

Sob o signo da incerteza, uma vez mais

Uma novidade desanimadora das últimas semanas foi o aumento da incerteza em relação ao desempenho da nossa economia em 2017. Em parte, isso se deve à surpreendente eleição de Donald Trump para a presidência dos EUA e às dúvidas que cercam o futuro da política econômica americana. A visão geral é que no futuro o quadro externo deve se tornar menos favorável aos países emergentes, com alta dos juros, pressões sobre o câmbio e a inflação, e um possível aumento do protecionismo. A incerteza é sobre o grau e a velocidade com que isso ocorrerá.

Tão ou mais importantes, porém, são as dúvidas sobre o futuro da política econômica doméstica. Se sancionada pelos fatos, a deterioração das expectativas sobre o crescimento e o desemprego em 2017 vão adicionar um ingrediente de pressão política sobre o governo, que será demandado a entregar resultados imediatos e abandonar o foco em medidas estruturais. Será um campo fértil para os grupos de interesse que desejam transferir para o contribuinte os prejuízos que hoje acumulam como resultado de decisões empresariais equivocadas.

Obviamente, nada disso desmerece os avanços observados no último par de meses. Entre estes destacam-se a aprovação da Emenda Constitucional 95 (PEC do gasto) e a apresentação de uma proposta de reforma do sistema previdenciário abrangente e, especialmente, passível de render frutos em curto prazo, no que toca à economia de recursos fiscais — caso seja integralmente aprovada nos termos em que foi colocada. Mesmo na hipótese de que a proposta do governo não seja aprovada na íntegra, existe a percepção de que essa reforma trará algum alívio fiscal no curto e médio prazo, além, naturalmente, dos muitos benefícios que dela advirão no longo prazo.

No lado positivo destaca-se, ainda, a redução da taxa de inflação em um ritmo mais acelerado do que se previa há bem pouco tempo. Isso apesar da resistência à desinflação de categorias de despesa no item serviços, a maior fonte de dúvidas sobre a possibilidade de reduções substanciais da inflação futura. Sintomaticamente, vislumbra-se agora a possibilidade de que 2016 termine com a inflação, medida pelo IPCA, abaixo do teto da faixa de tolerância com que trabalha o Banco Central.

As más notícias estão concentradas na frustração com a retomada do crescimento, onde o desempenho tem sido mais decepcionante do que o mercado imaginava. Os resultados da indústria, em particular, têm mostrado que o setor está demorando muito a reagir, alternando o registro de acréscimos e decréscimos mensais de magnitude por vezes não desprezível. O clima também não ajudou o setor agropecuário, que vai fechar 2016 com uma forte contração.

Os resultados das Contas Nacionais para o terceiro trimestre, divulgados neste mês, foram uma ducha de água fria para quem projetava uma redução amena do PIB em relação ao trimestre anterior, e mais ainda para quem, não faz muito tempo, imaginava que esse trimestre marcaria o fim da recessão em que o país mergulhou no segundo trimestre de 2014. Pelo contrário, a continuidade e a intensificação da recessão surpreenderam a maioria dos analistas. Entre outras coisas, por ter sido tão disseminada, tanto pelos componentes da oferta quanto da demanda, com raras exceções.

Observou-se, a partir daí, uma mudança no foco dos analistas, que diminuíram a importância até então atribuída à alta nos indicadores de confiança, em favor de uma maior atenção aos

complicados fundamentos da nossa economia. Em especial, aumentou a preocupação com a lenta digestão do endividamento de empresas e famílias, da qual resulta um mercado de crédito morno e com poucas perspectivas de melhora a curto prazo. Seria importante os bancos lançarem o quanto antes as perdas daí projetadas a prejuízo, com a devida constituição de provisões, para que possam voltar a emprestar.

Assim, vai ficando claro para os agentes econômicos que a deterioração dos fundamentos econômicos foi profunda e disseminada, e que a agenda do ajuste fiscal só lentamente será capaz de reverter toda essa piora. Dessa forma, apesar da aprovação da PEC do gasto pelo Congresso e do encaminhamento até aqui bem sucedido de algumas reformas, a melhora das expectativas de empresas e consumidores não tem se sustentado. Pelo contrário, os agentes parecem estar caindo gradualmente “na real”. Há até bem pouco tempo, como se recorda, as expectativas se situavam bem acima do indicador da situação atual; agora os indicadores caminham para a convergência, infelizmente por baixo.

A debilidade do nível de atividade e o elevado desemprego a ela associado têm provocado nos agentes, e muito especialmente na classe política, uma certa impaciência com o *timing* da retomada. Essa é uma das razões por trás da demanda vocalizada por diversos grupos por algum tipo de reforma capaz de acelerar a tão desejada recuperação do crescimento, de preferência a curto prazo.

Mas nessa área, como em tantas outras, não há milagres: a dissonância entre os tempos político — e seus anseios de mudança rápida — e econômico — onde os hiatos de política econômica entre ações e resultados tendem a ser grandes — gera atritos e convites a ações de políticas públicas que não necessariamente trarão benefícios duradouros.

Se no cenário doméstico a incerteza tem fundamentos claros, no externo ela foi reforçada, como observado acima, pela eleição de Donald Trump. Com ela, e a partir das declarações do futuro presidente até o momento — indicando que não praticará estelionato eleitoral, pois tem reafirmado depois de eleito a intenção de executar projetos de governo explicitados na fase de campanha presidencial — acumularam-se dúvidas quanto ao futuro do protecionismo, da política fiscal com aumento de gastos e, como consequência, das perspectivas para a elevação dos juros nos EUA. Estes temas são analisados nesta edição do Boletim.

Do ponto de vista da solidez das nossas contas externas, a primeira reação transpareceu nas projeções para nosso balanço de pagamentos. No curto prazo, a posição das contas brasileiras é sólida — mas a incerteza a médio e longo prazo aumentou consideravelmente. Não é por outro motivo que nossas projeções mudaram bastante, como avaliado na seção Em Foco, ao final desta edição. Nada que gere o risco de uma crise de financiamento externo, mas com uma piora nos resultados, exigindo mais recursos externos para fechar o balanço de pagamentos.

Em suma, proliferam incertezas nos quadros políticos doméstico e externo. Essas incertezas se projetam para o ano que em breve se inicia, exigindo dos formuladores de políticas públicas renovada cautela e sangue frio na condução da agenda econômica nos meses à frente.

Dito isso, um resumo dos temas analisados neste Boletim inclui:

1. A frustração com o PIB do terceiro trimestre gerou revisões, em alguns casos significativas, nas expectativas de crescimento para o próximo ano. A projeção da equipe macro do IBRE para o crescimento do PIB em 2017, em particular, caiu à metade: se antes esperávamos alta de 0,6%, a previsão agora é de expansão de 0,3% no ano como um todo. Além disso, piorou também nossa

previsão para o quarto trimestre deste ano, que passou a ser de queda em relação ao terceiro trimestre, com uma variação de -0,5% no dado dessazonalizado, taxa reveladora da debilidade econômica do país. As incertezas, tanto do quadro político doméstico e do setor externo, de um lado, quanto das expectativas sobre o desempenho do mercado de trabalho e de crédito em 2017, do outro, certamente são fatores que contribuem para esfriar os ânimos em relação à retomada da economia brasileira. [\(Seção 1\)](#)

2. Os índices de confiança de empresas e consumidores recuaram em novembro, interrompendo a trajetória de alta iniciada no segundo trimestre de 2016. O movimento pode ser descrito como uma calibragem de expectativas, que vinham se tornando menos pessimistas nos meses anteriores e agora se adequam à frustração com o ritmo da recuperação econômica. Em um ambiente carregado de incertezas políticas e econômicas, a queda dos índices de confiança neste final de ano sugere que 2017 deve iniciar com o país ainda em recessão. [\(Seção 2\)](#)

3. O mercado de trabalho voltou a apresentar sinais de fraqueza no último trimestre de 2016. Os resultados negativos da PNAD Contínua e do CAGED confirmaram a continuidade no quadro de demissões observado nos meses anteriores. Ainda assim, a taxa de desemprego da PNAD Contínua se manteve, em outubro, no mesmo nível dos dois meses anteriores: 11,8%. Apesar da estabilidade no desemprego ser positiva no quadro atual, o resultado foi muito atenuado pela redução do ingresso de pessoas na População Economicamente Ativa (PEA), revelando uma mudança na dinâmica do crescimento da PEA. Esse é o tema principal da seção dedicada ao mercado de trabalho nesta edição do Boletim. [\(Seção 3\)](#)

4. No que toca à inflação, o resultado surpreendentemente baixo do IPCA-15 de dezembro (0,19%) reduziu a nossa projeção de inflação deste ano para 6,3%, um valor abaixo de 6,5%, teto do intervalo de tolerância para a política monetária. Três fatores foram responsáveis pela mudança de cenário, representados pela evolução dos preços de: alimentos, serviços e bens de consumo exceto alimentos, todos eles em desaceleração. O viés de desaceleração da inflação deve prosseguir nos primeiros meses de 2017, abrindo espaço para números abaixo de 6% no início do segundo trimestre. [\(Seção 4\)](#)

5. Nosso analista de política monetária discorre sobre as escolhas do Banco Central, começando com a troca de comando do BC em meados deste ano. Naquele ponto, nota ele, a escolha de política a ser seguida nada tinha de trivial. Os novos dirigentes decidiram privilegiar a perseguição da meta de 4,5% em 2017. Provavelmente avaliaram que o cumprimento desse objetivo não seria tão penoso quanto muitos imaginavam. Coerentemente com essa escolha, a taxa Selic foi administrada de maneira conservadora. As expectativas de inflação para períodos seguintes cederam e o BC resgatou sua credibilidade. Com as expectativas ancoradas o BC sinalizou um aumento do grau de flexibilização da política monetária a partir de janeiro próximo, quando a taxa básica de juro será reduzida em ritmo mais forte do que os dois cortes de 25 pp adotados recentemente. Sem novos choques adversos significativos, 50 pontos de queda viraram piso para o movimento de janeiro. [\(Seção 5\)](#)

6. A seção dedicada à política fiscal tem como foco as perspectivas das receitas tributárias em 2017, há algum tempo comprimidas devido à deterioração da atividade econômica e do mercado de trabalho, além das grandes desonerações de tributos concedidas no passado recente. Para 2017, espera-se modesta recuperação das variáveis chaves que condicionam a receita tributária. Ainda assim, o desafio de atingir a meta de resultado primário para o próximo ano é grande. As projeções do governo federal contam com a recuperação da atividade econômica para mudar o

quadro de deterioração das receitas tributárias. Existe também uma corrida por mais receitas não recorrentes. Mas há um risco considerável de renovada pressão sobre as contas públicas em 2017.

