeção para o ano fechado de 2016 permanece em -3,2%.

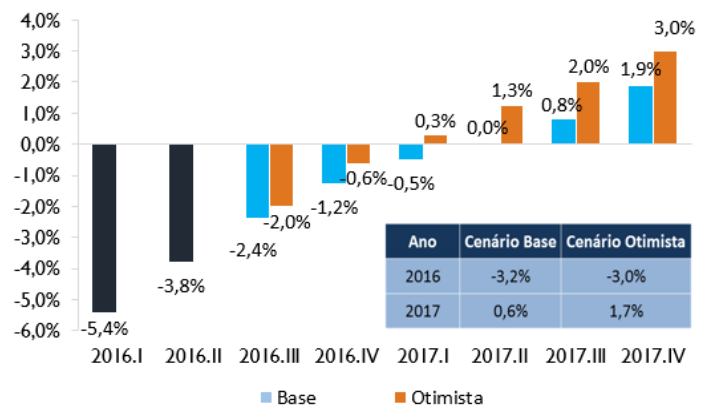
Para 2017, revisamos nossa projeção para 0,6%, enquanto as expectativas mais recentes do mercado sugerem crescimento bem maior, da ordem de 1,4%. Nossa maior cautela quanto à capacidade de recuperação da economia pode ser resumida em quatro motivos. Em primeiro lugar, o desaquecimento do mercado de trabalho e a acentuada retração do crédito, inclusive em termos nominais, ainda devem pesar negativamente no consumo das famílias. Em segundo lugar, o grau de incerteza na economia ainda é bastante elevado, inibindo uma retomada vigorosa do investimento. Um aspecto importante a se destacar, e que foi comentado na seção “Analista Convidado” do Boletim

Gráfico 1: PIB com ajuste sazonal
(trimestre contra trimestre anterior)



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 2: PIB (trimestre contra trimestre do ano anterior)



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

¹ Para o relatório completo do Monitor, acessar o site <http://portalibre.fgv.br/>.

Macro IBRE do mês de agosto, é que a recuperação dos indicadores de confiança tem-se concentrado no componente de expectativas, sobretudo pela reversão dos respondentes pessimistas que migraram para a zona de neutralidade. Por outro lado, a parcela otimista, que espera crescimento da produção, ainda permanece em patamares deprimidos, ao mesmo tempo em que os indicadores de situação atual apontam para um ambiente ainda bastante desafiador para os negócios. Em terceiro lugar, a inflação continua em níveis elevados, o que dificultará uma queda muito expressiva da taxa real de juros ao longo do ano que vem. Finalmente, a contribuição do setor externo deverá convergir para próximo de zero em 2017, tanto em razão do menor volume de exportações quanto do aumento das importações, puxadas pelo crescimento esperado de 2,4% para o investimento (Tabela 1).

No entanto, a aprovação consistente e rápida das reformas fiscais, consolidadas na PEC dos gastos e na reforma da Previdência, poderia reverter esse quadro adverso. Com efeito, restaurar a solvência fiscal possibilitaria que a economia crescesse a taxas mais elevadas ao descomprimir os prêmios de risco-país. Levando em consideração o cenário de aprovação em tempo hábil do conjunto de reformas fiscais, o qual seria compatível segundo os nossos modelos com a redução do spread no CDS brasileiro de 10 anos para cerca de 250 pontos em meados do próximo ano, nossa projeção de crescimento chegaria a 1,7% em 2017 em consequência dos reflexos favoráveis que a descompressão dos prêmios de risco asseguraria sobre os níveis do câmbio e da taxa real de juros. Nesse cenário, a taxa de câmbio poderia experimentar patamares inferiores a R\$ 3,00/US\$, contribuindo para a moderação da inflação e, por conseguinte, para um ciclo sustentado de corte da taxa de juros. Com isso, o consumo das famílias e o investimento poderiam apresentar uma robusta recuperação, crescendo a taxas como 2,4% e 5,4%, respectivamente, conforme assinalado na Tabela 1.

Portanto, apenas com um alívio drástico dos prêmios de risco, viabilizando conjuntamente tanto a apreciação do câmbio quanto a redução sustentada das taxas de juros, é que o PIB poderá crescer a taxas próximas a 2%. Para isso ocorrer, será fundamental a aprovação das reformas fiscais propostas, visto que são elas quem trarão a dívida pública novamente a uma trajetória sustentável.

Tabela 1: Cenário de Crescimento do PIB para 2016 e 2017

Atividades	2016/2015		2017/2016	
	Base	Otimista	Base	Otimista
Consumo das famílias	-4.1%	-3.4%	-0.1%	2.4%
Consumo do governo	-1.1%	-1.1%	-0.5%	-0.5%
Investimento	-8.5%	-6.9%	2.4%	5.4%
Exportação	8.6%	8.3%	4.4%	4.4%
Importação	-10.3%	-9.2%	4.5%	7.5%
PIB	-3.2%	-3.0%	0.6%	1.7%
Agropecuária	-1.0%	-1.0%	3.3%	3.5%
Indústria	-3.5%	-3.2%	1.1%	3.0%
Extrativa	-6.0%	-6.0%	-2.6%	-1.4%
Transformação	-5.3%	-5.3%	1.2%	2.8%
Construção civil	-2.8%	-1.8%	1.7%	5.1%
Eletricidade e outros	4.6%	4.6%	2.0%	2.2%
Serviços	-2.7%	-2.5%	0.3%	1.0%

Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Tabela A.1: Monitor do PIB

Atividades	JUL2016/JUL2015 (Sem ajuste sazonal)	JUL2016/JUN2016 (Com ajuste sazonal)	Média móvel 3 meses	
			JUL2016/JUL2015 (Sem ajuste sazonal)	JUL2016/ABR2016 (Com ajuste sazonal)
Consumo das famílias	-5,8%	0,6%	-5,2%	-1,0%
Consumo do governo	-2,1%	-0,3%	-2,1%	0,8%
Formação bruta de capital fixo	-12,7%	-5,3%	-8,7%	1,7%
Exportação	-4,6%	3,2%	-1,5%	-5,1%
Importação	-16,9%	-5,0%	-10,0%	4,3%
PIB	-3,7%	0,3%	-3,6%	-0,5%
Agropecuária	-3,3%	-0,1%	-1,7%	-3,8%
Indústria	-4,1%	0,7%	-3,2%	0,3%
Extrativa	-4,6%	-1,2%	-4,0%	3,3%
Transformação	-7,8%	-0,3%	-5,9%	0,1%
Construção civil	-1,4%	1,4%	-1,6%	0,3%
Eletricidade e outros	7,7%	3,0%	7,6%	0,9%
Serviços	-3,4%	0,1%	-3,4%	-0,6%
Comércio	-7,7%	1,1%	-7,1%	-0,4%
Transporte	-8,9%	-0,4%	-7,4%	-1,6%
Serviços de informação	-2,4%	0,3%	-3,0%	0,5%
Intermediação financeira	-4,1%	0,0%	-3,7%	-1,9%
Outros serviços	-2,8%	0,4%	-4,1%	-2,5%
Aluguéis	0,3%	-0,2%	0,2%	0,4%
Administração pública	-1,4%	-0,7%	-1,0%	1,3%

Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Silvia Matos e Julio Mereb

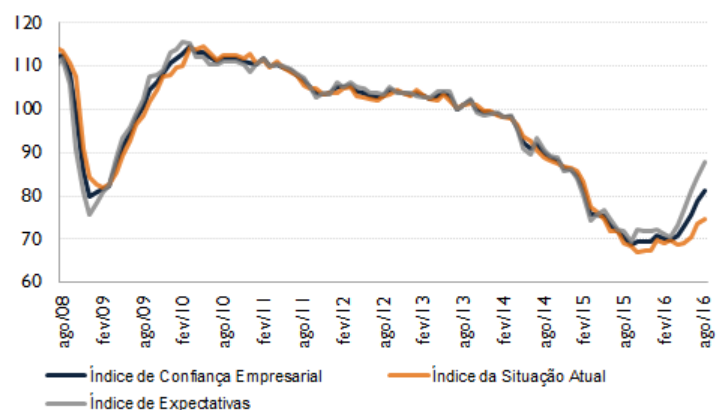
2. Expectativas de Empresários e Consumidores

Uma certeza, muitas dúvidas

Os índices de confiança empresarial e do consumidor mantiveram em agosto a trajetória de alta iniciada na virada do ano. O avanço captou bem o *timing* da aceleração econômica no primeiro semestre, mas foi insuficiente, por enquanto, para tirar esses indicadores de níveis historicamente muito baixos, sugerindo que o PIB continua girando em terreno negativo neste início de segundo semestre.