[\(Seção 6\)](#)

7. No setor externo, a previsão da nossa equipe é que o déficit do balanço de pagamentos em conta corrente neste ano atinja 1,0% do PIB, aumentando para 1,8% em 2017. Ambos os números são menores do que os estimados em nossa atualização anterior; entretanto, mantêm a tendência de crescimento do déficit entre este ano e o próximo. Mesmo com a lenta reversão, surgem dúvidas quanto à nossa capacidade de financiamento externo, especialmente quanto à capacidade de pagamento das empresas nacionais com dívidas contraídas em moeda estrangeira. A análise do setor externo foca precisamente no financiamento do déficit externo, chamando a atenção para o fato de que é compreensível que o aumento do déficit em conta corrente em meio a um cenário internacional particularmente turbulento traga alguma insegurança. Ainda assim, conclui que a economia brasileira está bem preparada para lidar com eventuais turbulências externas. [\(Seção 7\)](#)

8. Nosso Panorama Internacional explicita expectativas e dúvidas em relação às ações da administração Trump, destacando que há muito se espera por um fato novo capaz de produzir melhora das perspectivas de crescimento dos EUA. A julgar pelo comportamento recente dos mercados, muitos parecem acreditar que a eleição de Donald Trump corresponde a esse tão aguardado fato novo. Nosso analista, contudo, é mais cético. Em suas palavras: “A curto prazo, a questão chave é saber se o conjunto de novas medidas acarretará, efetivamente, expansão da demanda agregada. A médio e longo prazo, interessa entender os efeitos das medidas sobre a produtividade da economia.” E conclui: “muito embora seja razoável admitir que algum estímulo extra de demanda virá, quando isso ocorrerá e que dimensão terá são questões sobre as quais cabe apenas especular.” [\(Seção 8\)](#)

9. Nossa analista convidada desta edição do Boletim é a Dra. Solange Srouf, Economista-Chefe da ARX Investimentos, que se dedica ao instigante tema da desinflação das expectativas inflacionárias e da credibilidade da ação do BC. Vale a pena reproduzir aqui parte do final da sua análise: “... hoje as expectativas estão ancoradas, porque um desvio de 40bp para a inflação de 2017 está dentro da margem de erro das previsões da inflação no Brasil feitas para um ano à frente. Certamente o BC poderá levar em conta o custo da desinflação nas suas próximas decisões, mas o fato é que, se não fosse nossa herança de não cumprimento de metas, a expectativa de 2017 podia hoje já estar mais baixa, assim como a dos anos seguintes, que já poderia estar abaixo de 4,5%.” [\(Seção 9\)](#)

10. A seção Em Foco, finalmente, de autoria de Silvia Matos e Livio Ribeiro, apresenta e discute o cenário macroeconômico do IBRE para 2016 e 2017, explicitando as hipóteses e implicações dos resultados do modelo macroeconômico da instituição. [\(Seção 10\)](#)

Boa leitura!

Regis Bonelli, Armando Castelar Pinheiro e Silvia Matos

1. Atividade Econômica

PIB do 3º trimestre reforça cenário de baixo crescimento em 2017

A frustração com o PIB do terceiro trimestre já produz uma sequência de revisões mais intensas nas expectativas de crescimento para 2017. A mediana da pesquisa FOCUS indicava, em meados de setembro, crescimento esperado de 1,4% para o próximo ano. Nossa projeção era bem inferior, de 0,6%. Desde a divulgação do PIB, as expectativas para esse número já recuaram (Gráfico 1). Da nossa parte, as novas séries de Contas Nacionais Trimestrais nos levaram a atualizar nossa projeção de PIB no próximo ano de 0,6% para 0,3%, reforçando, portanto, nosso cenário de baixo crescimento em 2017 (Tabela 1). Incorporando também as informações do Monitor do PIB de outubro¹ (Tabela A.1), que apontou mais um crescimento negativo, de -0,5% MsM (-4,5% AsA), e as informações de nossas prévias dos indicadores de atividade, revisamos nossa projeção de crescimento do quarto trimestre de -0,3% TsT para -0,5% TsT (-2,2% AsA) (Gráfico 2). Com isso, o crescimento esperado para 2016 manteve-se em -3,5% e o carregamento estatístico para o ano de 2017 continuou bastante desfavorável, da ordem de -0,8%.

Na divulgação do PIB do terceiro trimestre, as revisões das séries trimestrais de 2015 e do primeiro semestre de 2016 foram pequenas. O PIB do ano passado se manteve em -3,8%. A expectativa do Monitor do PIB, como indicado no Boletim Macro FGV/IBRE de novembro, era de que a indústria fosse revisada para baixo, enquanto o consumo das famílias e a formação bruta de capital fixo seriam revisados para cima — o que efetivamente ocorreu, embora numa magnitude menor do que a esperada por nós. O setor de serviços, por outro lado, praticamente não sofreu revisão, mantendo a retração de quase 3% em 2015.

No entanto, os resultados qualitativos do PIB do terceiro trimestre e os sinais da atividade econômica para os próximos trimestres permanecem bastante preocupantes. O investimento

Tabela 1: Projeções PIB

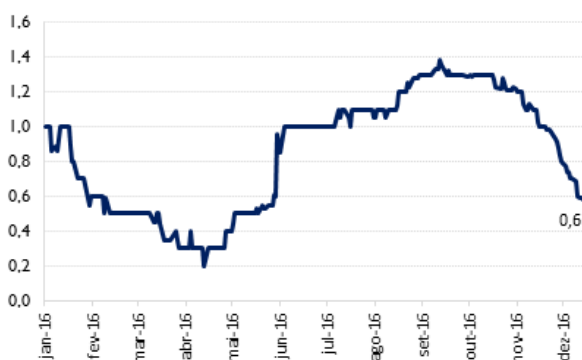
Atividades	2016/2015	2017/2016
Consumo das Famílias	-4,0%	0,0%
Consumo do Governo	-0,7%	-0,5%
Investimento	-10,4%	-0,1%
Exportação	2,7%	2,2%
Importação	-11,5%	1,3%
PIB	-3,5%	0,3%
Agropecuária	-6,6%	4,5%
Indústria	-3,8%	1,0%
Extrativa	-4,5%	-2,3%
Transformação	-5,8%	0,9%
Construção Civil	-3,4%	1,7%
Eletricidade e Outros	4,8%	2,5%
Serviços	-2,5%	-0,1%
Comércio	-6,4%	-0,1%
Transporte	-5,9%	0,2%
Serviços de informação	-2,4%	1,9%
Intermediação financeira	-2,7%	-2,2%
Outros serviços	-2,9%	-1,0%
Aluguéis	0,2%	0,0%
Administração pública	0,1%	1,2%

Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV

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

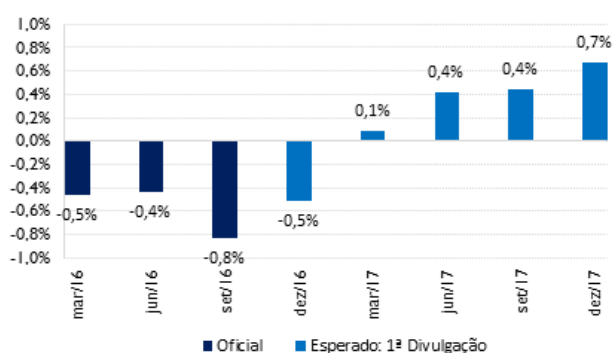
voltou a se retrair na passagem para o terceiro trimestre, caindo 3,1%, sem dar continuidade ao resultado positivo do período anterior. O consumo das famílias, por sua vez, também apresentou mais uma queda na margem, completando sete trimestres consecutivos em declínio. Dessa forma, nossa expectativa é que esses dois componentes do PIB fiquem praticamente estáveis no próximo ano (Tabela 1).

**Gráfico 1: Crescimento do PIB 2017 (%):
Mediana FOCUS**



Fonte: Banco Central. Elaboração: IBRE/FGV.

**Gráfico 2: PIB Com Ajuste Sazonal
(trimestre contra trimestre anterior)**



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

Além disso, até o momento os indicadores de atividade do quarto trimestre ainda apontam para sinais de fraqueza disseminada na economia. A produção industrial, após a queda de 1,1% em outubro, deverá registrar alta de 0,4% MsM em novembro. Mas isso será incapaz de compensar os resultados negativos dos meses anteriores, em particular o de agosto. A pesquisa do comércio, por sua vez, aponta para mais um recuo de 0,6% MsM em novembro. Com efeito, após prolongado período de persistente discrepância entre os indicadores de expectativas e situação atual nas sondagens de confiança, parece que empresários e consumidores estão se dando conta de que as condições para uma retomada robusta da atividade econômica em 2017 ainda não estão plenamente estabelecidas. As incertezas, tanto do quadro político doméstico e do setor externo, de um lado, quanto das expectativas sobre o desempenho do mercado de trabalho e de crédito em 2017, do outro, certamente são fatores que estão contribuindo para esfriar os ânimos em relação à economia brasileira.

Tabela A.1: Monitor do PIB

Atividades	OUT2016/OUT2015 (Sem ajuste sazonal)	OUT2016/SET2016 (Com ajuste sazonal)	Média Móvel 3 Meses	
			OUT2016/OUT2015 (Sem ajuste sazonal)	OUT2016/JUN2016 (Com ajuste sazonal)
Consumo das famílias	-4,3%	-0,3%	-3,3%	-0,1%
Consumo do governo	2,6%	2,2%	0,6%	0,7%
Formação bruta de capital fixo	-9,3%	2,1%	-8,3%	-4,5%
Exportação	-15,0%	-5,3%	-2,7%	-4,4%
Importação	-8,6%	-2,5%	-1,3%	0,3%
PIB	-4,5%	-0,5%	-3,1%	-0,7%
Agropecuária	-3,2%	3,0%	-4,7%	0,3%
Indústria	-5,4%	-0,4%	-3,4%	-1,9%
Extrativa	3,1%	0,6%	0,3%	1,3%
Transformação	-7,0%	-0,7%	-3,9%	-2,1%
Construção civil	-9,0%	1,2%	-6,8%	-3,7%
Eletricidade e outros	0,9%	-0,8%	3,0%	-1,1%
Serviços	-3,4%	-0,3%	-2,4%	-0,4%
Comércio	-4,6%	1,1%	-3,6%	0,3%
Transporte	-11,4%	-1,8%	-8,6%	-2,4%
Serviços de informação	-5,3%	-3,5%	-2,7%	-1,3%
Intermediação financeira	-3,2%	0,7%	-3,6%	-0,7%
Outros serviços	-4,9%	-1,4%	-3,1%	-1,2%
Aluguéis	0,3%	0,3%	0,1%	0,5%
Administração pública	-0,6%	-0,4%	0,0%	0,0%

Fonte: IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

Silvia Matos e Julio Mereb

2. Expectativas de Empresários e Consumidores

Sinais de lenta retomada: Fatos estilizados e a conjuntura brasileira

Os índices de confiança de empresas e consumidores recuaram em novembro, interrompendo a trajetória de alta iniciada no segundo trimestre. O movimento pode ser descrito como uma calibragem de expectativas, que vinham se tornando menos pessimistas nos meses anteriores e agora se adequam à frustração com o ritmo da recuperação econômica.

A acomodação da confiança em patamar tão baixo tem o efeito de uma ducha de água fria para uma economia em recessão há tanto tempo. Afinal, a recuperação da confiança tem sido citada frequentemente como uma das condições necessárias para a retomada do crescimento. Por isso, aproveitamos a última edição do Boletim em 2016 para recorrer a fatos estilizados e evidências anedóticas relacionados aos indicadores de confiança na análise do momento econômico atual.

Entre eles destacamos:

1. Os *turning points* dos índices de confiança representam mudanças de fases cíclicas de aceleração para desaceleração econômica ou vice-versa. É um erro comparar estes indicadores com variáveis quantitativas (como o PIB) expressas em nível;

2. O desenho cíclico desses indicadores expressa ciclos de crescimento, medidos, por exemplo, pela variação interanual de indicadores quantitativos;

3. As oscilações dos índices de confiança são determinadas majoritariamente, mas não exclusivamente, por fatores econômicos. Eventos políticos, guerras ou desastres naturais podem provocar choques temporários, exacerbando ou deflagrando tendências;

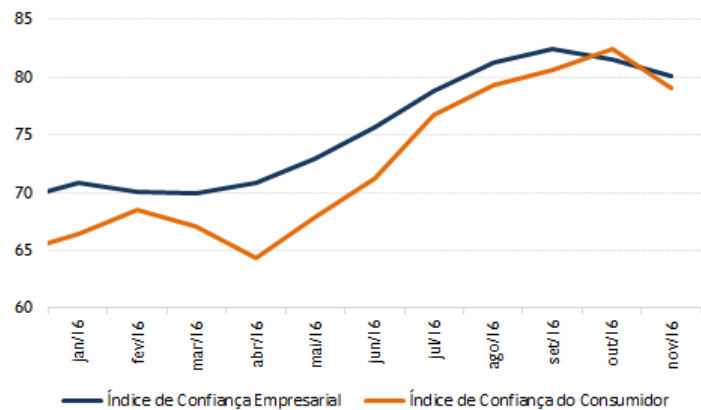
4. Os ciclos dos índices de confiança apresentam certa simetria com os das variáveis quantitativas. Assim, níveis extremamente baixos de confiança correspondem a taxas de crescimento econômico interanual muito negativas; e níveis de confiança moderadamente baixos retratam taxas de crescimento melhores, mas não necessariamente positivas;

5. Os índices de expectativas (IE) costumam antecipar a tendência dos indicadores que medem a situação atual (ISA). Por isso, são comuns descolamentos entre os dois em entradas e saídas de recessão. Uma efetiva saída de recessão só ocorre quando os ISA sobem consistentemente (o que ainda não ocorreu na recessão atual);

6. Assim como ocorre com diversas variáveis quantitativas, os índices de confiança tendem a se recuperar de forma lenta e sujeita a contratempos em recessões longas. Por isso, recomenda-se cautela na modelagem de cenários que deem como certos os ganhos de confiança observados até certo momento;

7. A melhora dos níveis de estoques da indústria é uma condição necessária, mas não suficiente, para uma retomada sustentável dos negócios. Sem que a demanda interna recupere algum fôlego, o setor continuará indo mal, como hoje ocorre no Brasil.

Gráfico 3: Índices de Confiança Empresarial e do Consumidor
(dados dessazonalizados)



Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Em síntese, embora não exista uma relação perfeita entre variáveis quantitativas e índices de confiança, a elevação destes últimos em 2016 retratou bem a atenuação gradual das taxas negativas do PIB. A má notícia é a interrupção da tendência de alta no último trimestre do ano, sugerindo que a recuperação desta vez pode ocorrer da forma lenta e instável, como nas longas recessões do início dos anos 1980 e 1990, e não de forma contínua e rápida, como nas recessões pós Plano Real. Além disso, sinais captados nas sondagens em outras saídas de recessão ainda não apareceram e os níveis atuais dos índices de confiança são tão baixos que podem ser comparados aos pontos mínimos da recessão anterior, de 2008-09.

Em um ambiente carregado de incertezas políticas e econômicas, a calibragem para baixo dos índices de confiança neste final de ano sugere que 2017 deve iniciar com o país ainda em recessão.

Aloisio Campelo Jr. e Viviane Seda

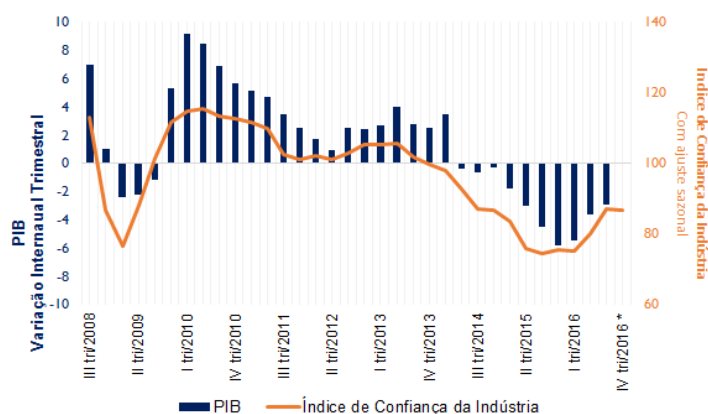
3. Mercado de Trabalho

Crise prolongada aumenta o desalento

O mercado de trabalho voltou a apresentar sinais de fraqueza no último trimestre de 2016. Os resultados do Cadastro Geral de Empregados e Desempregados (Caged) e da Pesquisa Nacional por Amostra de Domicílios Contínua (PNAD Contínua) surpreenderam negativamente para um período do ano que tipicamente apresenta resultados positivos nas contratações. O saldo líquido de emprego formal do Caged (admissões menos desligamentos) foi de -74 mil em outubro. O resultado negativo confirma a continuidade no quadro de demissões observado nos meses anteriores. Contudo, o resultado de outubro foi melhor do que o do mesmo mês de 2015, que registrou corte de 169 mil vagas. Para novembro, estimamos uma redução líquida de 85 mil vagas.

A taxa de desemprego da PNAD Contínua se manteve em outubro no mesmo nível dos dois meses anteriores: 11,8%. Apesar da estabilidade no desemprego, o resultado foi muito atenuado pela redução do ingresso de pessoas na População Economicamente Ativa (PEA). A taxa de crescimento da PEA reduziu-se de 0,78% em setembro para 0,56%, em outubro (na variação contra o mesmo período do ano anterior). Ao mesmo tempo, a População Ocupada (PO) ampliou sua queda, indo de -2,45% para -2,60% (período contra período do ano anterior). Caso a PEA de outubro tivesse crescido no mesmo ritmo do mês anterior (0,78%), o desemprego teria alcançado 12,0%.

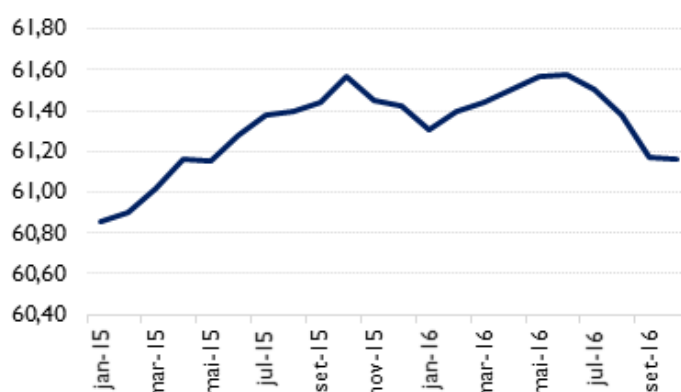
Gráfico 4: PIB x Índice de Confiança da Indústria
(dados dessazonalizados)



* Média dos meses outubro e novembro. Fonte e elaboração: IBRE/FGV.

Observamos, assim, uma mudança na dinâmica do crescimento da PEA, o que tende a atenuar a piora da taxa de desemprego ocasionada pela recessão. Como já ressaltado nas edições anteriores do Boletim, alguns fatores podem explicar a mudança no comportamento da PEA. Um dos principais é o efeito desalento, caracterizado pela propensão de pessoas que participam da População Desocupada (PD) a desistirem do mercado de trabalho e tornarem-se inativas. Períodos prolongados de recessão e desemprego, que levam à queda da renda e à maior dificuldade de encontrar trabalho, tendem a elevar a desistência pela busca por emprego e a exacerbar o efeito desalento. Essa hipótese encontra respaldo no Gráfico 5. Nele apresentamos a taxa de participação, medida pela razão entre o total de pessoas participantes da PEA e o total de indivíduos em idade para trabalhar, a População em Idade Ativa (PIA). A taxa de participação vem caindo desde o segundo trimestre deste ano, do pico de 61,6% para 61,2%, taxa observada pela última vez em junho/2015.