Conforme mencionamos na edição anterior deste Boletim, há um conjunto de eventos característicos de períodos de

Gráfico 3: Índices Empresariais* de Confiança, Situação Atual e Expectativas (dados dessazonalizados)



* Agregação, por pesos econômicos, dos índices da Indústria, Serviços, Comércio e Construção. Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

recuperação da confiança que ainda não foram observados em 2016: melhora consistente da percepção sobre o ambiente atual dos negócios, aumento do otimismo, ajuste dos orçamentos familiares e redução do grau de incerteza econômica, entre outros.

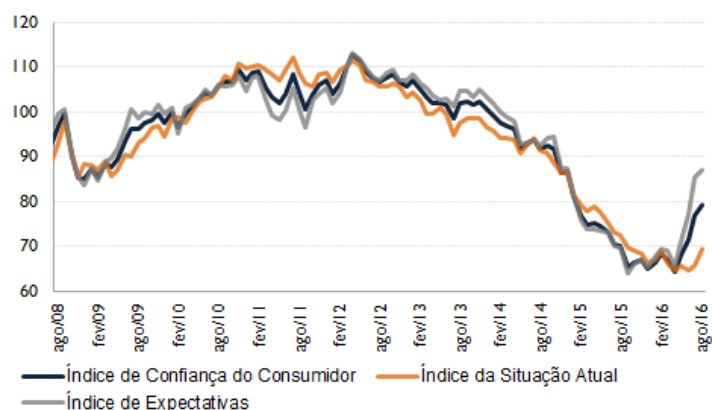
Nesse contexto, a indústria vinha se destacando favoravelmente. O avanço da confiança desse setor, além de preceder o dos demais, ocorria de forma mais balanceada, combinando melhora das expectativas – tendência comum aos demais setores a partir de abril – com melhora na percepção corrente dos negócios, com o movimento de normalização dos estoques.

Essa tendência foi facilitada pelo aumento da competitividade externa do setor após a forte desvalorização cambial do ano passado, resultando em aceleração da substituição de importações e do quantum exportado de manufaturados. Mais recentemente, contudo, o canal externo perdeu potência em função de um cenário externo indefinido e da apreciação cambial. Isso não seria problema caso esse fator de impulso inicial fosse substituído por outro, como a aceleração da demanda interna. Infelizmente, isto não vem ocorrendo. O indicador da Sondagem Industrial de satisfação com o nível da demanda interna, que pouco avançara recentemente, recuou em agosto e manteve-se em nível extremamente baixo.

Nos demais setores, a confiança continua evoluindo discretamente. A alta em agosto dos índices de expectativas mais uma vez superou a dos índices de situação atual nos segmentos do Comércio e da Construção. No setor de Serviços, somente as expectativas avançaram.

Pelo lado da demanda, os indicadores antecedentes tampouco dão motivos de animação. A confiança do consumidor vem crescendo, impulsionada pelas expectativas e pela percepção em relação à situação econômica geral, um indicador volátil, sujeito, por exemplo, às idas e vindas do ambiente político. Enquanto isso, influenciados pelas altas taxas de inflação e de desemprego, os indicadores que medem o grau de satisfação com temas mais palpáveis, como as condições financeiras familiares ou o ímpeto de compras de duráveis, continuam patinando.

Gráfico 4: Índices do Consumidor de Confiança, Situação Atual e Expectativas (dados dessazonalizados)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

O Indicador experimental de Incerteza Econômica (IIE-Br) do IBRE recuou em agosto. A abertura dos dados, no entanto, mostra que o movimento foi influenciado por fatores temporários, como o desvio de foco da mídia para as Olimpíadas do Rio, tornando o resultado do mês inconclusivo.

Em síntese, os índices de confiança empresarial e do consumidor continuam avançando, trazendo a certeza de que a economia entrou em uma fase de aceleração em 2016 e, junto a esta certeza,

uma lista considerável de dúvidas. Afinal, como ocorrerá a convergência entre os índices de expectativas e da situação atual? Com a perda de fôlego da indústria, quando a economia retornará ao terreno positivo? Haverá espaço para o gradual retorno do consumidor às compras dependendo somente de um “reequilíbrio cíclico” dos orçamentos familiares? Qual será a velocidade possível para a recuperação de uma recessão longa e severa?

Aloisio Campelo Jr., Tabi Thuler Santos e Rodolpho Tobler

3. Mercado de Trabalho

Projeções para 2017 indicam queda do desemprego, mas lenta

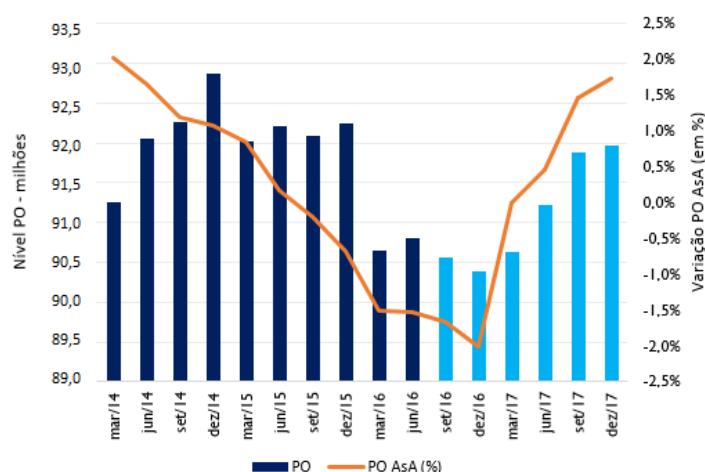
O mercado de trabalho piorou em julho, como previsto, tendo a taxa de desemprego medida pela PNAD Contínua se elevado para 11,6% da força de trabalho. Essa taxa vem apresentando sucessivas altas, tendo alcançado em julho a sexta elevação consecutiva. O saldo de emprego formal medido pelo Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (CAGED) também indicou continuação das demissões, com fechamento líquido de 94 mil vagas. Apesar do forte ritmo de cortes, trata-se de resultado nitidamente melhor do que as 157 mil demissões registradas no mesmo mês do ano passado.

Mas existem sinais, cada vez mais claros, de que o mercado de trabalho está em vias de reverter sua trajetória de piora. A grande questão que se coloca, portanto, é sobre quando virá a recuperação do emprego. Nossas estimativas sugerem que a retomada virá entre o primeiro e o segundo trimestre de 2017.

No Gráfico 5, apresentamos a trajetória da População Ocupada (PO) medida tanto em termos de nível quanto de variação (AsA). Por um lado, ao analisar o nível da PO, notamos que a trajetória é de queda até o final de 2016. Logo, pelo critério de nível, nossa previsão sugere uma recuperação do emprego no primeiro trimestre de 2017, quando a PO volta a crescer. Por outro lado, ao focar na variação, observamos uma taxa de crescimento nula no primeiro trimestre de 2017. Portanto, pelo critério da variação, só podemos falar

em recuperação do emprego a partir do segundo trimestre de 2017, quando passamos a projetar uma taxa de crescimento estritamente positiva (e igual a 0,46%). Observamos ainda, nos trimestres posteriores, que a PO crescerá fortemente em termos de variação, podendo registrar aumento de até 1,7% ao final de 2017. Entretanto, esse crescimento estará menos associado ao

Gráfico 5: População Ocupada (PO)



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

emprego formal e mais ao emprego não-formal. No Gráfico 6, observamos que, em dezembro de 2017, o saldo acumulado de geração de vagas formais em 12 meses ainda estará aquém do apresentado no período pré-crise, com total acumulado de demissões líquidas de 269 mil nesse período, contra 153 mil admissões em dezembro de 2014.