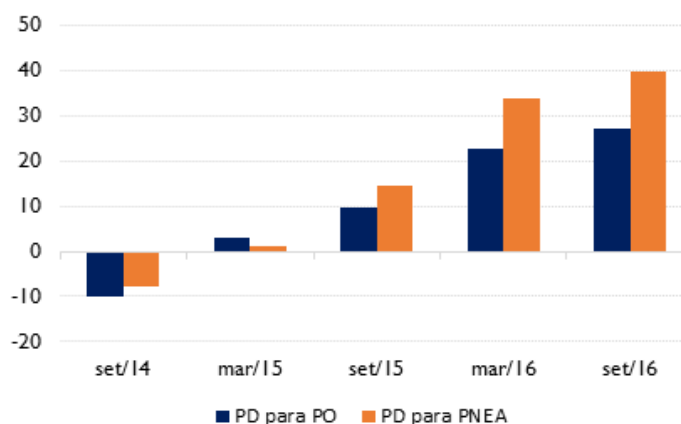
Gráfico 5: Taxa de Participação (PEA/PIA) - em %



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

No entanto, a queda da taxa de participação é evidência meramente sugestiva da presença de desalento. Para corroborar o diagnóstico desse efeito é necessário buscar evidências mais fortes. Neste Boletim apresentamos os resultados obtidos a partir da montagem de matrizes de transição, justamente com o objetivo de analisar, de forma mais estruturada, a hipótese de desalento. Devemos lembrar que consideramos uma definição mais abrangente de efeito desalento, que não se limita somente ao fluxo dos indivíduos integrantes da definição clássica (saída de pessoas da PD para a PNEA). A definição mais abrangente considerará também a saída de pessoas ocupadas para a inatividade (PO para a PNEA) e a recusa de pessoas inativas de ingressar na força de trabalho (PNEA para PO ou PD). No primeiro caso, o desalento se manifestaria diante da queda de renda

Gráfico 6: PD para Outras Categorias (variação AsA, em %)



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

para o trabalhador ocupado, tornando-o propenso à saída para a PNEA. No segundo caso, o desalento se manifestaria diante do mercado de trabalho desfavorável, reduzindo o número de pessoas inativas propensas a procurar emprego.

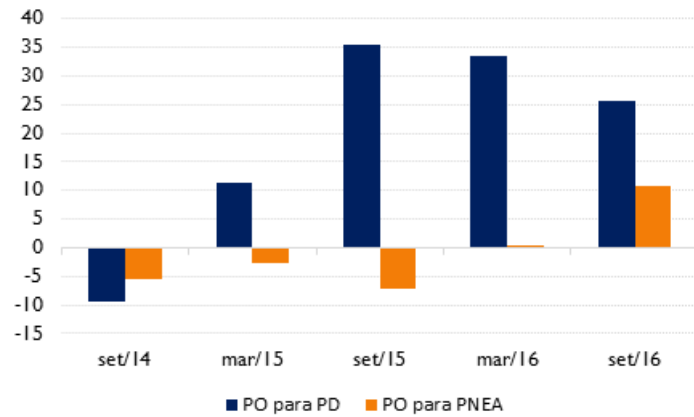
Nos Gráficos 6, 7 e 8, apresentamos os resultados. Neles se encontram os fluxos de saída de pessoas da PD, PO e PNEA, respectivamente, em direção às demais categorias de ocupação. Verificamos no Gráfico 6 uma

pequena aceleração do fluxo de pessoas da PD em direção à PNEA, indo de 33,9% para 40,0% (variação em relação ao mesmo período do ano anterior) entre mar/16 e set/16. Entretanto, essa aceleração se encontra dentro uma tendência observada desde set/14, não constituindo um fator relevante para a explicação das fortes mudanças na PEA observadas desde meados de 2016.

É nos Gráficos 7 e 8 que podemos notar mudanças mais significativas entre mar/16 e set/16. No Gráfico 7, destaca-se uma aceleração do fluxo de pessoas da PO para a PNEA no período em questão, indo de 0,0% para 10,73% na variação contra o mesmo período do ano anterior. No gráfico 8, fica evidente uma desaceleração na movimentação de pessoas inativas para a força de trabalho (PNEA para PO ou PD) nos últimos trimestres. Entre mar/16 e set/16, a transição da PNEA para PD caiu de 39,3% para 29,5%. De forma semelhante, a transição da PNEA para a PO foi de -1,6% para -6,4% no mesmo período.

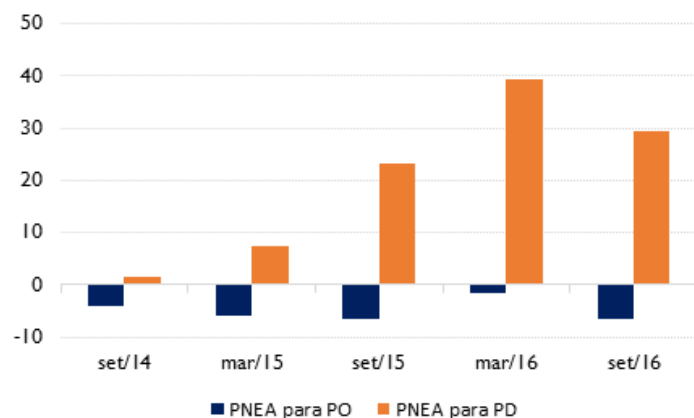
Os resultados encontrados mostram que as principais evidências de efeito desalento se encontram menos na desistência da procura por emprego por parte dos desocupados e mais na: (i) aceleração do fluxo de pessoas da PO para a PNEA e (ii) diminuição da pressão dos inativos sobre a PEA. São esses dois fatores combinados que ajudam a explicar a estabilização da PEA e da taxa de desemprego a partir de meados de 2016, de onde resulta uma aparente melhoria relativa do mercado de trabalho. Apesar da estabilidade na taxa de desemprego em outubro, devemos ressaltar que

Gráfico 7: PO para Outras Categorias (variação AsA, em %)



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

Gráfico 8: PNEA para Outras Categorias (variação AsA, em %)



Fonte: IBGE. Elaboração: IBRE/FGV.

uma melhora consistente do mercado de trabalho, com a retomada de contratações, ainda se encontra distante. Os dados de atividade industrial e consumo seguem fracos, e as demissões de empregos formais continuam em ritmo forte. Portanto, o mercado de trabalho só deve apresentar recuperação a partir de meados de 2017, na esteira de uma lenta e gradual retomada da atividade e do consumo.

Bruno Ottoni Eloy Vaz e Tiago Cabral Barreira

4. Inflação

Inflação preocupa menos

Com o resultado do IPCA-15 de dezembro, de 0,19%, e o exame dos preços coletados pela FGV para o cálculo do IPC, a taxa esperada para o índice oficial do último mês do ano é 0,35%. Se este percentual se verificar, a inflação de 2016 será de 6,3%, inferior ao teto do intervalo de tolerância para o cumprimento da meta. A materialização deste cenário, impensável há pouco mais de dois meses, é consequência de pelo menos três fatores.

Em primeiro lugar, os preços de alimentos, depois de acumular alta de 16,79% nos 12 meses até agosto, registraram três quedas consecutivas, devendo encerrar o ano em 9,8%. Em segundo, os serviços voltaram a mostrar desaceleração, avançando 0,41%, em novembro, ante 0,47% em outubro. No fim de 2016, terão subido 6,8%, o que representa um recuo de 1,3 ponto percentual (pp) na comparação com 2015. É uma das maiores desacelerações registradas pela série de serviços em um período de 12 meses. Em terceiro, os bens de consumo exceto alimentos entraram em trajetória de desaceleração no quarto trimestre do ano, refletindo o desaquecimento da demanda e incorporando a valorização do câmbio. Prevê-se que terminem 2016 com alta de 4,8%, uma redução de 1,4 pp ante os 6,2% do ano passado.

O viés de desaceleração da inflação deve prosseguir nos primeiros meses de 2017, abrindo espaço para números abaixo de 6% no início do segundo trimestre. Daí em diante, o ritmo de desaceleração deve arrefecer — o que, no entanto, não impedirá que o IPCA possa fechar 2017 com alta de 5,1%.

A desinflação no próximo ano será capitaneada pelos alimentos no domicílio, grupo cuja taxa de variação deverá declinar de 9,8%, em 2016, para 4,7% em 2017. Clima favorável e preços compensadores costumam alavancar a oferta agropecuária, que ainda tem a seu favor custos em queda dos principais insumos. Entretanto, ainda que se projete uma elevação da ordem de 15% na safra agrícola de 2017, em algumas lavouras, como o arroz, o aumento não vai repor as perdas sofridas em 2016.

De forma complementar à contribuição dos alimentos, os serviços devem prosseguir em desaceleração diante da inevitável deterioração adicional do mercado de trabalho. Projeta-se para esse segmento uma taxa de variação de preços de 5,3% nos 12 meses até dezembro de 2017. O recuo previsto ao longo do próximo ano é de 1,5 pp, superior em 0,2 pp ao verificado em 2016. Redução mais modesta, de apenas 0,3 pp, é projetada para os bens de consumo exceto alimentos.

Nesse caso, pressões oriundas de preços de *commodities* industriais e possíveis movimentações do câmbio explicam a pequena amplitude da desaceleração.

Diferentemente de 2016, não se antevê qualquer contribuição proveniente dos preços administrados. Seja pela indexação de alguns contratos, seja pela nova política de combustíveis, mais aderente à realidade numa fase em que o petróleo passa por valorização, seja por custos acumulados no passado e ainda não quitados, como no setor elétrico, a expectativa de correção dos administrados é de 5,9%, praticamente idêntica à de 2016. Há pelo menos um aspecto positivo nesta inflexibilidade: não haverá reincidência no erro de reprimir os reajustes dos preços administrados.