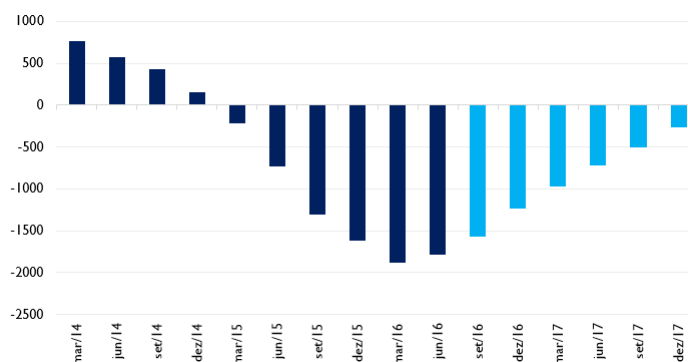
Apesar da recuperação no nível da PO no início de 2017, esperamos uma redução – lenta e gradual – da taxa

de desemprego somente a partir do 2º trimestre de 2017 (ver Gráfico 7). Geralmente, há um aumento contínuo da População Economicamente Ativa (PEA), decorrente do ingresso ininterrupto de pessoas na força de trabalho, que pode ser, em muitos casos, suficientemente forte para anular eventuais efeitos positivos de crescimento da PO. No curto prazo, mais precisamente antes do segundo trimestre de 2017, prevemos aumento da taxa de desemprego justamente pela combinação de crescimento contínuo da PEA com queda da PO. No médio prazo, especificamente a partir do 2º trimestre de 2017, esperamos redução lenta e gradual da taxa de desemprego em função da retomada de um crescimento mais expressivo da PO, que se torna suficientemente forte para compensar o aumento da PEA (prevista para crescer 1,9%, em média, nos anos de 2016 e de 2017).

Alguns analistas esperam que a recuperação da confiança das

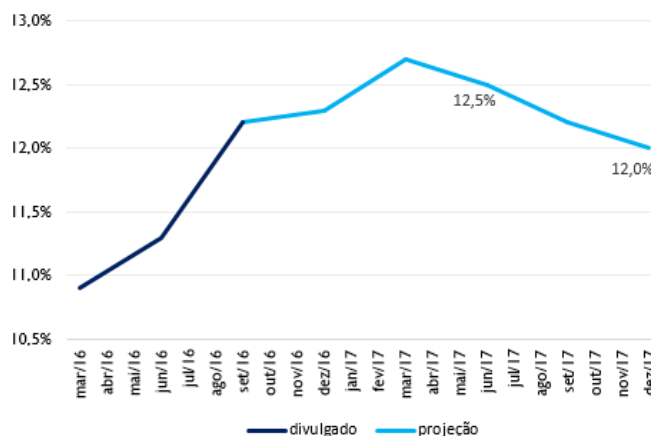
empresas e dos consumidores traga uma queda do desemprego ainda neste ano. Entretanto, os números ainda sugerem um cenário desfavorável para o crédito e o consumo, que tende a dificultar uma retomada mais significativa do mercado de trabalho no curto prazo. Conseqüentemente, nossa previsão é que a recuperação só virá no médio prazo; e que será lenta e gradual.

Gráfico 6: Saldo Caged Acumulado em 12 meses
(em milhares)



Fonte: CAGED/MT. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 7: Taxa de Desemprego (%)



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

4. Inflação

O pior já passou?

Com o resultado de 0,44% em agosto, a taxa do IPCA em 12 meses inverteu a trajetória de queda e terminou o mês em 8,97%. Desde março, o IPCA em 12 meses recuou 0,42 ponto percentual. Se esse ritmo de desaceleração permanecesse daqui em diante, seriam necessários 53 meses, mais de quatro anos, para que os 4,5% fossem atingidos. É claro que essa hipótese é só um artifício para realçar como tem sido decepcionante o ritmo de desaceleração da inflação em 2016. Um breve retrospecto mostra que se sucederam obstáculos a uma desinflação mais rápida, contrariando as expectativas.

Até o início de 2015, a recessão era pouco perceptível. O mercado de trabalho permanecia aquecido e os rendimentos cresciam mais de 3% ao ano em termos reais. O crédito expandia-se à taxa de 11% ao ano e a política fiscal, capitaneada pela recomposição do salário mínimo, reforçava a demanda. Embora ao longo do ano passado a recessão tenha se aprofundado, não houve, em resposta, qualquer movimento de desaceleração inflacionária. Pelo contrário, a decisão do governo de corrigir de uma só vez as defasagens acumuladas pelos preços administrados, que em 2014 foram reajustados em apenas 1,4%, pôs a inflação em marcha ascendente. A tarifa de eletricidade, o mais distorcido dentre os administrados, subiu 51,0%.

Ao mesmo tempo, retratando tensões oriundas do ambiente externo, mas também, e crescentemente, desajustes domésticos na economia e na política, o câmbio acelerou sua trajetória de desvalorização, em curso desde 2013. De janeiro a dezembro de 2015, o dólar acumulou uma elevação de 47,0%. Nem todos os repasses decorrentes deste aumento se deram de imediato. Aumentos de preços de bens de consumo não duráveis, como produtos de limpeza e higiene pessoal, foram detectados pelos índices de preços durante o primeiro semestre de 2016.

Como se não bastassem esses dois choques, um terceiro, de natureza climática, começou a tomar corpo no último trimestre de 2015. Em novembro, os alimentos *in natura* subiram 7,95%, um recorde em pelo menos 20 anos. Os efeitos de um El Niño particularmente intenso se fizeram sentir até há pouco, com altas pronunciadas de feijão e leite impulsionando a inflação de julho. Análises meteorológicas especializadas dão conta de que a fase mais ativa do fenômeno terminou na virada do semestre. Ainda é cedo para que essa afirmação possa ser comprovada, mas, coincidência ou não, em agosto, os preços dos alimentos consumidos no domicílio subiram 0,36%, a menor taxa mensal desde setembro do ano passado. Não obstante, a taxa acumulada em 12 meses deste conjunto de itens avançou mais um degrau, alcançando 16,78%.

Daqui até dezembro, o IPCA deve perder 1,47 ponto percentual e terminar o ano em 7,5%. O ritmo de desaceleração vai aumentar porque os impactos inflacionários dos três choques já foram quase inteiramente absorvidos. No caso do câmbio, mais do que isso, ainda está por ser concluída a transmissão da queda de preço do dólar, de 20% desde janeiro. Matematicamente, caberá aos alimentos a contribuição de maior magnitude à desaceleração esperada, sobretudo nos meses de

novembro e dezembro, quando serão descartados das taxas acumuladas em 12 meses os aumentos atípicos de 2015.

Além disso, a nova administração do Banco Central, pelo discurso e primeiras ações, mostra uma postura menos acomodatória que a anterior. Esse endurecimento contribuiu para romper a resistência adquirida pela inflação, após anos de taxas sistematicamente acima da meta. Em resumo, depois de sucessivas frustrações e ainda a 4,5 pontos percentuais de distância da meta, entramos numa fase de maior alinhamento dos fatores capazes de conter a inflação. A conferir.

Salomão Quadros e André Braz

5. Política Monetária

Mudança de tom na comunicação do BC

A nova equipe do Banco Central foi bastante firme e contundente ao dar os primeiros passos de sua comunicação com o público. De fato, logo de início, os membros do Copom ofereceram sua visão sobre como a política monetária deve ser conduzida. Isso deve ser feito “de modo que suas projeções de inflação, inclusive no cenário de mercado, apontem inflação na meta nos horizontes relevantes”. Projeções de inflação para o final de 2017 foram divulgadas, já no comunicado referente ao primeiro encontro do Copom, tanto sob hipóteses conhecidas como “cenário de referência”, quanto sob hipóteses referentes ao “cenário de mercado”. Deixou-se claro também que não se percebia espaço para a flexibilização da política monetária. Uma explicação que faltara, explicitando o compromisso do BC de levar a inflação para 4,5% em 2017, veio em seguida.

Numa segunda rodada de comunicação, a sinalização sofreu certas alterações. Os membros do Copom passaram a ressaltar que tomam suas decisões com base “num amplo conjunto de informações e modelos proprietários”, e que isso envolve avaliações “subjetivas e discricionárias”. Ademais, a flexibilização da política monetária depende agora de “maior confiança” no alcance das metas. E a referência à ausência de espaço para flexibilização deu lugar a uma lista de condicionantes para que isso aconteça.

Por certo, não faria sentido questionar a afirmação de que decisões de política monetária são tomadas com base em vasto conjunto de informações. De fato, como assinalado por Ben Bernanke e coautores de um livro sobre *inflation targeting* do final dos anos 90, o regime de metas de inflação pode ser entendido como “a look-at-everything strategy”. Referência a recurso a vários modelos tampouco tem algo de extraordinário — autoridades monetárias empenham-se sempre para ter o máximo possível de confiança em suas projeções, além do fato de que cada modelo tem sua espécie de “vantagem comparativa”. Igualmente não há novidade no argumento de que decisões sobre taxa de juro envolvem sempre certa dose de julgamento por parte dos formuladores de política.

Isso significa que o arcabouço de referência explicitado pelo Banco Central em sua segunda rodada de comunicação é perfeitamente legítimo. Deve-se reconhecer, porém, que, independentemente disso, o tom da comunicação alterou-se de maneira considerável. O primeiro

conjunto de informações sugeria opção por algo quase mecânico, ao passo que o segundo tem conotação mais flexível. Sendo assim, a questão relevante passa a ser: que fatores teriam levado o BC a essa mudança de tom?

Sobre isso, cabe apenas especular. A nosso ver, aparentemente, as autoridades monetárias se mostram bem mais preocupadas do que antes com a lentidão da queda da inflação, em especial do conjunto dos preços livres, cuja taxa de crescimento em 12 meses encontra-se em 9,1%, o mais alto nível desde novembro de 2003. Mesmo quando se exclui o item alimentação no domicílio do conjunto dos preços livres, seu ritmo de crescimento está longe de revelar arrefecimento, oscilando recentemente em torno de 7,0% ao ano, a despeito do brutal quadro recessivo e do aperto monetário em curso. Ao mesmo tempo, é possível que o BC esteja cada vez mais consciente da impossibilidade de manter juro real tão alto, por tanto tempo, na presença de tamanho desemprego. O dilema é enorme. Pelo visto, na dúvida, o Banco Central prefere ir preparando o mercado para, de algum modo, flexibilizar a política monetária.

José Júlio Senna

6. Política Fiscal

O PLOA 2017: anotações à margem de um projeto

No final de agosto, o governo enviou ao Congresso o projeto de Lei Orçamentária relativo a 2017, explicitando a estimativa da receita e a fixação das despesas embutidas na meta fiscal de déficit de R\$ 139 bilhões para o Governo Central. O projeto encaminhado ao Congresso difere, em sua composição e nas perspectivas que traz para a economia, daquele que consta na Lei de Diretrizes Orçamentárias, que define as metas fiscais para o próximo exercício. O objetivo desta seção é tecer considerações em torno do projeto de Lei Orçamentária.

Em relação às premissas macroeconômicas que embasam o cenário fiscal, nota-se certo otimismo quando à intensidade da recuperação que a economia irá experimentar em 2017. Apesar de ser quase consenso que no próximo ano o PIB voltará a crescer, o Ibre espera um crescimento da economia de apenas 0,6%, enquanto que a mediana do FOCUS está em 1,4%. Já o governo projeta em seu cenário crescimento de 1,6% para o PIB de 2017. Se comparado com a LDO, o PLOA apresenta um crescimento 0,4 ponto percentual maior, já que a expansão econômica esperada na LDO era de 1,2%. Além de um PIB acima daquele do mercado, a inflação esperada também é mais otimista. O governo projeta um IPCA em 2017 de 4,8%, enquanto o mercado aponta mediana de 5,12%.

Assim, a hipótese de uma economia mais aquecida gera impactos positivos nas estimativas do governo para o resultado primário. A meta de primário para 2017 fixada na LDO levava em consideração uma economia em ritmo mais lento, de modo que, nas projeções do PLOA, o governo admitiu necessitar de um esforço adicional para cumprir a meta. Boa parte desse esforço vem dessa melhora da economia. Mas não é só o PIB melhor ou um IPCA menor que melhora as estimativas fiscais; nessa conta também entra o deflator implícito do PIB, que está correndo dois

pontos acima do IPCA médio (7,4% de deflator, frente a um IPCA médio de 5,4%). Dessa forma, o impacto do maior crescimento econômico para as estimativas de receitas primárias do PLOA é da ordem de R\$ 14,2 bilhões.

Ainda do lado das receitas, o governo espera R\$ 11,8 bilhões a mais do que o previsto na LDO com venda de ativos, R\$ 18,4 bilhões com concessões e outorgas e R\$ 5,7 bilhões de dividendos e participações. Somando-se todas as receitas primárias do governo, líquidas de transferências para Estados e Municípios, temos um crescimento nominal de 10,17% frente à reprogramação de 2016. Esses números estão muito acima do esperado pelo Ibre (+7,6%) e pela mediana do PRISMA Fiscal (8,7% de crescimento nominal).

Enquanto existe certo otimismo pelo lado das receitas, nas despesas notamos algumas variações atípicas. A rubrica de despesa com pessoal apresenta no PLOA uma alta nominal de 9,0%, muito acima da inflação esperada para 2016 e para 2017. Se o objetivo do governo é de que a PEC 241 – que limita o crescimento da despesa primária total pela inflação do ano anterior – comece a valer já em 2017, essa variação vai na contramão do ajuste. Com isso e os demais gastos, o governo projeta uma despesa que se aproxima da regra da PEC 241.

Na comparação do cenário de governo com o do IBRE, vemos que, se a taxa de crescimento do PIB não aumentar e se as despesas obrigatórias crescerem mais do que o esperado, as dificuldades de cumprir a meta fiscal vão se agravar. Nosso cenário para 2017 apresenta um déficit primário de R\$ 149,2 bilhões, já considerando os esforços de receitas não recorrentes com concessões, operações com ativos, etc., frente a uma meta fiscal de R\$ 139 bilhões.

Vilma da Conceição Pinto

7. Setor Externo

Aceleração do crescimento e aumento do déficit em conta corrente

Em nossa última atualização da projeção para o resultado da conta corrente de 2016, feita em junho deste ano, esperávamos que um pequeno superávit, de US\$ 500 milhões, com marginal aumento do déficit para US\$ 2,2 bilhões (-0,1% do PIB) em 2017. Essa projeção estava associada a um determinado cenário para o comportamento da economia doméstica, da demanda global, dos preços de *commodities* e da taxa de câmbio – todas as estimativas são resultado direto desse conjunto de variáveis, projetadas a cada atualização de nossos modelos.

Naquele momento, esperávamos uma progressiva diminuição do diferencial de crescimento entre a economia doméstica e a externa, tanto por desaceleração do comércio global como por aceleração (muito lenta) da absorção interna, termos de troca² relativamente estáveis em níveis moderados e uma depreciação adicional da taxa de câmbio efetiva real,³ consistente com taxas nominais de R\$ 3,70/US\$ ao final de 2016 e de R\$ 3,85/US\$ ao final de 2017. Esse cenário

² Razão entre os preços de exportação e importação brasileiros.