Embora a previsão inflacionária para 2017, nos termos apresentados, pareça um exercício simples, o cenário macroeconômico continua sujeito a considerável incerteza. Como se não bastassem as dificuldades inerentes à saída da maior recessão de nossa história, crescem a instabilidade do mundo político e os riscos de turbulências da economia mundial, após a eleição americana. Em tais circunstâncias, não se pode descartar revisões nos números expostos.

Salomão Quadros e André Braz

5. Política Monetária

Sobre as escolhas do Banco Central

Afora casos extremados, em que autoridades monetárias nitidamente “pisam na bola”, de modo geral é difícil falar em erros ou acertos na condução da política monetária. O economista inglês Ralph Hawtrey é autor de um livro clássico intitulado *The Art of Central Banking*, originariamente publicado em 1932. Numa alusão ao trabalho de Hawtrey, estudiosos de política monetária costumam lembrar que a sua condução é mais arte do que qualquer outra coisa. E, certamente, é uma arte de difícil execução.

Em toda parte, gestores de política monetária tomam decisões com base num conjunto imperfeito de informações estatísticas e em modelos econométricos igualmente imperfeitos. Opções de política inevitavelmente envolvem julgamentos pessoais acerca do melhor caminho a ser seguido diante das circunstâncias que se apresentam. E é difícil escapar da influência de preferências individuais, razão pela qual, modernamente, decisões de política monetária têm sido entregues a um comitê, em lugar de a um único especialista.

Por ocasião da troca de comando do BC em meados do ano, a nova equipe tinha pela frente um quadro de inflação alta e expectativas desancoradas, de um lado, e desemprego elevado e crescente, com atividade econômica em retração, de outro. Diante disso, a escolha de política a ser seguida nada tinha de trivial. A despeito do fato de, em sua primeira entrevista coletiva, o presidente Ilan Goldfajn ter deixado claro que a adoção de uma meta ajustada de inflação seria uma opção legítima, os novos dirigentes do BC decidiram privilegiar a perseguição da meta de 4,5% em 2017. Provavelmente avaliaram que o cumprimento desse objetivo não seria tão penoso quanto muitos imaginavam.

Coerentemente com essa escolha, a taxa Selic foi administrada de maneira conservadora: foi mantida como estava em duas reuniões do Copom e reduzida por duas vezes seguidas em apenas 25 pontos. Com isso, o BC adquiriu a imagem de “durão”, de certo modo resgatando a sua credibilidade. Não por acaso, as expectativas de inflação para os próximos períodos cederam perceptivelmente.

A decisão pelo segundo corte de juro de 25 pontos coincidiu com a divulgação da queda de 0,8% do PIB no terceiro trimestre, provocando um acirramento das críticas à estratégia escolhida pelo BC. Para os críticos, o movimento de 25 pontos teria sido excessivamente modesto.

De qualquer modo, em parte por entender que o conservadorismo adotado durante o segundo semestre deu os frutos almejados, permitindo boa ancoragem das expectativas de inflação, os dirigentes do BC trataram de sinalizar um aumento do grau de flexibilização da política monetária a partir de janeiro. Já no começo do ano, a taxa básica de juro será reduzida em ritmo mais forte. Note-se que a mudança de postura foi ao mesmo tempo rápida e muito expressiva, a ponto de o tom da ata da reunião diferir significativamente do tom do comunicado pós-Copom. De maneira resumida, a ata enfatiza a fraqueza da economia e o progresso obtido no campo da inflação, ao mesmo tempo em que minimiza a questão fiscal e a importância do novo cenário externo.

Admitindo-se ausência de um choque adverso significativo (no campo político, por exemplo) e novos sinais de fraqueza da economia no quarto trimestre, pode-se afirmar que 50 pontos de queda viraram piso para o movimento de janeiro. A assimetria dessa situação estimulará apostas de que o movimento será de 75 pontos. Se tal hipótese se materializar, o grande desafio do BC passará a ser o de controlar o ritmo esperado de queda da Selic, para que não prejudique os planos da instituição.

José Júlio Senna

6. Política Fiscal

Perspectivas para 2017: um olhar sobre as receitas

A atual recessão é uma das mais longas já registradas no país. A deterioração da atividade econômica e do mercado de trabalho contribuíram para uma redução drástica da receita tributária, além das grandes desonerações de tributos concedidas no passado recente.

Para 2017, espera-se modesta recuperação das variáveis-chaves que condicionam a receita tributária. O governo inicialmente previa expansão de 1,6% do PIB em 2017, mas a revisou recentemente para 1,0% – ainda assim, mais alta que as projeções de mercado e do IBRE. É sabido que as receitas tributárias possuem muita aderência com a atividade econômica, de modo que os cenários para o PIB são cruciais para determinar o tamanho da carga.

Os anos de 2015 e 2016 foram severos para a arrecadação tributária, tanto federal quanto estadual e municipal. O Gráfico 9 mostra a taxa de variação nos últimos 12 meses, em médias móveis, da arrecadação das receitas administradas pela Receita Federal e das principais fontes de

receitas dos governos regionais (ICMS e ISS²). É possível observar que desde 2010 houve desaceleração do ritmo de crescimento da arrecadação federal e estadual, até se chegar ao terreno negativo no início de 2015. Já a arrecadação do ISS só passou a apresentar taxas negativas a partir de setembro de 2015.

A fim de driblar os efeitos da recessão, alguns estados e municípios optaram por ampliação da alíquota de impostos. Já o governo federal intensificou esforços no programa de repatriação de recursos do Exterior (RERCT).

Pelo que foi mostrado no Gráfico 9, a estratégia de ampliação de alíquota de impostos não foi tão satisfatória. Isso ocorre porque a base está muito baixa, além de se ter evidências de uma ampliação das inadimplências tributárias.

Em que pese a drástica e contínua redução do nível de receitas dos governos, o ano de 2017 se torna ainda mais desafiador. Isso porque, no orçamento anual, o governo estima suas receitas e com base nessa estimativa ele fixa as despesas, de modo a atingir a meta fiscal. Na existência de uma frustração de receitas, o governo deve realizar contingenciamentos de modo a acomodar o orçamento à meta.

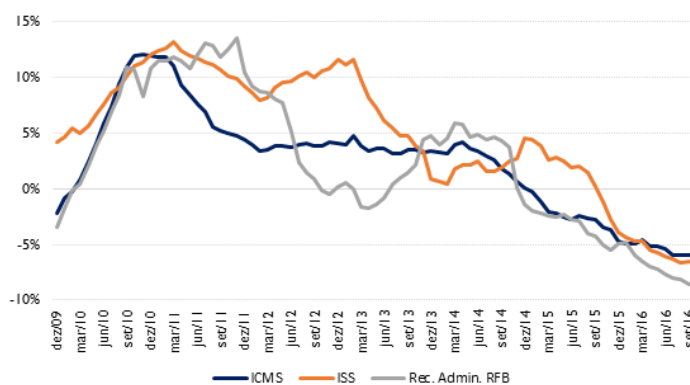
As projeções do governo federal contam com a recuperação da atividade econômica para mudar o quadro de deterioração das receitas tributárias. Mas existe também uma corrida por mais receitas não recorrentes, a fim de não pressionar ainda mais as contas públicas.

O sucesso do Programa de Repatriação de Recursos do Exterior (RERCT) gerou aos cofres públicos em 2016 uma receita extra de R\$ 46,8 bilhões, que beneficiou não somente a União, mas também os Estados e Municípios. Para 2017, o governo espera repetir o programa realizado este ano. Além disso, o governo conta com a ampliação das concessões e um aumento do pagamento de dividendos.

Os riscos são muitos, e, caso haja frustração de receitas, o governo deverá contingenciar mais as despesas para cumprir a meta de resultado primário.

Vilma da Conceição Pinto

Gráfico 9: Arrecadação do Governo Geral (Taxa de Crescimento Real em Médias Móveis de 12 meses)



Fonte: Compara Brasil, Portal da transparência dos estados e municípios e STN.
Elaboração: IBRE/FGV.

² Para os dados do ISS consideraram-se apenas as capitais brasileiras. As capitais Macapá/AP e Teresina/PI não foram consideradas, pela ausência de dados para alguns períodos da série.

7. Setor Externo

Teremos problema de financiamento com o aumento do déficit externo?

Como discutido na seção “Em Foco” desta edição, nossa previsão é que o déficit em conta corrente de 2016 atinja 1,0% do PIB, taxa que aumentará para 1,8% do PIB em 2017. Ambos os números são menores do que os estimados em nossa atualização anterior; entretanto, mantêm a tendência de crescimento do déficit entre este ano e o próximo. O ajustamento externo muda de direção, ainda que a reversão seja lenta. Neste sentido, começam a surgir interrogações sobre a capacidade de financiamento do déficit externo, em específico sobre a capacidade de pagamento das empresas nacionais com dívidas contraídas em moeda estrangeira.

De fato, o cenário externo parece ser mais desafiador, em especial se o aumento do custo de capital e o fortalecimento do dólar americano, posteriores à eleição de Trump, se mostrarem estruturais (nas palavras do Banco Central do Brasil, é possível que o interregno benigno para as economias emergentes esteja chegando ao fim). Consideramos, no entanto, que não há motivo para pânico; em termos agregados, as condições de financiamento continuam suficientes. Para 2016, nossas projeções indicam que o financiamento líquido do balanço de pagamentos (investimento direto líquido, captações líquidas e fluxos líquidos de investimento em carteira³) totalizarão aproximadamente US\$ 25,0 bilhões, ao passo que em 2017 este número ficaria pouco abaixo de US\$ 40,0 bilhões. Tais valores permitiriam até mesmo uma pequena acumulação de ativos de reserva, ainda que incomparavelmente menor do que a registrada na segunda metade da década passada – não falta financiamento, ainda que a margem de manobra seja relativamente apertada.

Já no caso das empresas, é importante destacar que as fontes de dados são bastante defasadas, de forma que uma análise definitiva fica prejudicada. Ainda assim, informações importantes podem ser obtidas tanto nas estatísticas oficiais como em levantamentos patrimoniais feitos por agentes privados. A Tabela 2 mostra a exposição cambial presente no passivo externo, de acordo com a última informação oficial disponível (junho de 2016); ou seja, a parcela dos passivos com o exterior que não são obviamente determinados em moeda doméstica.

Tabela 2: Exposição ao Câmbio no Passivo Externo vs. Reservas Internacionais

	US\$ bi	% do PIB
Exposição bruta ao câmbio no passivo externo	554,0	31,3
Operações intercompanhia	217,6	12,3
Títulos de dívida no exterior	99,8	5,6
Outros investimentos	236,6	13,4
Bancos exceto BC	107,6	6,1
Governo geral	34,8	2,0
Demais setores	88,1	5,0
Crédito comercial, adiantamentos e DES	5,4	0,3
Exposição sob risco de rolagem	336,4	19,0
Reservas internacionais	364,2	20,6

Fontes: Banco Central; IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

³ Saldo final descontando saídas de capital (amortizações, investimentos brasileiros no exterior e parcela passiva de derivativos, ações, títulos de renda fixa e derivativos) das entradas de capital (captações, investimento estrangeiro no Brasil e parcela ativa de derivativos, ações, títulos de renda fixa e derivativos).

A exposição cambial no passivo externo correspondia a 31,3% do PIB em meados deste ano. Desses, 12,3% do PIB referiam-se a operações intercompanhia, ou seja, empréstimos da matriz estrangeira à filial brasileira. É razoável admitir que, salvo eventos dramáticos, não existe risco de rolagem nesses empréstimos: a filial sempre vai pagar à matriz. Assim, a parcela dos empréstimos externos que podia efetivamente apresentar problemas era de 19,0% do PIB, dos quais 10,6% do PIB estavam em mãos do setor privado não financeiro (“títulos de dívida no exterior” e a parcela de “demais setores” dentro de “outros investimentos”).

É interessante perceber que existe enorme concentração dessa exposição em poucos grupos empresariais. Utilizando os balanços consolidados publicados na *Economática*,⁴ foi possível identificar US\$ 72,0 bilhões (4,1% do PIB) de dívidas denominadas em moeda estrangeira no setor corporativo brasileiro, excluindo o endividamento da Vale e da Petrobras – duas empresas que possuem *hedge* natural para a exposição cambial, derivado de suas atividades exportadoras.⁵ Estimativas para o estoque de dívida no terceiro trimestre de 2016 sugerem aumento na participação dessas duas últimas empresas⁶ e diminuição do estoque de dívida externa das restantes, de forma que trabalhar com uma exposição cambial de 4,0% do PIB para o setor corporativo, excluindo Vale e Petrobras, parece ser uma hipótese conservadora.

Essa exposição é excessiva ou não? Se considerarmos todo o setor corporativo, a exposição cambial medida pelo passivo externo é pouco superior à metade das reservas internacionais (20,6% do PIB). Se retirarmos Vale e Petrobras da amostra, a exposição seria de aproximadamente 20% das reservas. Em uma primeira leitura, parecem ser números bastante manejáveis.

Uma segunda forma de avaliar o problema é supor que todo esse passivo deverá ser servido por receitas advindas das exportações. Tomando por base nossas projeções, teríamos exportações de US\$ 184,0 bilhões em 2016, das quais aproximadamente US\$ 28,0 bilhões seriam derivadas de Vale e Petrobras. Se supusermos que o coeficiente de *drawback* das exportações é de 20%,⁷ seguindo Ferraz, Gutierrez e Cabral (2014),⁸ teríamos um valor adicionado exportado de R\$ 124,8 bilhões este ano. Ou seja, o setor privado não financeiro, excluindo Vale e Petrobras, teria dívida denominada em dólares de 4,0% do PIB e exportaria 7,0% do valor do PIB – uma razão despesa/receita que parece bastante confortável.

Em conclusão, é compreensível que o aumento do déficit em conta corrente em meio a um cenário internacional particularmente turbulento traga alguma insegurança. Mas uma leitura mais cuidadosa dos dados disponíveis indica que a economia brasileira está bem preparada para

⁴ Em uma amostra com pouco mais de 650 empresas.

⁵ Notadamente mais a primeira empresa do que a segunda, ainda que novas captações de empréstimos pela Petrobras tenham ocorrido no decorrer de 2016, desta forma mitigando o seu risco de rolagem cambial.

⁶ O autor agradece à Consultoria Econômica Reliance, que estima o endividamento da Petrobras em aproximadamente US\$ 110,0 bilhões e o da Vale em US\$ 33,0 bilhões ao final do terceiro trimestre de 2016. O levantamento feito na *Economática* mostra que o endividamento do restante do setor corporativo brasileiro teria se mantido em US\$ 72,0 bilhões.

⁷ Ou seja, para cada dólar exportado temos 20 centavos de dólar de insumos importados, de forma que o valor adicionado doméstico é de 80 centavos.

⁸ “A indústria brasileira na era das cadeias globais de valor”, de Lucas Ferraz, Leopoldo Gutierrez e Rodolfo Cabral, de agosto de 2014.

enfrentar eventuais trepidações: o déficit é crescente, mas está longe de ser gigantesco; as perspectivas de financiamento continuam adequadas; e a exposição cambial agregada parece ser completamente administrável. Não é preciso ter medo do déficit em conta corrente.

Lívio Ribeiro

8. Panorama Internacional

Expectativas e dúvidas sobre o que Trump representa

De 1990 a 2007, a economia americana cresceu a uma taxa média de 3,0% ao ano. Da crise recente aos dias de hoje, o crescimento médio anual tem sido bem menor, da ordem de 1,9%. Independentemente das razões pelas quais a expansão tornou-se mais modesta, a realidade concreta é que há muito se espera por um fato novo capaz de produzir melhora das perspectivas de crescimento. A julgar pelo comportamento recente dos mercados, muitos parecem acreditar que a eleição de Donald Trump corresponde a esse tão aguardado fato novo.

Em campanha, Trump defendeu a ideia de *America first*. Definido o resultado das eleições, os mercados seguiram à risca o princípio por ele enunciado. Em poucas palavras, ativos americanos se valorizaram, acontecendo o oposto com ativos de grande número de países, em especial dos emergentes. Bolsas, juros, expectativas de inflação e o dólar experimentaram alta expressiva, movimento que se fez acompanhar de projeções de maior aperto da política monetária. Esperança de retomada dos investimentos e a hipótese de forte expansão fiscal são o que explica tudo isso.

No tocante aos investimentos, imagina-se que a esperada retomada adviria da redução dos impostos corporativos (a promessa é reduzir o imposto de renda das empresas de 35% para 15%), de um amplo programa de desregulação (fator que supostamente elevaria a confiança empresarial), e de incentivos a projetos de infraestrutura. No campo fiscal, o impulso viria de corte de impostos e aumento de determinadas despesas.

A nosso ver, a despeito das reações iniciais positivas, estamos longe de saber se Trump representará realmente o tal “fato novo” que daria um novo rumo à economia americana. A curto prazo, a questão chave é saber se o conjunto de novas medidas acarretará, efetivamente, efetiva expansão da demanda agregada. A médio e longo prazo, interessa entender os efeitos das medidas sobre a produtividade da economia.

As dúvidas são muitas. Além da inexistência de detalhamento sobre cada uma das propostas sobre as quais tanto se especula, sabe-se pouco sobre o que os congressistas pensam sobre essas mesmas propostas e sobre a probabilidade de serem efetivamente aprovadas. O *timing* de implementação também constitui um grande ponto de interrogação.

Sobre estímulo aos investimentos, queda expressiva da alíquota de IR seguramente animaria as empresas; mas, pelo visto, Trump pretende promover uma ampla reforma do sistema tributário, de maneira a beneficiar, de algum modo, a produção doméstica. Em princípio, o efeito líquido das mudanças seria positivo, mas será preciso aguardá-las para sabermos ao certo. A desregulação em diversas áreas também parece promissora, mas Trump tem emitido sinais estranhos, como no caso da Carrier, em Indiana. Sua decisão de oferecer benefícios fiscais à empresa, com o intuito de

demovê-la da intenção de transferir empregos para o México, sinaliza uma estratégia de atuação caso a caso, no corpo a corpo, algo que dificilmente contribui para resgatar a confiança empresarial.

No terreno fiscal, falou-se durante a campanha presidencial que reduções de alíquotas de imposto de renda viriam acompanhadas de uma revisão das deduções tributárias, tornando difícil prever o resultado líquido das medidas. Para a infraestrutura, a ideia seria estabelecer um amplo sistema de créditos tributários para quem investe, algo bem diferente de uma política fiscal expansionista tipicamente keynesiana.

Em síntese, muito embora seja razoável admitir que algum estímulo extra de demanda virá, quando isso ocorrerá e que dimensão terá são questões sobre as quais cabe apenas especular.

José Júlio Senna

9. Analista Convidado

Desinflacionando as expectativas

Em recentes discursos, o Presidente do Banco Central, Ilan Goldfajn, tem enfatizado o papel relevante da ancoragem das expectativas de inflação na função de reação da política monetária. Segundo Ilan, o Banco Central só pode se permitir não combater os efeitos primários dos choques externos (exemplo: choque de alimentos e preços administrados), e se concentrar em evitar efeitos secundários na inflação, quando as expectativas estão ancoradas. Usualmente, choques de oferta têm efeito temporário sobre a inflação, e não deveriam ter impactos sobre as expectativas mais longas, desde que haja credibilidade na resposta de política monetária aos choques ao longo do caminho. A comunicação recente do BC está direcionada para expor com a máxima clareza que a busca pelo centro da meta com afinco não significa que a atividade não esteja sendo levada em consideração nas decisões de política monetária. A atividade é vista como o custo da desinflação, mas a flexibilização do regime de metas, que permite que este custo seja levado em conta nas decisões, só é possível em um ambiente de ancoragem das expectativas.