³ Taxa multilateral real, ponderada de acordo com a participação nas exportações dos principais parceiros comerciais brasileiros.

claramente mudou, em especial no que diz respeito ao diferencial de crescimento e à taxa de câmbio.

Em relação ao primeiro, manteve-se a hipótese de um desempenho fraco do comércio internacional, mas temos indicações mais claras de recuperação da demanda doméstica, de forma que o crescimento do diferencial é progressivamente menor – sua queda tenderia a subtrair do saldo comercial, ao passo que um aumento do crescimento doméstico tenderia a maximizar o déficit em rubricas diretamente ligadas ao estado de nossa economia, em especial remessas de lucros e dividendos e viagens internacionais.

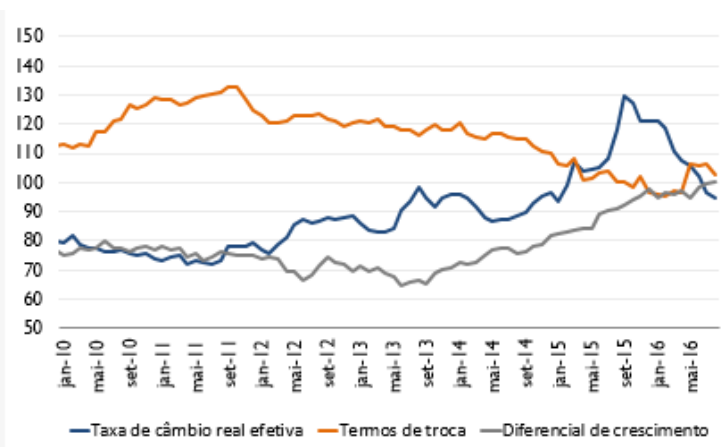
Já em relação ao segundo fator, aprofundou-se a tendência de apreciação da taxa de câmbio (real e nominal) que já era observada em nossa última atualização. Em valores nominais, o câmbio médio saiu de R\$ 3,42/US\$ em junho para R\$ 3,21/US\$ em agosto, com pequena depreciação na primeira quinzena de setembro. Uma taxa de câmbio mais apreciada induz diminuição do saldo comercial e maiores déficits nas rubricas de serviços e rendas. O comportamento recente dos principais vetores da conta corrente (diferencial de crescimento, termos de troca e taxa de câmbio real efetiva) pode ser observado no gráfico abaixo.

Mais do que os movimentos já observados das variáveis, ocorreram também importantes mudanças no cenário prospectivo. Esperamos que o diferencial de crescimento continue se expandindo a taxas progressivamente menores, em especial devido à progressiva aceleração do crescimento doméstico (compatível com nossas novas projeções mais otimistas para o crescimento do PIB neste ano e no próximo, divulgadas neste Boletim).

Já no caso dos termos de troca, temos poucas mudanças: continuamos esperando pequenas oscilações em torno dos atuais níveis até o fim de 2017. Por fim, fizemos revisões importantes no cenário prospectivo para a taxa de câmbio, incorporando, com grande destaque, a compressão recente (e esperada adiante) das métricas de risco-país. Esperamos agora que a taxa nominal oscile na faixa entre \$ 3,20/US\$ e R\$ 3,30/US\$ até o fim do próximo ano, levando, portanto, a uma pequena apreciação efetiva real de nossa moeda até o fim de 2017.

Lembramos que os fundamentos operam com defasagens na dinâmica da conta corrente. O cenário descrito nos parágrafos anteriores (tanto “dentro da amostra” como “fora da amostra”) indica que a contribuição positiva do diferencial de crescimento será progressivamente menor, que os termos de troca devem ser neutros e que a taxa de câmbio deve operar em direção

Gráfico 8: Fundamentos do Setor Externo Brasileiro (2006=100)



Fonte: Banco Central do Brasil, FUNCEX, CPB, OMC, IBGE e IBRE/FGV.
Elaboração: IBRE/FGV.

contrária ao ajustamento externo (ampliando o déficit). Mais ainda, o cenário sugere que a melhora do saldo (acumulado em 12 meses) da conta corrente deve se reverter no início do próximo ano.

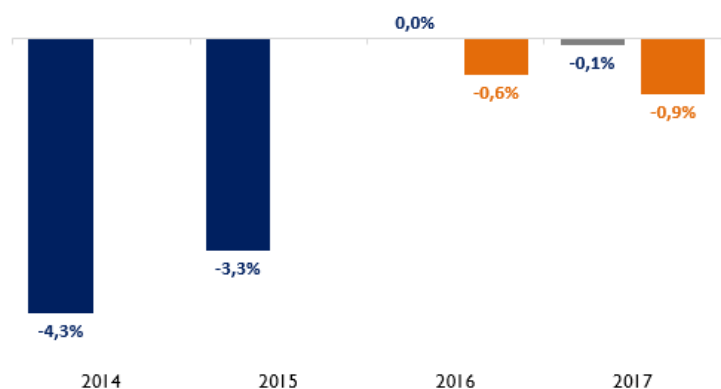
Com base nesses insumos, passamos a projetar déficit de aproximadamente US\$ 10,0 bilhões (0,6% do PIB) em 2016. Tanta revisão frente ao nosso número anterior ocorreu basicamente devido a uma diminuição do saldo comercial projetado (para US\$ 50,0 bilhões, com exportações de US\$ 188,0 bilhões e importações de US\$ 138,0 bilhões); e com variação líquida residual nas rubricas de serviços e rendas (aumentos dos déficits em remessas de lucros e viagens internacionais sendo compensados por menores pagamentos de juros e gastos com fretes/aluguéis de equipamentos).

Ainda que o resultado seja pior do que o esperado anteriormente, é importante ressaltar que o ajuste externo continua em curso. No acumulado em 12 meses, o déficit em conta corrente caiu de US\$ 59,0 bilhões em dezembro de 2015 para US\$ 29,5 bilhões em junho de 2016. Para chegarmos à nossa atual projeção do déficit no fim deste ano, a diminuição esperada no segundo semestre será US\$ 10,0 bilhões menor do que a estimada em nossa atualização anterior.

Dadas as defasagens inerentes à dinâmica da conta corrente, as mudanças em curso (e as esperadas) para os fundamentos serão mais percebidas em nossas projeções para 2017. Esperamos agora déficit em conta corrente de US\$ 18,0 bilhões (0,9% do PIB) no próximo ano, resultado US\$ 16,0 bilhões pior do que o nosso número anterior, e que será derivado de uma diminuição adicional do saldo positivo em balança comercial para pouco menos de US\$ 40,0 bilhões; e manutenção de um saldo negativo em serviços e rendas da ordem de US\$ 60,0 bilhões, ainda que com mudanças em sua composição (avanço dos gastos com viagens e remessas de lucros compensando recuo nos gastos com aluguéis de equipamentos e fretes). A história recente da conta corrente e nossas projeções (as anteriores e as atuais) para o biênio 2016/2017 podem ser observadas no gráfico a seguir.

Sempre defendemos que o rápido e relevante ajuste externo ocorrido nos últimos anos deveu-se muito mais ao colapso da economia doméstica do que a movimentos de preços (sejam termos de troca ou taxa de câmbio). Nesse sentido, é natural que nossos modelos enxerguem uma reversão do ajustamento (déficit em conta corrente voltando a acelerar) ao sinal de recuperação da economia brasileira.

Gráfico 9: Conta Corrente (% PIB)



Fonte: Banco Central do Brasil e IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

Em conclusão, é importante destacar que fortes acelerações do crescimento em 2017 (como a presente no cenário otimista descrito neste Boletim) constituirão pressão importante sobre a conta corrente. Mais ainda, se as premissas de tal cenário forem um avanço da agenda de reformas, queda adicional do risco-país e, por consequência, forte apreciação cambial, então teremos impactos amplificados. Em números, se o crescimento de nossa economia atingir 1,7% e a taxa de câmbio apreciar para R\$ 2,85/US\$ em 2017, o déficit em conta corrente estimado será pouco maior do que 2,0% do PIB.

Lívio Ribeiro

8. Panorama Internacional

O drama da política monetária no mundo desenvolvido

Inúmeros analistas criticaram pesadamente os bancos centrais por terem praticado juros baixos nos anos que antecederam a grande crise financeira. Os principais alvos das críticas foram o Banco Central Europeu e o Fed, em especial a figura de Alan Greenspan.

Os juros reais de política monetária foram de fato reduzidos no período 2002-2007, situando-se em média abaixo de 0,5% tanto na zona do euro quanto nos Estados Unidos. Segundo os críticos, este teria sido um dos principais fatores causadores da crise, já que estimulou o endividamento excessivo e alimentou as bolhas de ativo.

Muitos deixaram de notar, porém, que as ações baixistas de política monetária daquele período provavelmente foram fruto da percepção pelos banqueiros centrais de que os juros reais de equilíbrio (determinados no setor real da economia pela interação das forças de poupança e investimentos globais) estavam em queda, sendo desaconselhável ignorar este fenômeno. Na época, a opção de que dispunham os condutores da política monetária era igualmente desanimadora. De fato, eventual relutância em praticar juros baixos teria comprometido severamente o desempenho das economias, uma vez que juros reais acima do patamar de equilíbrio costumam produzir efeitos contracionistas.

Em suma, as opções eram duas. De um lado, reduzir os juros reais praticados de maneira a mais ou menos acompanhar os de equilíbrio, correndo-se o risco de provocar desequilíbrios financeiros, como de fato aconteceu. De outro, estabelecer juros acima do percebido como de equilíbrio, acarretando prejuízos à atividade econômica. Um grande dilema, sem dúvida.

O drama atual é que o dilema não desapareceu, estando presente nos dias de hoje. Muito provavelmente, os juros reais neutros continuaram em declínio, especialmente em algumas regiões, como na zona do euro, onde aparentemente se encontram em território negativo. Na medida em que isso seja verdade, a tão anunciada normalização da política monetária no mundo desenvolvido, inclusive nos Estados Unidos, permanece distante.

A nosso ver, no tocante ao Fed, boa parte das opiniões dadas por alguns de seus dirigentes, no sentido de que o caminho da normalização está próximo de ser retomado, deriva de

preocupações com o tamanho das perdas financeiras que fatalmente virão quando os juros estiverem em trajetória de alta e da ideia de que, diante disto, o melhor é já ir preparando o terreno para a nova fase. É provável também que muitos se preocupem com o fato de os juros de mercado situarem-se em patamares baixos já há bastante tempo, o que é prejudicial ao processo de alocação de recursos na economia.

Sobre todo esse quadro cabem dois comentários finais. Primeiro, por mais nobres e compreensíveis que sejam as preocupações acima listadas, o fato concreto é que sinalizar a normalização da política antes da hora (como fizeram Janet Yellen e Stanley Fischer no recente encontro de Jackson Hole) tende a neutralizar, ao menos em parte, os efeitos dos estímulos ora concedidos. Nesse sentido, parece contraproducente. Segundo, por mais difícil que se mostre a tarefa, principalmente por depender totalmente das ações dos bancos centrais, a verdadeira solução para o drama atual reside na adoção de políticas capazes de elevar os juros reais de equilíbrio. No mundo desenvolvido, este deveria ser o foco da política econômica.

José Júlio Senna

9. Observatório Político

Presidente e presidencialismo enfraquecidos

No dia 31 de agosto de 2016, Dilma Rousseff foi definitivamente afastada da Presidência da República pelo Senado Federal, passando Michel Temer a ser o chefe de governo efetivo do Brasil. Ainda que esse final trágico tenha sido esperado por todo o mundo, o dia registrou uma surpresa: a decisão da Câmara Alta de não punir a mandatária com a suspensão dos seus direitos políticos por oito anos, ao contrário do que acontecera com a destituição de Fernando Collor em 1992.

Uma comparação entre a queda de Dilma e a de Collor é digna de nota. Aos números, portanto. O processo de destituição do presidente eleito em 1989 durou aproximadamente sete meses; na votação realizada na Câmara dos Deputados no dia 29 de setembro de 1992, 87,7% dos legisladores ficaram contra o titular do Palácio do Planalto e 6,6% a favor; na votação final no Senado, a 30 de dezembro daquele ano, 93,8% dos representantes posicionaram-se pela condenação de Collor; 3,7% contra. Já o processo de Dilma alongou-se por quase nove meses; na sessão da Câmara Baixa no dia 17 de abril de 2016, enquanto 71,5% dos deputados votaram pelo envio do processo de impedimento à Câmara Alta, 26,7% votaram contra. Na votação derradeira no Senado ao final de agosto, 75,3% dos membros da Casa preferiram a suspensão definitiva de Dilma; 27,7% dos parlamentares mantiveram-se ao lado da líder petista. 51,9% dos senadores manifestaram-se pela perda dos direitos políticos da ex-presidente; 44,4% deliberaram pela manutenção destes (eram necessários 2/3 dos votos para que os direitos fossem revogados).

Moral da história: derrubar Dilma foi consideravelmente mais difícil do que apagar Collor do Palácio do Planalto. No Brasil, cassar uma presidente de esquerda jamais seria o passeio que foi cassar um de direita. A razão estrutural é muito simples: os partidos de esquerda, o principal esteio de Dilma na fatídica reta final, são as mais fortes organizações políticas do país. Não à toa, a queda de

Dilma, ainda que não tenha sido um golpe, tem como principais consequências de curto prazo um país polarizado e um novo presidente que inicia seu mandato enfraquecido.

A surpreendente segunda votação realizada no dia 31 de agosto, a que manteve os direitos políticos de Dilma, também é prenhe de importantes lições. Tendo como um dos seus principais mentores o Presidente do Senado, Renan Calheiros, do PMDB de Alagoas, a decisão da Câmara Alta mostra por que esta sigla nunca logrou ser competitiva nas eleições presidenciais, apesar de sempre possuir grande número de congressistas, governadores e prefeitos. No momento da efetivação de Michel Temer como presidente da República filiado ao PMDB – alçado ao Planalto por meios indiretos, com a inglória tarefa de resolver uma grave crise econômica, homem impopular e alvo de intensa oposição por parte de setores expressivos da sociedade –, Renan Calheiros, um dos principais líderes da agremiação, deixou patente que a solidez política do novo governo não está entre suas prioridades.

Ainda não estão claras as reais motivações de Renan ao patrocinar o acordo que poupou os direitos políticos de Dilma, mas o sinal emitido pelo senador alagoano foi devidamente captado pela classe política e pelo mercado. Que sinal é esse? Que Renan é líder de um conjunto considerável de senadores cuja cooperação é decisiva para os desígnios de Temer e que se o novo presidente efetivo não compreender isso, surpresas podem pintar por aí. Há, pois, uma ameaça digna de crédito pairando sob o sucessor de Dilma. Ou seja, Temer terá que partilhar o poder com o Congresso, seja para o bem, seja para o mal. Não será um presidente forte. Será, quiçá, apenas menos fraco do que sua fracassada antecessora.

Além disso, a queda de Dilma sem perda de direitos denota o enfraquecimento da instituição presidencial no país. O presidencialismo supõe a existência de uma couraça constitucional que proteja o mandato do chefe de governo diretamente eleito ou o puna duramente caso viole a lei. Essa couraça é um dos elementos distintivos do presidencialismo vis-à-vis o parlamentarismo. Por isso, o impedimento legal de um presidente implica (1) a abertura de um processo por crime de responsabilidade – e não uma simples moção de desconfiança política, como acontece sob o parlamentarismo –; (2) a exigência de maioria qualificada para a aprovação da admissibilidade do processo pela Câmara dos Deputados e da condenação do presidente pelo Senado – e não uma maioria absoluta, tal qual demandam os regimes parlamentaristas para que o primeiro-ministro seja destituído antes do fim da legislatura –; e (3) em caso de condenação e suspensão definitiva do presidente, alguma punição legal – e não a simples perda do cargo, como se dá sob o parlamentarismo quando o premier é derrubado pela maioria parlamentar.