É natural que, após ficarmos mais de seis anos com a inflação significativamente acima do centro da meta, as expectativas de inflação tenham se desancorado completamente. Em fevereiro deste ano as expectativas para 2016 estavam em 7,5%; para 2017, em 6,0%; para 2018, em 5,4%; e para 2019, em 5,0%. Em abril, logo após o *impeachment*, o anúncio da nova equipe econômica e a postura do BC de perseguir o centro da meta fizeram com que as expectativas de inflação dos anos de 2017, 2018 e 2019 comesçassem a cair, saindo dos elevados números de fevereiro para 5,20%, 4,50% e 4,50% respectivamente no final de julho. À primeira vista, as expectativas de inflação tiveram uma reação substancial à mudança do direcionamento da política econômica. De fato, elas responderam rapidamente ao fim da Nova Matriz Econômica e à previsão de retorno do tripé econômico (sustentabilidade fiscal, metas para a inflação e câmbio flutuante).

No entanto, quase nove meses depois de o novo governo ter assumido e de estarmos vivenciando um ambiente extremamente recessivo, as expectativas de inflação para o próximo ano continuam

reagindo muito lentamente às mudanças significativas no cenário prospectivo de atividade econômica. Entre setembro deste ano e o segundo Focus de dezembro, a expectativa de crescimento do PIB de 2017 caiu de 1,4% para 0,6%, enquanto a expectativa de inflação para este mesmo ano saiu de 5,10% para 4,90%.

Uma explicação possível para a modesta reação das expectativas de inflação de 2017, ante a grande mudança na perspectiva de crescimento de curto prazo de nossa economia, poderia ser a ocorrência de uma surpresa inflacionária altista na inflação corrente. Sabemos que as expectativas de inflação são bastante reativas à inflação corrente, mesmo para prazos mais longos, como 12 meses a frente. Mas esta hipótese não é válida porque o ocorrido foi justamente o fenômeno inverso. As expectativas de inflação de 2016 caíram fortemente de setembro até o último Focus de dezembro, saindo de 7,35% para 6,49%, resultado de uma reversão forte do choque de alimentos que ocorreu no meio do ano. Em suma, uma queda na expectativa de inflação de 2016 de mais de 80 bp e uma redução na expectativa de crescimento do PIB de 2017 de mais de 50% produziram uma desinflação esperada para o ano de 2017 de apenas 20bp.

Uma segunda explicação possível poderia ser uma piora acentuada da perspectiva fiscal do país. Ocorre que, em setembro, o governo enviou à Câmara a PEC do teto dos Gastos. A tramitação da PEC se deu de forma extremamente rápida, sendo aprovada em segundo turno no Senado no dia 13 de dezembro. A PEC não foi desfigurada, como previsto por grande parte dos analistas, e o governo ainda enviou, antes de sua aprovação final, a PEC da Previdência. Uma terceira explicação possível seria um aumento da expectativa de depreciação do câmbio para o ano de 2017, mas esta também foi irrisória.

O regime de metas perdeu muita credibilidade ao longo dos últimos anos, haja vista que o Brasil não atinge a meta de 4,5% desde 2009. Os eventos deste ano nos provaram que as expectativas não são insensíveis ao entorno do cenário econômico e político. Nossa experiência recente de agravamento do quadro recessivo e de lenta queda na expectativa de inflação para 2017 revela a suma importância da credibilidade do BC e as consequências da falta de comprometimento com o centro da meta de inflação. Podemos certamente dizer que hoje as expectativas estão ancoradas, porque um desvio de 40bp para a inflação de 2017 está dentro da margem de erro das previsões da inflação no Brasil feitas para um ano à frente. Certamente o BC poderá levar em conta o custo da desinflação nas suas próximas decisões, mas o fato é que, se não fosse nossa herança de não cumprimento de metas, a expectativa de 2017 podia hoje já estar mais baixa, assim como a dos anos seguintes, que já poderia estar abaixo de 4,5%.

Solange Srour - Economista-Chefe ARX Investimentos

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

Economia Internacional

O cenário global mudou bastante nos últimos meses e trouxe mais incerteza para os países emergentes. Nos EUA, espera-se as políticas econômicas do governo do presidente eleito Donald

Trump acelerem o crescimento econômico, por meio de maior estímulo fiscal. Com isso, o Fed, BC norte-americano terá provavelmente que subir os juros mais rapidamente para combater os efeitos inflacionários da política fiscal expansiva.

Os mercados precificam atualmente entre quatro e cinco aumentos da taxa de juros básica americana até o fim de 2018. Porém, dependendo das propostas que serão apresentadas pelo novo governo, os *Fed Funds* podem subir ainda mais. Taxas de juros mais altas nos EUA devem pressionar as moedas e os juros locais dos mercados emergentes.

Na Europa, os dados econômicos apontam para recuperação bem moderada. Esse ciclo só terá continuidade se a política monetária permanecer acomodatória. Qualquer reversão dessa política poderá prejudicar a retomada, especialmente dos países periféricos da região. Adicionalmente, o cenário político na Europa também preocupa, tornando as perspectivas para 2017 ainda mais desafiadoras para os emergentes.

Na China, o crescimento econômico tem permanecido estável — ou seja, o processo de desaceleração tem sido muito gradual, e, por ora, o *hard landing* está descartado. Entretanto, o cenário de taxa de juros mais elevada nos EUA e o dólar mais forte podem pressionar a saída de capital da China, tornando as condições financeiras mais apertadas. Esse é um risco que deve ser monitorado ao longo de 2017.

Há alguma boa notícia para os emergentes? Para os produtores de *commodities* as perspectivas são mais favoráveis. O cenário de excesso de oferta provocado pelos preços altos na primeira década deste século está finalmente em processo de se reequilibrar, chegando ao fim o período de deflação persistente e recorde.

De qualquer forma, 2017 será muito desafiador e muito incerto em termos de cenário para os emergentes. Para o Brasil, não há outra saída a não ser persistir na aprovação das reformas fiscais e avançar na agenda de reformas microeconômicas. A grande questão é se conseguiremos manter esse caminho.

Cenário Doméstico

Além do cenário externo mais complexo, a incerteza política doméstica elevou-se recentemente. Do nosso cenário base consta a aprovação de reformas fiscais, com destaque para a Previdência. Os riscos de cenários mais adversos, contudo, cresceram.

Outro ponto relevante é que os dados de atividade econômica mostraram enfraquecimento nos últimos meses acima do esperado, o que levou a uma revisão na nossa previsão de queda do PIB para este ano: de -3,2% para -3,5%.

Como mencionado em todos os nossos Boletins Macro, ainda há muito incerteza sobre a velocidade de retomada da economia ao longo de 2017. Nossas estimativas para o próximo ano ainda apontam nível bem modesto de crescimento, de apenas 0,3%, valor ligeiramente menor que o projetado no trimestre anterior.

A demanda doméstica desacelerou-se fortemente em 2016, atingindo queda de quase 8% no segundo trimestre deste ano em valores acumulados em quatro trimestres (Gráfico 10). Para 2017, nossos modelos indicam aumento bem gradual da demanda interna, com destaque para o baixo crescimento do consumo das famílias. Os dados ainda fracos do mercado de trabalho e principalmente do 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 2,0 pontos percentuais (pp) em 2016, inferior à registrada em 2015 (2,6 pp), esse valor deve ser de apenas de 0,1 pp em 2017. A contribuição externa poderia ser mais elevada, mas o cenário internacional, a composição da pauta brasileira e nossos acordos comerciais limitam a expansão das exportações.

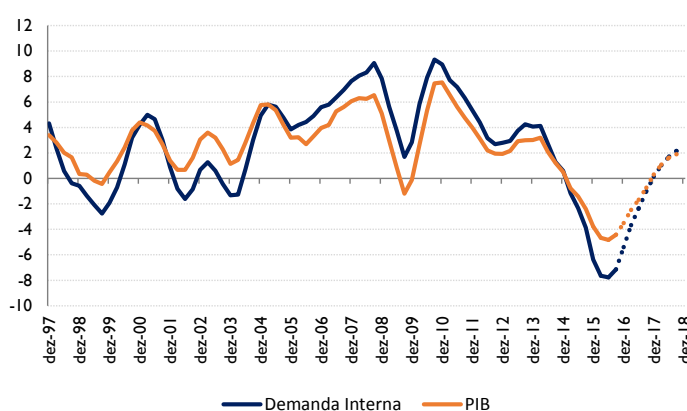
Já para 2018, o crescimento do PIB poderia ficar mais próximo de 2%, à medida que a economia volte aos trilhos.

Para tanto será necessário, em primeiro lugar, reduzir a taxa de juros. Mas para que isto possa acontecer de forma duradoura, a inflação tem que convergir para a meta. E aqui encontramos uma boa notícia: dado o contexto mais adverso de atividade econômica, finalmente a inflação está cedendo acima do esperado. De acordo com isso, reduzimos para 6,3% nossa projeção de IPCA para 2016 (ante 7,5% no Boletim de Setembro de 2016). Para 2017 a revisão foi de 5,5% para 5,1%.

A queda da inflação e a atividade fraca abrem espaço para cortes mais intensos de juros. Projetamos que a taxa Selic possa atingir 11,00% ao final de 2017, ante estimativa anterior de 12,75%. E se o ritmo de desaceleração da inflação surpreender ainda mais, a Selic poderá cair mais em 2017.

Para que isso efetivamente ocorra, as reformas fiscais devem continuar avançando. A reforma da Previdência é crucial para que o limite dos gastos seja de fato respeitado nos próximos anos. O governo enviou uma proposta de reforma ao Congresso, que deve ser apreciada ao longo do primeiro semestre de 2017. Essa reforma estabelece uma idade mínima de 65 anos para as aposentadorias, além de unificar as regras de acesso aos benefícios previdenciários não apenas para homens e mulheres, mas também para trabalhadores do setor público e do setor privado, rurais e urbanos.

Gráfico 10: Taxas de Crescimento da Demanda Doméstica e do PIB (valores acumulados em quatro trimestres, %)



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

Nesse contexto, a solvência do setor público poderá ser efetivamente restaurada no médio e longo prazo, permitindo a retomada gradual do crescimento.

Quem tem medo do déficit em conta corrente?

Os juros mais elevados nos EUA pressionaram as moedas dos países emergentes nas últimas semanas. Com o real não foi diferente. No entanto, em um cenário de aprovação das reformas fiscais e de perspectiva ainda favorável para os preços das *commodities*, o aumento esperado do déficit em conta corrente é sustentável, em nossa avaliação.