Ou seja, a segunda votação do dia 31 de agosto de 2016 quebrou o terceiro pilar da couraça constitucional do nosso sistema de governo. Os historiadores do futuro talvez venham a dizer que o referido dia foi o início do fim do presidencialismo tal qual tem sido praticado desde a promulgação da Carta de 1988. Mas ainda é cedo para afirmá-lo. Se o presidente a ser eleito em 2018 lograr ser bem-sucedido desde o começo do seu quadriênio, o presidencialismo viverá um novo ciclo de reafirmação, como vimos a partir de 1994 com a eleição de Fernando Henrique Cardoso.

De qualquer modo, a maneira pela qual Dilma caiu significa que, hoje, o Brasil tem um presidente fraco que exerce o Poder Executivo de um regime presidencial enfraquecido. *So help us God.*

Octavio Amorim Neto - Professor da EBAPE/FGV

10. Em Foco IBRE: Cenário Macroeconômico para 2016 e 2017

A solvência do setor público é condição necessária para a retomada consistente do crescimento econômico

Economia Internacional

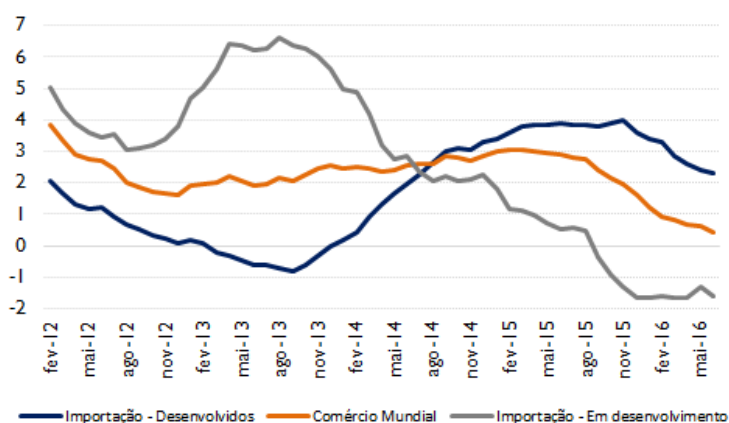
O cenário global ainda continua favorável para os países emergentes. O ambiente de ampla liquidez mundial permanece. O Federal Reserve tem postergado a elevação da taxa básica de juros, mesmo com sinais mais nítidos de recuperação da economia dos EUA. É bem provável que o Fed eleve a taxa de juros ainda este ano, mas a trajetória será bastante gradual. O BC norte-americano tem avaliado que não há sinais de pressões inflacionárias e, ao mesmo tempo, existe uma preocupação sobre os efeitos colaterais na economia.

Na China, os últimos dados de atividade mostram sinais de recuperação da economia. Ou seja, o processo de desaceleração tem sido muito gradual, e, por ora, o *hard landing* está descartado.

Com isso, o dólar perdeu força em relação às outras moedas, com recuperação dos preços internacionais de diversas *commodities*. Tudo isso e taxas de juros mais baixas ajudam a compor um ambiente mais favorável aos emergentes.

Mas ainda é cedo para comemorar, já que o cenário é de baixo crescimento mundial. Um indicador que aponta para a fraqueza da economia do mundo é o quantum do comércio global. Nos últimos meses, esse indicador apresentou desaceleração expressiva, atingindo 0,4% em junho, em valores acumulados em 12 meses. Esta é a menor taxa de crescimento desde a crise mundial de 2008 (Gráfico 10). Porém, nos últimos anos, apesar da fraqueza econômica nos países desenvolvidos, suas importações têm mostrado um crescimento

Gráfico 10: Quantum do Comércio Mundial e Quantum de Importação para Grupos de Países
(valores acumulados em 12 meses, %)



Fonte: CPB. Elaboração: IBRE/FGV.

ainda elevado, ante forte contração nos países em desenvolvimento. De acordo com os dados do *World Trade Monitor* (CPB), as importações dos desenvolvidos mostram alguma desaceleração

nos últimos meses, mas os resultados são positivos. Por outro lado, a desaceleração dos países em desenvolvimento é muito expressiva e disseminada entre as diversas regiões, como Ásia Emergente, Europa Central e Oriental e América Latina.

Em outras palavras, os desafios mundiais permanecem. Mas, neste momento, o cenário externo representa uma janela de oportunidade para o Brasil tentar resolver os seus imensos desafios. Será que vamos conseguir?

Cenário Doméstico

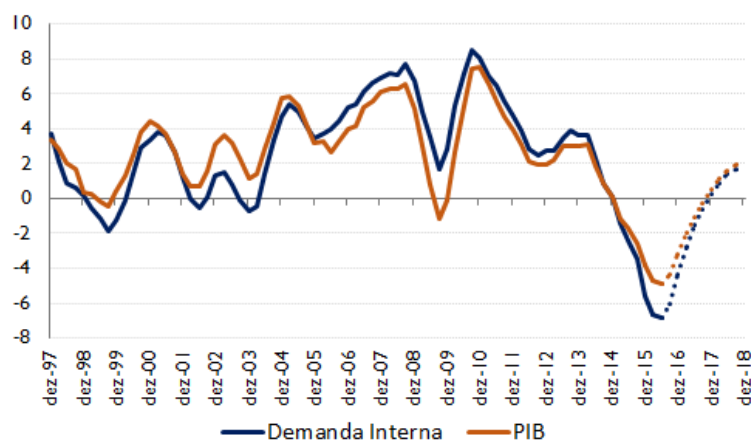
Há diversos sinais de atenuação do quadro recessivo no Brasil. A indústria de transformação vem mostrando resultados positivos desde março de 2016. Com isso, revisamos nossa previsão de queda do PIB para este ano: de -3,5% para -3,2%. Porém, como mencionado na Seção de Atividade, ainda há muito incerteza sobre a velocidade de retomada da economia, não apenas ao longo do atual semestre, mas também em 2017. Nossas estimativas para o próximo ano ainda apontam números bem modestos de crescimento.

A demanda doméstica desacelerou-se expressivamente em 2015, com contração de 5,5%; ou seja, bem acima do recuo de 3,8% do PIB. Este processo continuou ao longo de 2016 e esperamos um recuo de 4,3% da demanda doméstica em 2016 (ver Gráfico 11). Para 2017, nossos modelos indicam um aumento gradual da demanda interna, com destaque para o baixo crescimento do consumo das famílias. A inflação ainda bastante elevada deve manter os juros reais altos por mais algum tempo,

impactando negativamente o consumo. Os dados ainda fracos de mercado de trabalho e principalmente de crédito, cujo saldo da carteira com recursos livres vem recuando mesmo em termos nominais, também devem pesar de maneira importante sobre o consumo das famílias.

Adicionalmente, a previsão para 2017 é de que o setor externo contribua muito pouco para o crescimento do PIB. Após a adição esperada de 2,6 pontos percentuais (pp) em 2016, muito similar à registrada em 2015, de 2,7 pp, este valor deve ser de apenas de 0,2 pp em 2017 (ver Gráfico 12). A contribuição externa poderia ser mais elevada, mas o cenário internacional, a composição da pauta brasileira e os nossos acordos comerciais limitam a expansão das exportações. Além disso, não esperamos nova rodada de depreciação cambial em 2017, que

Gráfico 11: Taxas de Crescimento da Demanda Doméstica e do PIB
(valores acumulados em quatro trimestres, %)



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

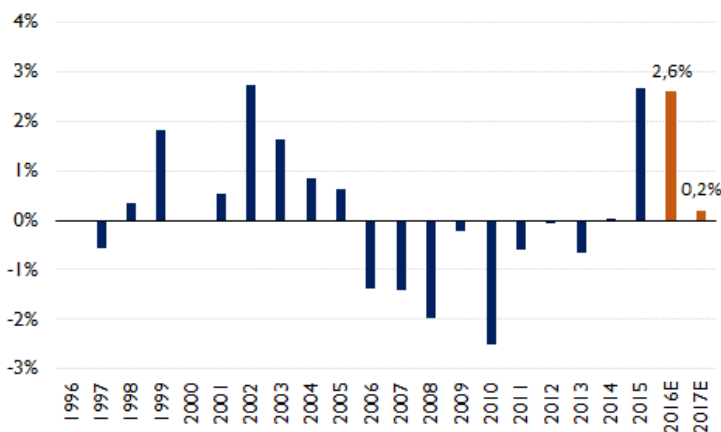
poderia contribuir para maior crescimento das exportações, bem como uma atenuação nas importações.⁴

Já para 2018 o crescimento poderia ficar mais próximo de 2%, à medida que a economia volte aos trilhos. O que significa isso?

Antes de mais nada, que é necessário trazer a inflação para a meta. As projeções do IBRE indicam inflação de 7,5% em 2016, representando uma desaceleração em relação aos 10,7% do ano passado. No entanto, essa desinflação é explicada, em grande medida, pela desaceleração dos preços administrados, de 18,3% para 6,1% (Tabela 3). Para os preços livres, a redução tem sido bem mais moderada: de 8,5% para 7,9%, apesar da forte recessão, com destaque para um recuo da inflação de serviços de 8,1% para 7,2%. Mas, de qualquer forma, a inflação continua muito pressionada. A inflação de bens manufaturados, excluindo alimentação, tem mostrado taxa muito alta, mesmo com a apreciação cambial ocorrida ao longo deste ano. Outro ponto que chama a atenção é a forte elevação dos preços dos alimentos, de quase 13%, o mesmo valor registrado no ano passado.

Para 2017, há risco de a inflação ainda ficar acima da meta. Com taxa de câmbio da ordem de R\$ 3,3/US\$ no final de 2017, a inflação ficaria em torno de 5,5%⁵ — ou seja, não há muito espaço para redução da taxa de juros. De fato, os modelos apontam que seria necessária uma nova rodada de apreciação cambial para que a inflação convergisse para a meta já em 2017⁶ (ver Gráficos 13 e 14). Conforme mencionado na Seção de Atividade, essa hipótese é possível desde que a aprovação das medidas fiscais ocorra rapidamente, o que permitiria a retomada da solvência pública. Nesse cenário haveria nova descompressão nos prêmios de risco, com reflexos favoráveis sobre o câmbio e a taxa real de

Gráfico 12: Contribuição Externa para o Crescimento do PIB (p.p.)



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

Tabela 3: Inflação Agregada e Principais Grupos (%)

	2015	2016
Alimentação no domicílio	12,9	12,7
Serviços livres	8,1	7,2
Preços administrados	18,1	6,1
Demais bens de consumo	6,2	5,8
IPCA	10,7	7,5

Fontes: IBGE e Banco Central. Elaboração: IBRE/FGV.

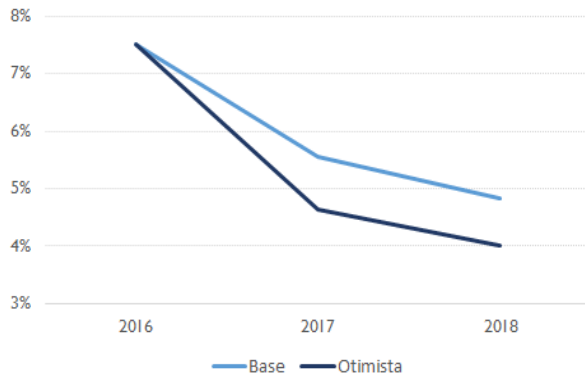
⁴ Estimamos que a taxa de câmbio de final de período seja de R\$ 3,2/US\$ e de R\$ 3,3/US\$ em 2016 e 2017, respectivamente.

⁵ Nesta previsão consideramos uma inflação de preços administrados de 5,3%.

⁶ Neste cenário, estimamos que a taxa de câmbio de final de período seja de R\$ 3,1/US\$ e de R\$ 2,8/US\$ em 2016 e 2017, respectivamente. A inflação de preços administrados seria de 4,7% em 2017.

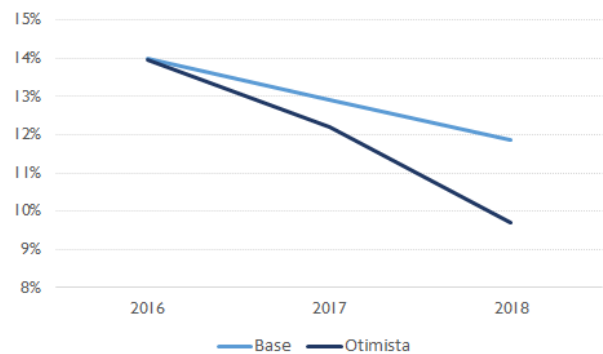
juros, ou seja, a redução da taxa básica de juros pelo Banco Central seria mais rápida e consistente, podendo atingir valores abaixo de 10% em 2018.

Gráfico 13: Previsão para Inflação para 2017 e 2018: Cenário Base e Otimista



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 14: Previsão para Taxa de Juros para 2017 e 2018: Cenário Base e Otimista



Fonte: Banco Central. Elaboração: IBRE/FGV.

Em resumo, nossos modelos indicam que o Banco Central só conseguirá cumprir a sua missão com o apoio da política fiscal. Sem perspectivas de reequilíbrio fiscal, dificilmente a inflação ficará bem comportada.

Portanto, apenas com um alívio drástico dos prêmios de risco, viabilizando conjuntamente tanto a apreciação do câmbio quanto a redução sustentada das taxas de juros, é que o PIB poderá voltar a crescer consistentemente a taxas mais elevadas.

Mas, para que isso seja possível, será necessário que a solvência do setor público seja de fato restaurada no médio e longo prazo. Este é o desafio da atual administração. Ele é, provavelmente, o mais difícil de ser superado por um governo desde a redemocratização do Brasil.

Silvia Matos

Revisão Editorial do Boletim Macro IBRE: Fernando Dantas

Instituto Brasileiro de Economia

Diretor: Luiz Guilherme Schymura de Oliveira

Superintendente de Estudos Econômicos: Marcio Lago Couto

Coordenador de Economia Aplicada: Armando Castelar Pinheiro

Pesquisadores

Bráulio Borges

Bruno Ottoni Vaz

Daniela de Paula Rocha

Fernando Augusto Adeodato Veloso

Fernando de Holanda Barbosa Filho

Ignez Guatimosim Vidigal Lopes

José Júlio Senna

José Roberto Afonso

Julio Mereb

Lia Valls Pereira

Lívio Ribeiro

Maurício Canêdo Pinheiro

Mauro de Rezende Lopes

Paulo Lins

Regis Bonelli

Samuel Pessôa

Silvia Matos

Tiago Barreira

Vilma Pinto

Boletim Macro IBRE

Coordenação Geral: Regis Bonelli

Coordenação Técnica: Silvia Matos

Apoio Editorial: Marcel Balassiano

Equipe Permanente

Armando Castelar Pinheiro, Bruno Ottoni Vaz, José Júlio Senna, Julio Mereb, Lia Valls Pereira, Lívio Ribeiro, Samuel Pessôa, Tiago Barreira e Vilma Pinto

Colaboradores Permanentes da Superintendência de Estatísticas Públicas

Aloísio Campelo Jr., André Braz e Salomão Quadros

Advertência

Este Boletim foi elaborado com base em estudos internos e utilizando dados e análises produzidos pelo IBRE e outros de conhecimento público com informações atualizadas até 21 de setembro de 2016. O Boletim é direcionado para clientes e investidores profissionais, não podendo o IBRE ser responsabilizado por qualquer perda direta ou indiretamente derivada do seu uso ou do seu conteúdo. Não pode ser reproduzido, distribuído ou publicado por qualquer pessoa, para quaisquer fins.