A projeção para a conta corrente da nossa última atualização (publicada no Boletim de setembro/2016), era de déficit de US\$ 10,0 bilhões (0,6% do PIB) em 2016, com avanço do resultado deficitário para US\$ 18,0 bilhões (0,9% do PIB) em 2017. Essas estimativas refletem nossas expectativas para o comportamento do que chamamos de “fundamentos da conta corrente”: o diferencial de crescimento entre a economia global e a economia doméstica, os termos de troca⁹ e a taxa de câmbio efetiva real.¹⁰

Naquele momento, esperávamos avanços progressivamente mais tímidos do diferencial de crescimento entre a economia doméstica e o exterior (derivados tanto da desaceleração do comércio global como de uma tênue aceleração da absorção interna), relativa estabilidade dos termos de troca e uma taxa de câmbio nominal oscilando entre \$ 3,20/US\$ e R\$ 3,30/US\$ até o fim do próximo ano – implicando, portanto, pequena apreciação efetiva real de nossa moeda até o final de 2017.

Por construção, qualquer exercício de projeção é recheado de incertezas. Em especial, a atual conjuntura econômica (seja doméstica ou externa) parece ser anormalmente complicada, o que torna as projeções sujeitas a oscilações mais intensas do que o usual.

Em termos do diferencial de crescimento, a evolução dos números na seara doméstica parece (infelizmente) confirmar o cenário de expansão pífia que já traçamos há alguns meses. Do lado da absorção externa, no entanto, as notícias têm sido mais negativas – o comércio mundial tem a menor expansão em períodos “de normalidade” (retirando a crise financeira global de 2008/2009) desde meados dos anos 90, e as projeções para 2017, ainda que recentemente revisadas para baixo pelos principais organismos multilaterais,¹¹ nos parecem excessivamente otimistas.

Com o pequeno crescimento da economia brasileira (expansão do PIB de 0,3% e da absorção doméstica de 0,2% em 2017) e uma visão negativa sobre o comércio internacional (aumento de 1,8% em 2017), teremos um diferencial de crescimento que crescerá a taxas ainda menores do que esperávamos em nossa atualização anterior – constituindo pressão negativa sobre a conta

⁹ Razão entre os preços de exportação e importação brasileiros.

¹⁰ Taxa multilateral real, ponderada de acordo com a participação nas exportações dos principais parceiros comerciais brasileiros.

¹¹ OECD, OMC, FMI e CPB revisaram suas projeções do crescimento de comércio em 2016 para valores em torno de 2,0%, com expansão em 2017 oscilando entre 1,8% e 3,0%. Tipicamente as projeções feitas no início de um ano têm se mostrado otimistas, de forma que utilizamos como cenário central os valores mais pessimistas para o crescimento do comércio em 2017.

corrente, com diminuição do saldo comercial e aumento do déficit em rubricas como “remessas de lucros e dividendos” e “viagens internacionais” (ambas muito ligadas ao comportamento da economia doméstica).

Já em relação aos termos de troca, observamos mudanças importantes nos últimos meses. O avanço dos preços dos bens exportados pelo Brasil, com destaque para *commodities* como petróleo cru e minério de ferro, não foi acompanhado na mesma magnitude pela expansão dos preços dos bens importados. Dessa forma, tivemos um importante ganho nos termos de troca, que crescem nos últimos dois meses (outubro e novembro) às taxas mais elevadas desde meados de 2011.

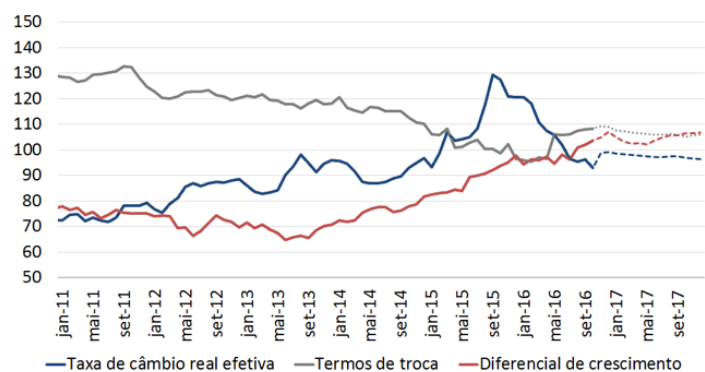
Mais adiante, esperamos que o processo de reinflação em curso na economia global (ver Boletim Macro de outubro/2016) promova pequena expansão dos termos de troca, novamente com o crescimento dos preços de exportação sobrepondo-se ao dos preços de importação. O aumento dos termos de troca favorecerá o resultado comercial (ainda que implique viés negativo para os volumes comercializados) e levará a um enriquecimento relativo de nossa economia.

Por fim, o comportamento recente da taxa de câmbio é um bom indicador da elevada incerteza que permeia a atual conjuntura econômica. Após longo período oscilando na faixa entre R\$ 3,20/US\$ e R\$ 3,30/US\$, houve um movimento discreto da cotação após a eleição de Trump nos Estados Unidos, passando a oscilar em torno de R\$ 3,40/US\$. Naquele momento, a depreciação da moeda foi motivada principalmente por fatores externos, como o fortalecimento do dólar americano no mundo e uma reprecificação do custo de capital medido pelo *Treasury* de dez anos (ver Boletim Macro de novembro/2016). Posteriormente, no entanto, a dinâmica interna passou a ganhar mais peso, com a piora no ambiente político nacional levando a um avanço do risco-Brasil mais intenso do que o sugerido estritamente por fatores globais.

Até o fim de 2017, esperamos que a taxa de câmbio nominal continue oscilando em torno de R\$ 3,40/US\$, o que implicaria pequena apreciação real da nossa moeda – induzindo um aumento do déficit em conta corrente.¹² O comportamento esperado para os fundamentos do setor externo brasileiro até o final do horizonte de projeção pode ser observado no Gráfico 11.

É importante lembrar que os fundamentos operam com defasagens na

Gráfico 11: Fundamentos do Setor Externo Brasileiro
(2006=100)



Fontes: BCB; Funcex; CPB; OMC; IBGE; IBRE/FGV. Elaboração: IBRE/FGV.

¹² Cabe ressaltar, no entanto, que esta projeção está sujeita não só a uma grande incerteza como parece ser assimétrica – consideramos que a probabilidade de cenários mais negativos (onde haveria até mesmo depreciação real da moeda) é maior, hoje, do que a probabilidade de cenários mais benignos (com apreciação nominal e, portanto, maior movimento real).

dinâmica da conta corrente. Dessa forma, o que foi exposto acima indica que estamos próximos ao menor nível do déficit acumulado em 12 meses, que será obtido no horizonte sob análise – o ajustamento externo parece estar se aproximando do fim.

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

Para 2016, projetamos déficit de US\$ 19,0 bilhões (1,0% do PIB), resultado US\$ 9,0 bilhões pior do que em nossa atualização anterior. Esta piora deriva de diminuição de US\$ 5,0 bilhões no saldo comercial (para US\$ 45,0 bilhões, com exportações de US\$ 184,0 bilhões e importações de US\$ 139,0 bilhões), e um aumento de US\$ 4,0 bilhões no déficit das rubricas de serviços e rendas, com destaque para maiores gastos com viagens no exterior, remessas de lucros e dividendos ao exterior e aluguel de equipamentos.

Os efeitos defasados da nova dinâmica esperada para os fundamentos do setor externo serão percebidos de forma mais contundente em 2017, com a revisão do déficit em conta corrente para US\$ 35,0 bilhões (1,8% do PIB), uma piora de US\$ 17,0 bilhões em relação ao nosso número anterior. A maior parte do ajuste vem de uma queda de US\$ 10,0 bilhões no saldo projetado para a balança comercial, que agora totaliza US\$ 30,0 bilhões (unicamente devido ao recuo das exportações), com participações residuais divididas entre maiores gastos com viagens internacionais e aumento das remessas de lucros e dividendos ao exterior.

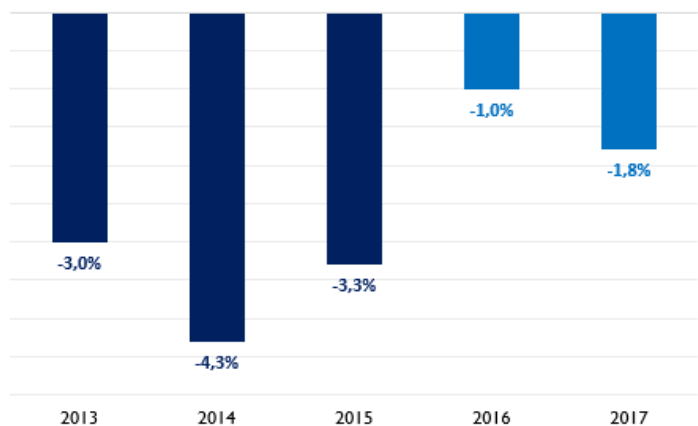
O comportamento esperado para o déficit em conta corrente pode ser observado no Gráfico 12. Fica claro que o ajuste externo muda de direção, ainda que a reversão seja lenta.

Em conclusão, é compreensível que o aumento do déficit em conta corrente, em meio a um cenário internacional particularmente turbulento, traga alguma insegurança (ver Seção do Setor Externo deste Boletim). Contudo, pelo menos por enquanto, as perspectivas de financiamento continuam adequadas e a exposição cambial agregada parece ser completamente administrável. O déficit externo esperado não traz riscos para nossa economia.

Sílvia Matos e Lívio Ribeiro

Revisão Editorial do Boletim Macro IBRE: Fernando Dantas

Gráfico 12: Conta Corrente (% do PIB)



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

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

Fernando Augusto Adeodato Veloso

Fernando de Holanda Barbosa Filho

José Júlio Senna

José Roberto Afonso

Julio Mereb

Lia Valls Pereira

Lívio Ribeiro

Manoel Carlos de Castro Pires

Marcel Balassiano

Maurício Canêdo Pinheiro

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 dezembro 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.